



Økonomiske utsikter 2021

28. januar 2021, Oslo

Konklusjoner:

1. Vekstrekyll løfter verdensøkonomien til 2019-nivå, uten at inflasjonen skyter fart
2. Verdenshandelen tiltar og de geopolitiske spenningene dempes noe
3. Myndighetene leder kapitalstrømmene mot fornybar energi og teknologi
4. Aksjemarkedene vil kunne stige i takt med politiske stimuli og sterkere inntjening, men prisingen er krevende
5. Nordiske kredittpapirer, særlig innen høyrente, vil gi positiv risikojustert avkastning

Innhold

Side 1:	Konklusjoner
Side 2:	Internasjonal handel, geopolittikk og økonomisk vekst
Side 4:	Teknologi og økonomisk vekst
Side 6:	Klima, miljø og økonomisk vekst
Side 7:	Vaksine og økonomisk vekst
Side 8:	Økonomisk vekst i 2021
Side 12:	Nordisk økonomi
Side 14:	Norsk økonomi
Side 16:	Olje og fornybar energi
Side 17:	Råvarer
Side 18:	Inflasjon, renter og valuta
Side 21:	Internasjonale aksjemarkeder
Side 24:	Globale helseaksjer
Side 25:	Globale energiaksjer
Side 26:	Nordiske aksjer
Side 26:	Norske aksjer
Side 28:	Obligasjonsmarkedene

Internasjonal handel, geopolittikk og økonomisk vekst

"Reports of globalisation's death are greatly exaggerated"

– Gillian Tett, sjefredaktør i USA, Financial Times, 03.12.2020

Vi forventer at verdenshandelen vil ta seg kraftig opp i 2021, og bidra til ny økonomisk vekst. Nyvalgte president Biden og EU vil trekke verden i en mer liberal retning på bekostning av populistiske krefter. Samtidig vil rivaliseringen mellom USA og Kina forsterkes, men med færre negative økonomiske ringvirkninger enn før.

Pandemien bidro til at verdien av verdenshandelen falt -9,2% i 2020 (Verdens handelsorganisasjon, WTO). Det kunne gått betydelig verre, men mange land innførte importfremmende tiltak for å opprettholde vareflyten. Vi tror verdens regjeringer i løpet av 2020 har innsett at pandemien er en global utfordring, som krever globale løsninger og ikke proteksjonisme.

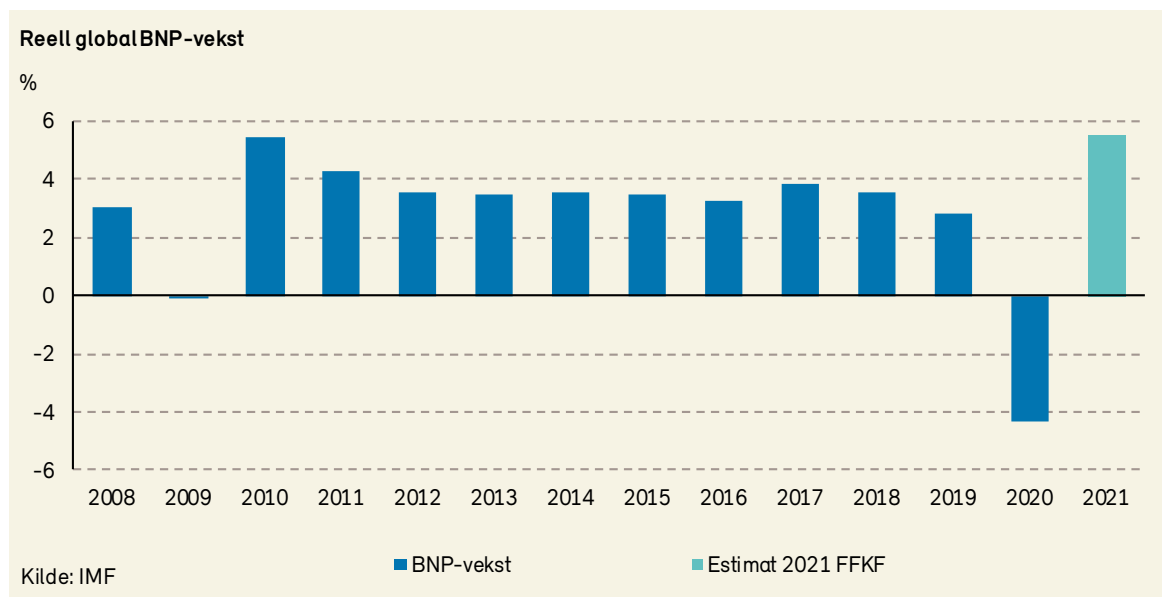
Det kom tre frihandelsnyheter på slutten av 2020:

1. Kina, Japan, Sør-Korea, Australia og New Zealand, i tillegg til 10 sør-østasiatiske land, har blitt enige om å danne verdens største handelsblokk, «The Regional Comprehensive Economic Partnership» (RCEP). Avtalen tar sikte på å eliminere 90% av importtollen mellom medlemslandene i løpet av en tyveårsperiode.

Forord

Tradisjonen tro har vi også i år utarbeidet våre "Økonomiske utsikter". Formålet med skrevet er å formidle tanker om hva vi forventer oss av internasjonal og norsk økonomi i 2021, og implikasjoner for aksje- og rentemarkedene.

Vår forvaltning og fondets investeringer er basert på analyse og vurderinger av både selskaper og makroøkonomiske forhold. Det økonomiske synet blir fulgt opp i våre månedlige markedsrapporter.



2. Den ferske investeringsavtalen mellom EU og Kina gir bedre adgang for europeiske bedrifter til verdens mest folkerike land, og bidrar til at kinesiske og europeiske bedrifter i større grad kan konkurrere på like vilkår.
3. Avtalen mellom EU og Storbritannia sikrer fortsatt tollfri handel av de fleste varer over den engelske kanal.

Summen av importfremmende tiltak og nye handelsavtaler i 2020, samt gjenåpning av samfunnet etter pandemien, legger grunnlaget for sterk vekst i verdenshandelen i 2021. WTO forventer en oppgang på 7,2%. Det er mer enn veksten i verdensøkonomien, og verdenshandelen vil bidra til akselerasjon i den økonomiske veksten.

Om vaksinasjonsprogrammene ikke går som forventet er det derimot risiko for at verdenshandelen utvikler seg svakere enn antatt. En rekke geopolitiske problemstillinger, som rivaliseringen mellom USA og Kina, virusdisputten mellom Australia og Kina og atomprogrammet i Iran kan også skape forviklinger for veksten i verdenshandelen i 2021. Vi tror likevel sterk vekst i verdenshandelen er det mest sannsynlige utfallet.

«Trumps manglende evne til å inneha embetet ble tydelig da pandemien tiltok i USA.»

– Janne Haaland Matlary, professor i internasjonal politikk ved UiO, Dagens Næringsliv, 09.01.2021

I 2020 har vi sett at populisme og proteksjonisme fungerer dårlig i møte med en global helseutfordring. Å injisere desinfiserende midler i kroppen (forslag til behandlingsmetode fra tidl. president Trump), eller å drikke vodka og kjøre traktor (helseråd fra Hviterusslands president Lukasjenko) hjelper ikke mot koronavirus, ei heller å oppfordre folk til ikke å være «pingler» (Brasils president Bolsonaro).

Internasjonalt vitenskapelig samarbeid har vært avgjørende for å utvikle en serie vaksiner på rekordtid. Aldri før i historien har så mange vaksiner blitt utviklet så raskt. Åpne grenser har sørget for at medisinsk utstyr, fra kinesiske munnbind til avanserte sveitsiske diagnostikkmaskiner, har bidratt til livreddende arbeid. Likeledes har en friere internasjonal varehandel bidratt til å redusere fallet i økonomisk aktivitet i 2020.

Pandemi og populistisk inkompetanse har banet vei for en mer handelsliberal dagsorden i 2021 med president Biden, EU og Kina i spissen. USA vil satse mer på multilateralt samarbeid, særlig med sine nærmeste allierte, og melder seg inn igjen i Paris-avtalen og Verdens helseorganisasjon (WHO) i 2021. Trolig vil USA ta lederrollen i det internasjonale klimasamarbeidet i forbindelse med EUs klimakonferanse i november.

Vi forventer en tydelig grønn profil på det amerikanske budsjettet i 2021 med et rent demokratisk flertall i kongressen. Likeledes vil EUs grønne satsing bli enda tydeligere i 2021. EU har nå, med fellesutstedt gjeld, et kraftig instrument til å påskynde det grønne skiftet gjennom ulike koronastimulansepakker. EU-land med populistiske tendenser, som Polen og Ungarn, må dessuten godta EUs føringer for demokrati og rettsstatsprinsipper for å motta økonomisk støtte.

Angela Merkel forventes å gå av i 2021 etter 16 år som tysk forbundskansler og Europas mektigste politiker. Tomrommet vil fylles dels av Ursula von der Leyen som leder av Europakommisjonen. Hun har satt sitt grønne preg på EU-politikken. Den som først og fremst vil kunne fylle vakuemet etter Merkel er Frankrikes president Macron. Uten en tydelig britisk motpol vil Frankrikes europeiske visjon kunne prege EU. Det betyr en stadig tettere europeisk integrasjon, et mer slagkraftig europeisk forsvar, og tydeligere europeisk diplomatisk uavhengighet (både fra USA og Kina).

Kina skal i 2021 feire kommunistpartiets 100-årsjubileum. Vi ser et selvsikkert Kina som gradvis øker sin innflytelse over nabolandene med stadig større økonomisk og militær styrke. Australske kulleksportører har fått merke kommunistpartiets vrede etter australske krav om etterforskning av koronavirusets opphav. Ingen skip med australsk kull har fått anløpe Kina siden oktober.

Vi tror også Kina etter hvert vil kunne få kontroll over Kinahavet. USA vil strekke seg svært langt for å unngå kinesisk kontroll over havet vest for Japan. Det er her de to stormaktene er nærmest å risikere væpnet konfrontasjon. Den kinesiske marinen står ikke lenger tilbake for den amerikanske, og kinesisk missilforsvar er klar til å nøytralisere amerikanske hangarskip før de kan komme innenfor rekkevidde av kinesiske mål. Væpnet konflikt i havet utenfor Kina vil kunne få dramatiske konsekvenser for de

viktigste handelsrutene i verden, og selvsagt for finansmarkedene.

Kinas nye 5-årsplan tar sikte på å styrke den økonomiske veksten. Vi forventer at kinesisk BNP kan overgå amerikansk BNP før 2030, og gjøre kinesisk økonomi mindre avhengig av andre land. Innen produksjon av avanserte halvledere er kinesiske elektronikkprodusenter i dag helt avhengig av teknologi, roboter og komponenter fra USA, Europa, Sør-Korea, Taiwan og Japan.

Kina er blitt smertelig klar over sin avhengighet av vestlig teknologi. Vi forventer at det kan gå 5-10 år før Kina har egen teknologi av samme kaliber som USA. En slik strategi vil kreve enorme ressurser, men vi tror utviklingen på sikt kan bidra til en sunn teknologikonkurranse. Tidligere statsminister i Sverige, Carl Bildt, hevder at det «geoteknologiske» spillet er vel så viktig som geopolitikken.

Kina har i 2020 utviklet et helsevern- og vaksinediplomati, der Xi Jinping har sendt kinesiske innsatsgrupper til bl.a. Europa og Midtøsten. Italia fikk medisinsk assistanse fra Kina før det kom hjelp fra Tyskland. I Midtøsten har den kinesiske hjelpen vært godt mottatt, og Kina seiler opp som en ny maktfaktor i regionen.

Trumps Midtøsten-diplomati har stort sett handlet om å styrke Israels posisjon, slik at fiendskapet mellom jøder og muslimer ikke lenger er det dominerende, men heller motsetningene mellom Iran og de arabiske landene, samt Israel. Iran anriker nå uran til 20%, kun et kort steg fra den kvaliteten som benyttes i kjernefysiske våpen. Å håndtere Iran blir en av de store utenrikspolitiske utfordringene for president Biden. Han ønsker å gjeninnføre i atomavtalen, men det vil nok være nødvendig med ytterligere krav til Iran for å gjøre en ny avtale spiselig i Washington, D.C. Krav som et økonomisk og politisk presset regime i Teheran vil ha vanskelig for å gå med på. Iran har tidligere ikke fryktet bruk av militære midler.

Atomavtalen mellom Iran, de fem permanente sikkerhetsrådmedlemmene, Tyskland og EU er et sjeldent eksempel på en felles front mellom USA, Europa og Kina. USA under president Biden vil trolig forsøke å skape en front med Europa mot Kina som en hovedstrategi for å demme opp for kinesiske supermaktambisjoner. Denne strategien vil kunne begrense EUs handlingsrom og ønske om

blokkuavhengighet. Den nye investeringsavtalen kan bli utfordret av Det hvite hus.

Vi forventer at president Biden langt på vei vil videreføre den nå etablerte amerikanske linjen mot Kina, men kanskje med noe mer finesse. Noe av tollene på handelen mellom verdens to største økonomier vil forhåpentligvis etter hvert forsvinne, og likeledes noe av teknologirestriksjonene. Vi er usikre på (det sosiale mediet) TikToks strategiske betydning.

Oppsummert forventer vi et sterkt oppsving i verdenshandelen i 2021, drevet frem av færre smittevernsrestriksjoner, importfremmende tiltak, nye handelsavtaler, og ikke minst tilbakevennende reiselyst. Turistnæringen er en del av den internasjonale handelen.

Teknologi og økonomisk vekst

"In just a few months' time, the COVID-19 crisis has brought about years of change in the way companies in all sectors and regions do business."

– L. LaBerge, C. O'Toole,
J. Schneider & K. Smaje
McKinsey & Company, oktober 2020

COVID-19-pandemien har nærmest ført til en teknologiåpning blant næringslivsledere rundt hele kloden. Store endringer i etterspørsel, organisering av arbeid, og fornyede forsyningslinjer har satt varige spor. Det har ledet til en massiv økning i teknologiinvesteringer i næringslivet. Som en konsekvens forventer vi høyere produktivitet i 2021 enn før pandemien.

Svært strenge smitteverntiltak i 2020 ledet til en kraftig økning i etterspørselen etter digitaliserte produkter og tjenester. En spørreundersøkelse utført for McKinsey viser at 51% av europeere handlet matvarer på nett i løpet av det siste halvåret, mot kun 29% før pandemien. Av de spurte vil 72% fortsette med netthandel etter at pandemien er over.

Før pandemien jobbet kanskje 5% av amerikanere hjemmefra. I mai 2020 hadde andelen med hjemmekontor vokst til 62%. En gruppe økonomer ved amerikanske universiteter anslår at andelen amerikanere som ønsker å jobbe hjemmefra etter pandemien vil øke til 22%.

Bedriftene har tilpasset seg endringene pandemien har medført i rekordfart. Selv forventet næringslivet at overgangen til hjemmekontor ville ta over ett år. I løpet av 11 dager var jobben gjort for 900 representative globale bedrifter McKinsey har snakket med. Denne utviklingen har ført til en dramatisk endring i tankesett blant bedriftsledere globalt.

Teknologi er som oftest nå en integrert del av selskapenes strategi, og ikke bare et verktøy for å kutte kostnader. Mer enn noe annet har dette ledet til en betydelig økning i teknologiinvesteringer, f.eks. i skyløsninger og avanserte digitale verktøy.

En akselerasjon i teknologiinvesteringer i næringslivet vil kunne bidra til en økning i produktiviteten, og følgelig den økonomiske veksten. Vi har sett noen interessante resultater allerede. Det internasjonale pengefondet (IMF) anslår at pandemien hadde resultert i 2%-poeng høyere arbeidsledighet i USA om den hadde rammet landet for 5 år siden. Økt bruk av teknologi forklarer forskjellen.

Ser vi nærmere på hvordan pandemien og den påfølgende teknologiakselerasjonen har påvirket enkeltbedrifter, blir det tydelig at de bedriftene som allerede var teknologiledere har opplevd en sterkere omsetningsvekst enn andre bedrifter. Følgelig har pandemien forsterket en trend vi observerte før 2020.

Økt digitalisering har og en skyggeside. Bedriftene blir mer sårbare for cyberangrep, og må bruke flere

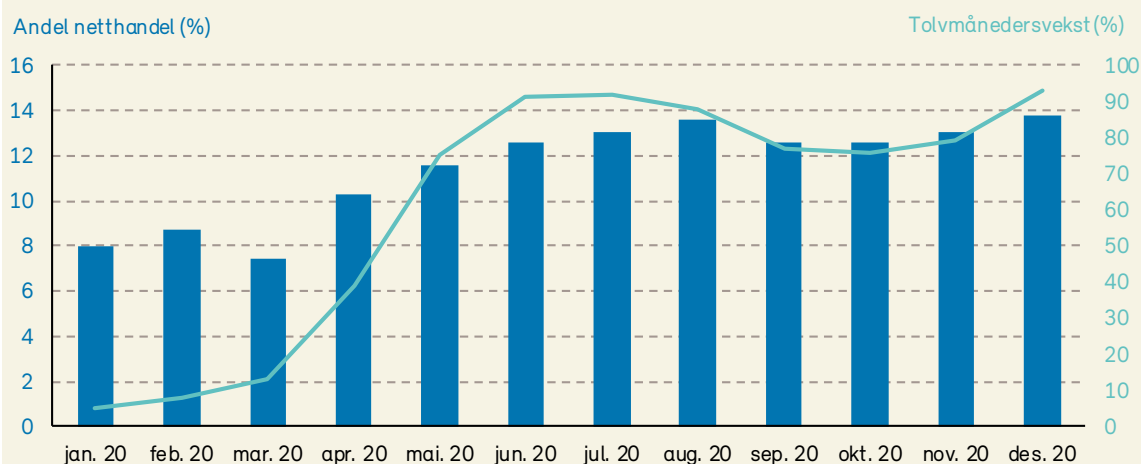
ressurser på IT-sikkerhet. Den politiske risikoen for bedriftene øker også, ettersom teknologi blir en stadig viktigere del av samfunnet og i større grad anses som strategisk viktig for myndighetene. I noen land anses teknologi sågar som et geopolitisk våpen, og nøkkelen til innflytelse i fremtiden. Bedriftene kan havne i kryssild for stormaktenes politikk.

Tross økt sårbarhet, tror vi at teknologi vil bidra til økt produktivitet i 2021. Koronakrisen synes å lede til økt digitaliseringen av samfunnet, og økonomien kan vokse raskere nå enn vi trodde før pandemien.

Klima, miljø og økonomisk vekst

Pandemien har ikke bare ført med seg negative nyheter. Da verden stengte ned fikk vi også en kraftig nedgang i globale CO₂-utslipp. Det internasjonale energibyrået (IEA) antar at utslippene i 2020 vil være 7% lavere enn året før. Dette er den største nedgangen i CO₂-utslipp på et enkelt år noensinne. Verdens totale CO₂-utslipp er nå på samme nivå som for 10 år siden. Ifølge IEA vil det med dagens politikk bli en økning i CO₂-utslippene i de neste årene. Verden vil passere 2019-nivået i 2027, og utslippene vil fortsette å øke fram mot 2030. Dette setter verden lenger unna de målene som ble satt ved Paris-avtalen i 2015 (holde temperaturen på jorden på før-industrielt nivå med tillegg av 1,5 grad.)

Kraftig økning i netthandel hos daglivarebutikker i Storbritannia



Kilde: Goldman Sachs, Kantar

Heldigvis ser det ut til alvoret har begynt å gå opp for verdenslederne. I september i fjor overrasket president Xi Jinping verdenssamfunnet ved å proklamere at Kina skal bli karbonnøytral innen 2060. Kina er i dag verdens største forurensner, og står for nesten 1/3 av globale CO₂-utslipp.

Under Donald Trump trådte USA ut av Paris-avtalen. Joe Bidens «green new deal» er å gjøre USA karbonnøytralt innen 2050. I tillegg skal USA være drivkraften i verdens endring mot fornybar energi. Herunder vil USA på nytt tre inn i Paris-avtalen.

EU har som mål at unionen skal være karbonnøytral innen 2050. EU har forstått at en overgang til et «grønt» og bærekraftig samfunn ikke kan gjennomføres kun med subsidier og skatter. Kapital må flyttes mot bærekraftige prosjekter hvis forurensingen skal reduseres. Sommeren 2020 vedtok Europaparlamentet derfor det som kalles for «Taksonomi for bærekraftige aktiviteter». Fra og med 2022 må alle større selskaper og finans-institusjoner rapportere i henhold til dette regelverket.

EUs taksonomi er en handlingsplan for bærekraftig finans og et rammeverk rettet mot investorer, selskaper og finansinstitusjoner, og bestemmer hva som kan defineres som en bærekraftig økonomisk aktivitet. Taksonomien skal ikke avgjøre om et selskap er bra eller dårlig, men vil stille spesifikke krav. Formålet med regelverket er å flytte kapital mot bærekraftige investeringer. Med dette rammeverket blir det nå enklere å sette et tall på hvor bærekraftig en aksje eller et fond er. EU har satt ned en egen ekspertgruppe (TEG) for å utvikle taksonomien videre.

Taksonomien vil gjelde for alle børsnoterte selskaper og alle private selskaper med over 500 ansatte, samt alle finansinstitusjoner. For at en økonomisk aktivitet, f.eks. produksjon av gjødsel, skal kvalifisere til å være innenfor taksonomien, må tre hovedkrav oppfylles:

1. Aktiviteten må bidra vesentlig til en av minst seks miljømål:
 - Begrensning av klimaendring
 - Klimatilpasning
 - Bærekraftig bruk av, og beskyttelse av, vann og marine ressurser
 - Overgang til sirkulær økonomi
 - Forebygging og kontroll av forurensning

- Beskyttelse av økosystemer og biologisk mangfold
2. Aktiviteten må ikke vesentlig skade noen av miljømålene under punkt 1
 3. Aktiviteten må oppfylle minimumsstandarden i forhold til samfunnsansvar og selskapsstyring (dvs. S'en & G'en i ESG)

Hvert miljømål under punkt 1 har spesifikke kriterier avhengig av hvilken industri det er snakk om. Det vil f.eks. være forskjellige kriterier som må oppfylles avhengig av om selskapet produserer aluminium eller driver med persontransport. TEG har foreløpig kun satt opp kriterier for de to første miljømålene.

I første omgang er fokus rettet mot de sektorene med størst potensiale for å påvirke klimagassutslipp. Dette betyr at det er flere industrier, f.eks. oppdrett av fisk, foreløpig ikke vil være innenfor taksonomien. Per utgangen av desember har TEG definert 90 økonomiske aktiviteter, som står for ca. 94% av alle utslipp i EU. Disse aktivitetene finner vi blant annet innenfor sektorer som:

- Jordbruk og skogbruk
- Vann, kloakk og avfall
- Energi
- Produksjon av varer
- Bygg og anlegg
- Transport

Taksonomien vil altså kvantifisere hva som er bærekraftig og hva som ikke er det. **Vi tror dette kommer til å få store konsekvenser for kapitalflyten i finansmarkedene, både fra gjeldssiden og fra egenkapitalsiden.**

Det vil også bli lettere for selskapene å foreta bærekraftige valg når de skal gjøre investeringer. Foreløpig vet vi ikke hvordan taksonomien kommer til å påvirke bankene, men kongstanken bak taksonomien er at det skal bli lavere finansieringskostnader for bedrifter med bærekraftige prosjekter. EU mener at i de neste fem årene vil det årlig bli allokert 175 til 290 milliarder euro til «grønne» prosjekter som følge av innføringen av taksonomien.

Flere analytikere har pekt på at de vil bruke selskapenes taksonomi-score til å justere

diskonteringsrenten. Et selskap som har en høy andel av sine inntekter fra bærekraftige aktiviteter, vil derfor verdsettes etter en lavere diskonteringsrente, og bli høyere verdsatt.

Fondsfinans Kapitalforvaltning planlegger å beregne taksonomi-score for alle fond fra 2022.

Vaksine og økonomisk vekst

Smittsomme sykdommer sprer seg raskt på tvers av landegrenser der det eksisterer lav eller ingen naturlig immunitet i befolkningen. Likevel viser erfaring med tidligere pandemier at de enkelte lands myndigheter tenderer mot å beskytte egen befolkning isolert, fremfor en globalt koordinert tilnærming. Foreløpig har vi i den vestlige verden godkjent tre ulike koronavaksiner. Dersom rike nasjoner velger en vaksineringsstrategi som prioriterer egen befolkning på bekostning av fattige nasjoners risikogrupper, vil de globale negative økonomiske ringvirkningene av COVID-19 kunne bli større enn nødvendig. Det kan skisseres scenarier der land som vaksinerer hele sin befolkning og dermed oppnår full immunitet mot COVID-19, kommer dårligere ut økonomisk enn dersom de parallelt hadde bistått i vaksinasjonen av fattigere lands utsatte befolkning.

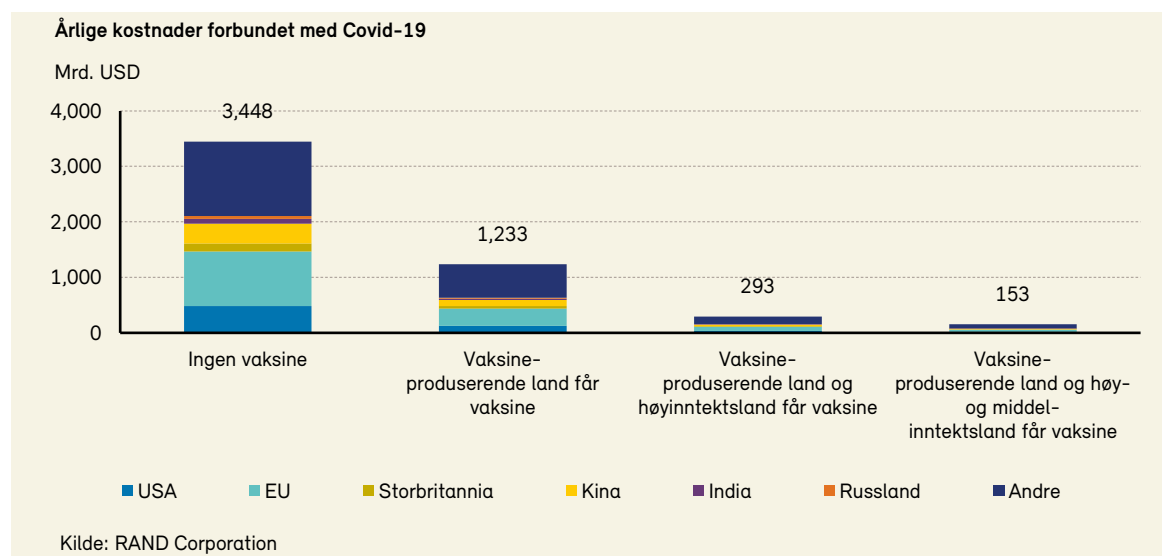
Som et ledd i å forhindre denne type «vaksine-nasjonalisme», har to tredeler av verdens land gått sammen, under ledelse av Verdens Helseorganisasjon (WHO) og etablert COVAX. Formålet med COVAX er å akselerere utviklingen

av én eller flere vaksiner, samt sikre tilgang til hele verdens befolkning, uavhengig av betalingsevne. Imidlertid har det økonomiske bidraget til COVAX fra rike nasjoner så langt vært lav. USA var ikke med inntil nylig, og har parallelt etablert sitt eget vaksineprogram «Operation Warp Speed». Russland deltar ikke i COVAX.

Inntil vi har vaksinert store deler av verdens befolkning, må vi anta at myndighetenes innstramninger, med nedstengninger, fysisk avstand og begrenset reise- og sosial aktivitet, vil fortsette. Det haster derfor med å få etablert storskala produksjon og distribusjon av de godkjente vaksinene. Beregninger gjort av den ideelle organisasjonen «RAND Corporation» estimerer de globale kostnadene forbundet med COVID-19 til 3500 milliarder dollar per år. For EUs del er kostnaden assosiert med dagens innstramninger estimert til 5,6% av årlig BNP (USD 983 mrd.). Storbritannia vil lide et tap på 4,3% av BNP (USD 154 mrd.), mens for USA vil kostnaden beløpe seg til omtrent 2,2% av årlig BNP (USD 480 mrd.) dersom ingen vaksiner kommer på banen.

«Vaksine-nasjonalisme» vil medføre en ujevn fordeling av vaksinene, og kunne utsette en «gjenåpning» og normalisering av samfunnet. Vi kan derfor hevde at så lenge det ikke eksisterer en global immunitet, vil det være en kostnad assosiert med COVID-19.

Selv om vaksine-nasjonalisme vil være vanskelig å forhindre fullt ut, vil det kunne være økonomiske insentiver for rike nasjoner til å bistå svakere



stilte land. Basert på estimer fra «Oxfam International» vil det koste USD 25 mrd. å vaksinere hele befolkningen i verdens fattigste land. Samtidig vil de rikeste nasjonene tape USD 119 mrd. per år dersom vi unnlater å vaksinere den samme befolkningen. Vi mener det vil være formålstjenlig for verdens rikeste land å finansiere de fattigste.

Den amerikanske storbanken Citi spår at verden vil oppnå flokk-immunitet mot COVID-19 mot slutten av 2021. Flokk-immunitet innebærer at omtrent 75-80% av befolkningen er immune mot sykdommen (enten ved vaksinerings eller gjennomgått sykdom). Videre ventes det at vestlige land vil oppnå beskyttelse før den fattige delen av verden. Dette stemmer godt overens med vår oppfatning, men forutsetter imidlertid at videre utvikling og distribusjon går som planlagt. En vellykket vaksineringsstrategi som medfører en normalisering av samfunnet, vil ifølge storbanken kunne løfte globalt BNP med 3% i 2022.

I hvilken grad de enkelt land ønsker å innlemme andre nasjoner i sin vaksineringsstrategi er en beslutning som fattes av politikerne. Det er derfor viktig å informere befolkningen om den negative effekten ved vaksine-nasjonalisme, ikke minst det etiske aspektet. **I tillegg er det viktig at politikerne jobber på tvers av landegrensene for å etablere et rammeverk som belønner rike nasjoner til å bistå i vaksinerings av befolkningen i verdens fattige land.**

Økonomisk vekst i 2021

“I 2021 ventes delvis gjeninnhenting fra dyp resesjon. Global vekst anslås til 5,2%.”

– IMF Economic outlook pr. oktober 2020

I 2020 skapte koronaviruset den dypeste resesjonen siden andre verdenskrig. I år vil den globale økonomiske utviklingen bli relativt god, takket være vaksinene. Forutsatt at vaksineutrullingene går som planlagt, ligger det an til at den økonomiske aktiviteten i løpet av året vil hente seg inn til 2019-nivået. Aktiviteten vil likevel være klart lavere enn pre-korona trenden.

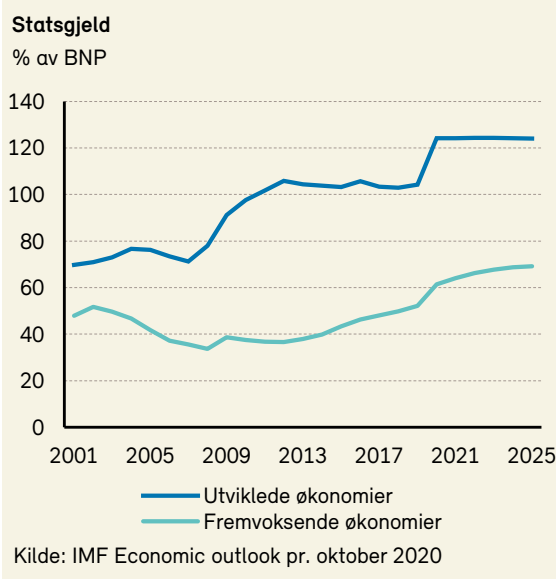
På grunn av korona stoppet den økonomiske aktiviteten nærmest helt opp i mars/april 2020, i hvert fall innen deler av tjenestesektoren.

Aktiviteten tok seg relativt raskt opp igjen da smitteutbredelsen avtok frem mot sommeren. Den økonomiske utviklingen hadde blitt langt verre om ikke myndighetene i mange land hadde innført ekstremt kraftige stimulanse tiltak.

Ifølge Det internasjonale pengefondet (IMF) har pandemien resultert i finanspolitiske tiltak i størrelsesorden tolv billioner USD, eller om lag tolv prosent av globalt BNP, per september 2020. I tillegg har pengepolitikken bidratt kraftfullt for å motvirke nedgangen.

Myndighetenes respons gjennom penge- og finanspolitikken har vært kraftigere enn vi hadde våget å håpe på. Det amerikanske budsjettunderskuddet økte med 2150 milliarder dollar i regnskapsåret 2020. Det er dobbelt så mye som under finanskrisen 2009, og den kraftigste stimulansen siden andre verdenskrig. Som andel av BNP var underskuddet cirka 15%, mot snau 10% under finanskrisen. Også pengepolitikken har vært svært fremoverlent. Den amerikanske sentralbanken kjøpte verdipapirer i markedet for 3000 milliarder, nesten tre ganger så mye som under finanskrisen. I motsetning til under finanskrisen, kjøpte sentralbanken hovedsakelig statspapirer, og bare en fjerdedel mortgage-backed securities (MBS). At Fed i mars annonserte at «ubegrensede beløp» kunne bli brukt til kjøp av verdipapirer, var et svært viktig bidrag til å få bukt med likviditetskrisen som herjet i markedene.

At responsen har vært så mye sterkere enn under finanskrisen, skyldes kanskje at det denne gang



BNP vekst i %

Land	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Verden	3.5	3.5	3.4	3.3	3.8	3.5	2.8	-4.4	5.2
Eurosonen	-0.2	1.4	2.0	1.9	2.6	1.8	1.3	-8.3	5.2
USA	1.8	2.5	3.1	1.7	2.3	3.0	2.2	-4.3	3.1
Tyskland	0.4	2.2	1.5	2.2	2.6	1.3	0.6	-6.0	4.2
Frankrike	0.6	1.0	1.1	1.1	2.3	1.8	1.5	-9.8	6.0
Italia	-1.8	-0.0	0.8	1.3	1.7	0.8	0.3	-10.6	5.2
Spania	-1.4	1.4	3.8	3.0	2.9	2.4	2.0	-12.8	7.2
Norge	1.0	2.0	2.0	1.1	2.3	1.3	1.2	-2.8	3.6
Sverige	1.2	2.7	4.5	2.1	2.6	2.0	1.3	-4.7	3.5
Storbritannia	2.1	2.6	2.4	1.9	1.9	1.3	1.5	-9.8	5.9
Japan	2.0	0.4	1.2	0.5	2.2	0.3	0.7	-5.3	2.3
Kina	7.8	7.3	6.9	6.8	6.9	6.8	6.1	1.9	8.2
Brasil	3.0	0.5	-3.5	-3.3	1.3	1.3	1.1	-5.8	2.8
India	6.4	7.4	8.0	8.3	7.0	6.1	4.2	-10.3	8.8
Russland	1.8	0.7	-2.0	0.2	1.8	2.5	1.3	-4.1	2.8

Kilde: IMF Economic outlook pr. oktober 2020

var et virus, og ikke mennesker, som forårsaket nedturen. Siden virus ikke kan anklages for å ha tatt «moralisk risiko», var det kanskje lettere å trå til med enorme stimulansepakker denne gang? En annen forklaring er at man hadde tatt lærdom av finanskrisen, og innsett at myndighetene må kjøre enda hardere på når en stor krise inntreffer. En mer forsiktig tilnærming kunne ført til et større og mer permanent tap av produktiv kapasitet, og dermed en enda større svekkelse av økonomien og statsfinansene over tid.

De kraftfulle finans- og pengepolitiske tiltakene bidro til å understøtte kapitalmarkedene. At kapitalmarkedene hentet seg kraftig inn etter nedturen i mars, var svært viktig for å unngå ytterligere negative realøkonomiske konsekvenser. Velfungerende kapitalmarkeder er en kritisk forutsetning for økonomien.

Myndighetene i mange land opererer fortsatt med en svært ekspansiv penge- og finanspolitikk. Dette virker fornuftig, da nedstengninger de siste månedene av 2020 og inn i 2021 har bidratt til svak økonomisk vekst, spesielt i Europa.

De positive vekstutsiktene for 2021 er tuftet på tre viktige forutsetninger. Den første er at Covid-19 for praktiske formål vil være nedkjempet innen midten av året. Den andre at forbruk og investeringer vil stige kraftig. Og den tredje er at pengepolitikken fortsatt vil være stimulerende.

Når det gjelder bekjempelsen av Covid-19, kan en rekke faktorer skape utfordringer. Eksempelvis kan det oppstå nye utbrudd, nye mutasjoner og produksjonsproblemer. Det er dessuten uklart hvor mange som vil komme til å ta vaksinen, om det finnes ukjente bivirkninger, om man kan smitte andre når man selv er vaksinert, hvor lenge man er immun, osv.

Når pandemien er over, ventes det en markant økning i etterspørselen etter tjenester som ikke har vært tilgjengelige eller tillatt. Ettersom det er mange som har spart opp midler under koronakrisen (spareratene har steget kraftig), vil et oppsving i tjenestekonsumet ikke nødvendigvis gå på bekostning av varekonsumet. Vi venter likevel at folk vil bruke betydelig mindre tid og penger på netthandel og oppussing av hjemmet, og vesentlig mer på reiser, restaurantbesøk og kulturoplevelser.

Året 2020 ble et nytt eksempel på at ekspertenes prognoser tidvis bommer fullstendig. Bommertene skyldes blant annet at det er vanskelig å forutse økonomiske sjokk. Fjorårets sjokk var såpass uforutsigbart at det må kunne kalles en klassisk «sort svane». Dessuten formidler de fleste økonomer først og fremst sine hovedscenarier, som gjerne bare tilskrives en sannsynlighet på 50–60%. Alternative scenarier og viktige risikofaktorer blir ofte ikke tatt med i oppsummeringen av de ulike økonomenes forventninger til fremtiden.

De fleste investorer som følger med på eksperters prognoser er nok klar over at det er stor usikkerhet knyttet til slike anslag, og forsøker å lytte til hva som blir sagt om risikofaktorer og alternative scenarier. Det gjør det lettere å danne seg en oppfatning om hvilke investeringer som kan representere god risikojustert avkastning (risk/reward).

I likhet med det store flertallet bommet vi på den makroøkonomiske utviklingen i 2020. Riktignok anslo vi noe lavere vekst enn for eksempel IMF, og skrev at «det er fare for at den langvarige oppgangskonjunktoren går mot slutten». Vi anslo også at risikoen ift. vårt hovedscenario var størst på nedsiden. Men det nye koronaviruset var ikke særlig fremtredende i våre krystallkuler.

For 2021 anser vi de største risikofaktorene til å være:

- Covid-19: Mutasjon, utbrudd og forsinket vaksineutrudd
- Inflasjonen øker
- Lange renter stiger

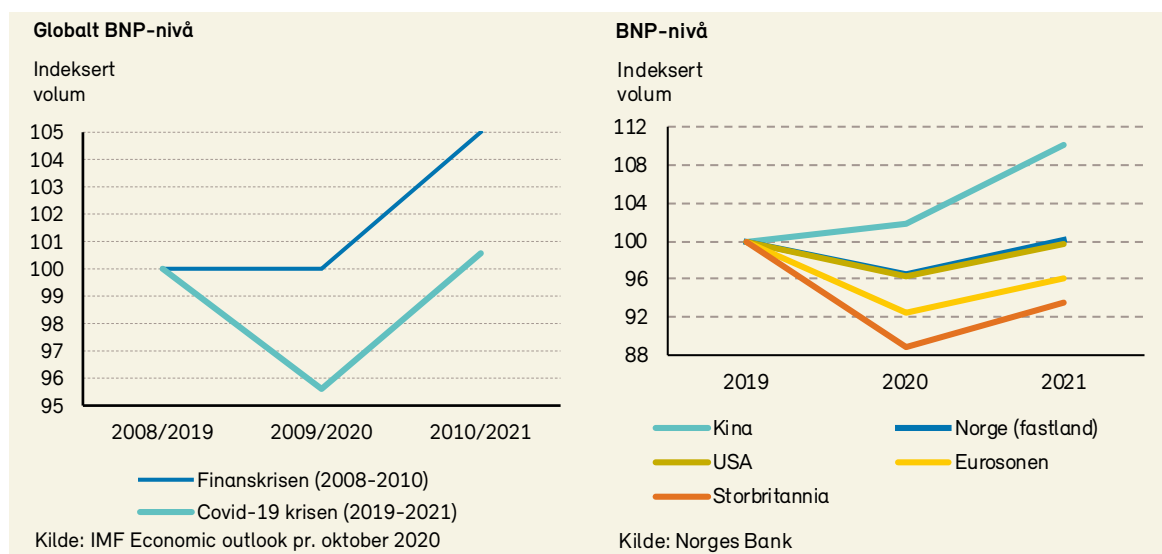
- Finansielle forhold svekkes
- Støttetiltak trekkes tilbake for tidlig
- Økt gjeld viser seg vanskelig å betjene
- Antall konkurser øker, spesielt i SMB-segmentet
- Oljeprisen faller, og OPEC-samarbeidet slår sprekker
- Skattene økes (i USA)
- Sosial uro øker
- Geopolitiske spenninger øker
- Handelspolitikken forverres
- En ny «sort svane»

De enorme offentlige tiltakene som ble iverksatt i 2020 er ikke bare positive. Medaljens bakside er blant annet store budsjettunderskudd og økt statlig gjeld. Statlige underskudd ser ifølge IMF ut til å ha økt med ni prosent i gjennomsnitt i 2020. På global basis er statlig gjeld dermed kommet opp i nærmere 100 prosent av BNP, som er rekordhøyt. Gjeldsrekorder er satt for både utviklede og fremvoksende økonomier.

Privat gjeld har også økt betydelig. Som andel av BNP har den private gjelden i G20-landene økt til rekordhøye 149 prosent, ifølge IMF.

De urovekkende høye gjeldsnivåene øker verdensøkonomiens sårbarhet mot nye sjokk, og kan skape store utfordringer dersom rentenivåene skulle stige eller den økonomiske veksten falle.

En interessant utvikling i 2020 var at en stor andel av den nye statsgjelden ble kjøpt opp av sentralbankene. I USA, Eurosonen og Japan kjøpte sentralbankene statspapirer tilsvarende



50–75% av nyutstedt statlig gjeld, ifølge IMF. Dette reflekteres i en kraftig økning i sentralbankenes balanser, og kan innebære at store deler av gjelden er i ferd med å bli «monetarisert» (ref. «debt monetization»).

Forskjellen mellom kvantitative lettelser (verdipapirkjøp, også kalt “QE”) og monetarisering er ikke stor. QE skal i teorien redusere lånekostnadene for hele økonomien og ikke bare staten. Men QE har utvilsomt senket statens lånekostnader betydelig. QE skal dessuten være midlertidig, men sentralbankbalansene har ikke blitt nevneverdig redusert siden QE ble iverksatt under finanskrisen for drøye ti år siden.

Den amerikanske stat har ikke lov til å trykke penger selv. Ved å utstede gjeld som sentralbanken deretter kjøper i annenhåndsmarkedet, er man på grensen til brudd med doktrinen om en uavhengig sentralbank. At Feds tidligere sentralbanksjef Janet Yellen nå er blitt finansminister, øker nok sannsynligheten for at vi får se karikaturer av politikere og regjeringsmedlemmer med minst en hånd på sentralbankens seddelpresse.

I den sammenheng blir det interessant å se hvordan Kongressens finanspolitiske pakker vil bli finansiert. (Før nyttår ble det vedtatt en pakke på 900 milliarder dollar, og nå ser det ut til at en enda større pakke er på vei). Man skulle kanskje tro at en finanspolitisk stimulans av slike dimensjoner ville gi så stor økonomisk effekt at sentralbanken ikke ville se noe behov for å stimulere gjennom kvantitative lettelser i tillegg. Enkelte analytikere mener imidlertid at sentralbanken vil respondere med å

kjøre enda flere amerikanske statsobligasjoner, for å bidra til finansieringen av pakken.

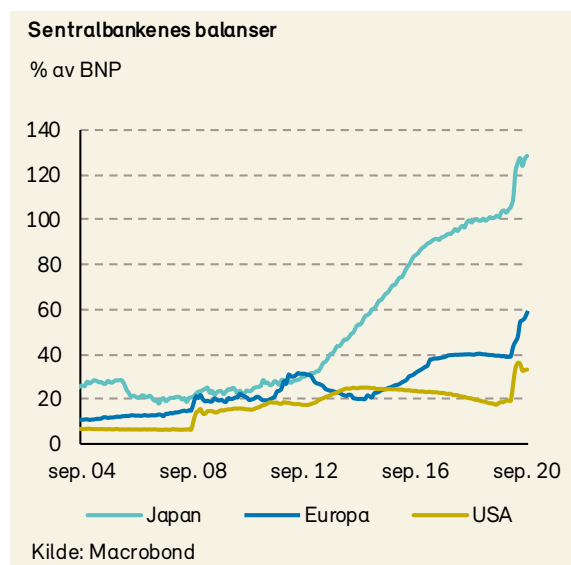
Bruk av seddelpressen blir vanligvis ansett for å øke risikoen for ukontrollert inflasjon. Kombinert med ideen om at stater med høy gjeld gjerne forsøker å «inflatere seg ut av» gjeldsproblemene, kan man kanskje spørre seg om økt inflasjon faktisk er ett av målene ved dagens politikk. Vi tror ikke det er tilfellet, og heller ikke at det er ønskelig, blant annet fordi økt inflasjon vil kunne svekke kapitalmarkedene. Snarere tror vi at dagens metode med begrenset monetarisering av statsgjelden vil kunne fortsette. Japan har vist at det er mulig å operere med en betydelig høyere statsgjeld (nær 250% av BNP) enn hva USA og Europa har. Balansen til den japanske sentralbanken, målt som andel av BNP, er to-tre ganger så stor som i USA og Eurosonen. For den japanske stat er det viktig at renten på gjelden holder seg lav over tid, slik at rentekostnadene begrenses.

Vi tror at Japans pengetrykkingsmetode fremstår som en mer sannsynlig mal for USA og Eurosonens finans- og pengepolitikk fremover, enn at statene med vitende og vilje forsøker å inflatere seg ut av gjeldsklemmen. Etter at koronakrisen er tilbakelagt, ser vi for oss at en gradvis nedbetaling av gjeld, kombinert med vekst i BNP, vil kunne bringe gjeldsgraden ned – men det vil ta tid.

En kombinasjon av ulike metoder er også mulig. Etter andre verdenskrig kom statsgjelden ned som følge av høy skatt på kapital, samt inflasjon og finansiell undertrykkelse (dvs. innenlandske investorer ble tvunget til å eie gjeld til lav rente). En baby-boom og en rask økning i utdannelse bidro dessuten til god økonomisk vekst.

Et skrekksenario er at pengetrykkingen fører til at tilstrekkelig mange mister tilliten til pengenes verdi og hele det finansielle systemet. At «alternativ-valutaen» Bitcoin har steget kraftig i verdi det siste året, kan være et uttrykk for tiltagende mistillit og for at inflasjonsforventningene er på vei opp. Det er likevel vår vurdering at et slikt scenario ikke er særlig sannsynlig.

Antall konkurser i 2020 var klart lavere enn hva man skulle tro, gitt nedstengningen av samfunnet. Faktisk var antallet lavere enn det har vært de siste fem årene. Det gjenstår å se om man ved hjelp av støttetiltakene har klart å forhindre et stort antall



konkurser, eller om man bare har forsinket dem.

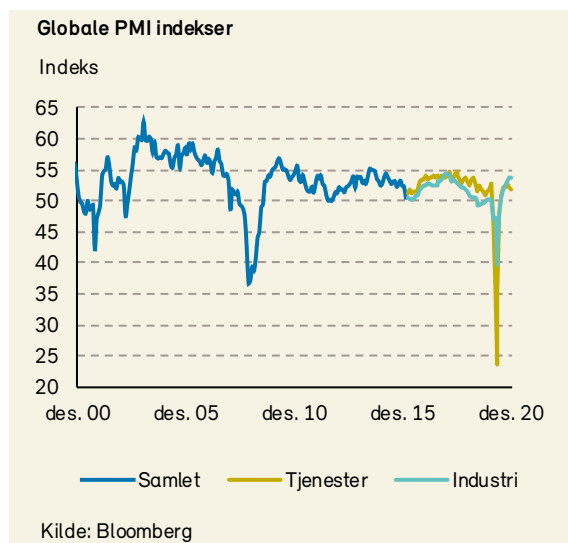
Når det gjelder det regionale vekstbildet, ventes det betydelig variasjon mellom de store økonomiene også i 2021. Mens Kina ligger an til en vekst på hele 8%, ligger USA, Eurosonen og Japan an til vekst på 3–4%. Vekstforskjellene ligger riktignok an til å bli mindre enn de var i 2020, da Kina vokste med 2%, mens Eurosonen falt med 7%.

USAs lengste oppgangskonjunktur i moderne tid fikk en brå slutt i fjor. Offisielle tall fra NBER viser at den varte i ti år og åtte måneder. Den gamle rekorden var på nøyaktig ti år, fra perioden frem til mars 2001. Ifølge Bloomberg venter økonomene at veksten i USA vil stige fra -3,5% i 2020, til 4,1% i 2021 og 3,4% i 2022. Den kvartalsvise veksten utover i 2021 ventes å tilta, fra 2,3% annualisert i første kvartal 2021 til 4,7% i tredje kvartal.

I Eurosonen venter økonomene ifølge Bloomberg at veksten stiger fra -7,3% i 2020 til 4,3% i 2021 og 3,9% i 2022. Det ventes at farten inn i 2021 er svak, med et ikke-annualisert fall i fjerde kvartal 2020 på 2,3% og bare 0,4% vekst i første kvartal 2021. For resten av 2021 ventes det imidlertid god vekst, med kvartalsvise vekstrater mellom 1,1% og 2,2%.

I Japan ventes det at veksten stiger fra -5,3% i 2020 til 2,6% i 2021 og 1,9% i 2022. Etter et antatt fall i første kvartal på 1,6% annualisert, ventes det vekst på ca 4% ut året.

I Kina ventes det at veksten stiger fra 2,1% i 2020 til 8,2% i 2021 og 5,5% i 2022.



Det største vekstoppssvinget ventes i India, der veksten ifølge IMF vil stige fra -10,3% i 2020 til +8,8% i 2021.

Nordisk økonomi

“De nordiske økonomiene vil gjenopprette veksten i 2021, drevet av økt privat og offentlig forbruk”

– FocusEconomics, desember 2020

Den økonomiske utviklingen i Norden var sterkt preget av koronaviruset i 2020. Spesielt servicesektoren ble hardt rammet. Andre segmenter, som hus og hjem, har opplevd voldsom vekst, drevet av endret forbruksmønster og relativt lav arbeidsledighet. De små, nordiske økonomiene har vist sin tilpasningsdyktighet, og klart seg langt bedre enn øvrige land i Europa. Dette er trolig på grunn av solide sikkerhetsnett og myndighetenes evne og vilje til å utøve motkonjunkturpolitikk. For 2021 forventer vi at de nordiske økonomiene fortsatt vil påvirkes av pandemien. Virusets andre smittebølge er fortsatt ikke fullstendig under kontroll, og tiltak vil gi sosiale begrensninger og redusert økonomisk aktivitet. Det er derfor vår forventning at inntil vaksinen er utrullet, vil de nordiske landene oppleve en «start-stopp»-hverdag, der antydninger til høyt smittetall vil bli slått hardt ned på.

Etter hvert som befolkningen vaksineres, venter vi en sterk forbedring i økonomiske nøkkeltall og redusert arbeidsledighet. Hvor raskt realøkonomien kommer tilbake er imidlertid avhengig av vaksinens utrullingshastighet og størrelsen på myndighetenes tiltakspakker. Veksten i Sverige og Finland vil drives av eksport av industrivarer, mens dansk eksport er mindre konjunkturutsatt og ikke vil få samme sykliske opptur.

Svensk økonomi falt i overkant av 3% i 2020, ned fra en mager vekst på 1% i 2019. Vi forventer en reversering av veksten i 2021, med ~3% oppgang i BNP, drevet hovedsakelig av finansielle stimulansepakker og løftede restriksjoner. Veksten vil imidlertid ikke være sterk nok til å bringe Sverige tilbake til trendveksten pre-korona.

Riksbanken vil trolig utvide sitt verdipapirkjøpsprogram, men holde renten uendret på 0%. Arbeidsledigheten har steget dramatisk

gjennom koronakrisen, men ventes å falle fra det estimerte toppnivået på omtrent 9% i februar 2021. Forventningen er at ledigheten på sikt kommer ned til 7-8%, omtrent 0,5-1,0% prosentpoeng høyere enn før virusutbruddet. Ledige ressurser vil øke vekstpotensialet i svensk økonomi.

Svensk eksport og industriproduksjon ble først hardt rammet av koronaviruset, men kom raskt tilbake og tok igjen vårens tap i løpet av året. Tross negative utsikter har segmentene klart seg godt, antageligvis som en følge av virusets virkning på tjenestesektoren. Husholdninger har måttet vri sitt konsum fra tjenester til varer, blant annet biler og handelsvarer over nett. Det har gitt en enorm etterspørselseffekt for industrivarer. Denne effekten skiller seg markant fra tidligere kriser, hvor etterspørselen etter varer er det som faller mest.

Vi forventer at reiserelatert virksomhet vil oppleve sterk etterspørsel og vokse betydelig raskere enn tradisjonell eksport og industriproduksjon. Husholdningene bidrag kommer fra ønsket om å vri konsumet fra hus og hjem til opplevelser. Mange privatpersoner har brukt koronakrisen til å spare, og vi venter derfor at svensk og internasjonal turisme relativt raskt vil returnere til pre-korona-nivåer når reiserestriksjonene løftes. Vi tror imidlertid ikke andelen forretningsreisende vil komme tilbake til tidligere nivåer, da nye kommunikasjonskanaler og kostnadseffektive løsninger vil overta. Ekspertene antar en reduksjon i jobbreiser på 10-20%, omtrent 3-5% av totale reiser. I tillegg utgjør forretningsreisende cirka en tredjedel av hotell- og restaurantsegmentet. Det er en risiko for at nedturen i disse segmentene vil være av permanent karakter.

Dansk økonomi falt anslagvis 4% i 2021, omtrent på linje med sine nordiske naboland. Antagelsen om at dansk eksport av legemidler

og landbruksvarer ville gjøre landet mindre konjunkturutsatt viste seg ikke å stemme ved denne krisen. Rekylen i den danske økonomien har imidlertid vært sterkere enn forventet, og for 2021 ventes BNP å vokse 3-4%.

Arbeidsledigheten estimeres til å toppe rundt 6%, godt under det høyeste observerte nivået fra den globale finanskrisen. Det er ventet at privat konsum vil bidra sterkt i BNP-veksten i 2021. Konsumentene er skeptiske til nasjonaløkonomien, men overraskende positive til sin egen finansielle situasjon, hvilket har drevet opp etterspørselen etter blant annet handelsvarer og eiendom. Sistnevnte fører til økt aktivitet i bygg- og anleggssektoren. Danskenes vilje til å bruke penger reflekterer imidlertid ikke høye forventninger til lønnsvekst, da den anslås til ca. 2% det kommende året.

Den danske kronen har styrket seg mot euroen, og følger det samme mønsteret som i 2008 da den danske nasjonalbanken etter en initial kollaps satte opp rentene for å forsvare kroneverdien. Dersom ECB kommer med ytterligere pengepolitiske lettelse i 2021, forventer vi at danskene følger etter.

Finsk økonomi klarte seg over forventning gjennom koronakrisen, med et BNP-fall på anslagvis 4 prosent. Dessverre virker oppturen å bli svakere enn nabolandenes, grunnet strukturelle svakheter i økonomien. BNP-veksten ventes ikke å bli høyere enn rundt 2-3% i 2021.

Problemet med finsk økonomi er hovedsakelig ingen eller lav vekst i produktivitet og en stadig fallende andel arbeidsføre. I 2019 var produktiviteten falt til 2007-nivå, og finnene er folkeslaget i Europa med nest eldst arbeidsstyrke, etter Italia. Disse utfordringene er svært

Økonomiske nøkkeltall

	Sverige		Danmark		Finland		Norge	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
BNP-vekst	-3.4	3.3	-3.9	3.5	-4.3	2.9	-3.4	3.3
Arbeidsledighet	8.8	9.2	6.1	5.8	7.9	7.7	4.7	4.4
Lønnsvekst	1.6	2.3	1.0	1.7	2.1	1.0	1.9	2.5
Inflasjon	0.6	0.8	0.3	1.1	0.4	1.1	3.0	2.1
Styringsrente	0.0	0.0	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	0.0	0.0

Kilde: European Commission's Forecast Nov 2020, SEB Nordic Outlook 2021, Fondsfinans Kapitalforvaltning

komplekse, og vil påvirke Finlands økonomi i 2021. Motstykket, en ung og smidig arbeidsstyrke, vil klare seg langt bedre i økonomisk usikre tider.

Arbeidsledigheten i Finland ventes å være relativt flat i 2021, på nivået med utgangen av 2020 (8%). Ledigheten ventes ikke å få vesentlig drahjelp fra noen sektorer, og flere ledende indikatorer er på svært lave nivåer. Finsk eksport falt for eksempel 11% i 2020, og frykten er nå at 2021 også kan bli relativt svakt.

En av Finlands fordeler er den lave eksponeringen mot turisme, som kun utgjør 2-3% av BNP. Koronakrisen vil derfor ikke ha samme negative påvirkning i 2021 som for mange andre land. Innbyggerne har spart gjennom krisen, og ventes å øke pengebruken med 3-4% i 2021.

Eiendomsprisene har vært i en fallende trend siden 2018. Bygge- og anleggsprosjekter settes på vent i håp om at økonomien bedrer seg. I tillegg påvirkes husholdningenes gjeldsopptak negativt, da innbyggerne ikke kan låne opp på stigende eiendelsverdier.

På bakgrunn av strukturelle økonomiske problemer og koronavirusets herjinger, er det vår forventning at finske myndigheter gir finanspolitisk gass i 2021. Offentlig gjeld som andel av BNP er ventet å overstige 70% i 2021, opp fra 59% i 2019.

Norsk økonomi

Norsk økonomi har foreløpig klart seg relativt bra gjennom koronapandemien. SSB anslår at Fastlands-BNP falt med 3% i 2020. Fallet ble dempet blant annet av uttak fra Statens Pensjonsfond Utland («Oljefondet»), som muliggjorde motsyklisk finanspolitikk. Dette skiller Norge markant fra andre land i verden, som hovedsakelig må finansiere budsjettunderskudd med gjeld. Skattepakken for norsk sokkel medfører at investeringsnivået i petroleumssektoren blir høyere enn tidligere antatt, og vil bidra til at økonomien i Fastlands-Norge vokser minst like raskt som nabolandene. I tillegg er Johan Sverdrup-feltet nå i full produksjon, hvilket vil påvirke samlet BNP svært positivt. Vaksinerings og nedtrapping av smitteverntiltak vil antageligvis bidra til den kraftige gjeninnhenting i norsk økonomi.

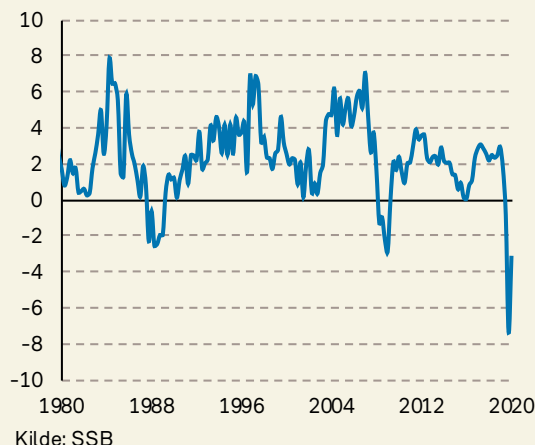
Ved årets start foretok Dagens Næringsliv (DN) en spørreundersøkelse blant seks profilerte samfunnsøkonomer om deres estimer for en del økonomiske tallstørrelser for 2021 (se tabell). I snitt forventer samfunnsøkonomene at veksten i Fastlands-BNP øker til 3,5% i 2021. Det er særlig forventninger om økt privat konsum som bidrar til det høye vekstanslaget for 2021. I store deler av 2020 hadde husholdningene begrensede forbruksmuligheter innen tjenester som kultur, restaurant, overnatting og transport. Dette førte til høy sparing gjennom fjoråret. Den høye sparingen gir rom for å øke forbruket langt mer enn inntektene i 2021.

Ifølge NAV toppet arbeidsledigheten på 10,7% ved utgangen av mars 2020. Da var 301.000 personer registrert som helt arbeidsledige. Dette er det høyeste antallet arbeidsledige siden andre verdenskrig. Deretter falt arbeidsledigheten i takt med gjenåpningen av samfunnet. Målt ved arbeidskraftundersøkelsen (AKU) var arbeidsledigheten 5,2% i oktober 2020. Samfunnsøkonomene forventer at arbeidsledigheten (målt ved AKU) faller til 4,7% i 2021. Til sammenligning var den gjennomsnittlige arbeidsledigheten i perioden 2000-2019 på 3,8%. Den høye arbeidsledigheten vil trolig bidra til at lønnsveksten holder seg forholdsvis lav i 2021. I snitt forventer samfunnsøkonomene en lønnsvekst på 2,4% i 2021.

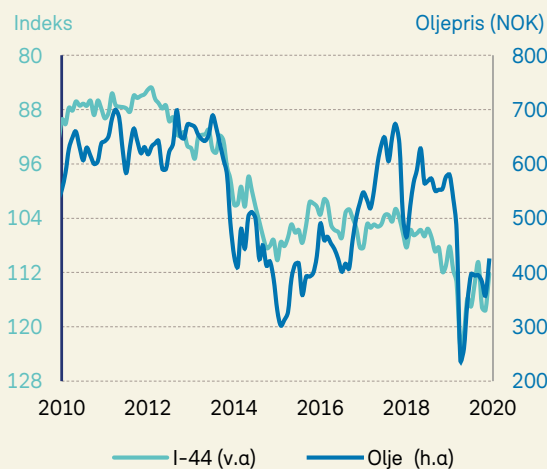
Fem av de seks samfunnsøkonomene i DNs spørreundersøkelse venter at Norges Bank holder styringsrenten uendret på 0% i 2021, mens én av samfunnsøkonomene venter en oppgang til

BNP fastlands-Norge

%-vis vekst



Importveid valutakursindeks (I-44) og oljepris



0,25%. Norges Banks prognose i Pengepolitisk rapport 4/20 indikerer en styringsrente på 0% i ett år, før den gradvis økes fra første halvår 2022. Lav økonomisk aktivitet og høy usikkerhet tilsier lave renter, mens en inflasjon over inflasjonsmålet og risiko for at finansielle ubalanser bygger seg opp tilsier en høyere rente.

Norske boligpriser har steget langt mer enn disponibel inntekt de siste 30 årene. Boligprisoppgangen har i stor grad sammenfalt med økt belåning i husholdningene. Gjeldsbelastningen i husholdningene er nå på et historisk høyt nivå. Den høye gjeldsbelastningen i husholdningene utgjør en sårbarhet i det finansielle systemet i Norge. En markert økning i rentenivået kan føre til at mange husholdninger reduserer forbruket samtidig.

Tolv månedersveksten i boligprisene var 7,8% i november. Lavere boliglånsrenter og lettelse i boliglånsforskriften har trolig bidratt positivt til boligprisveksten. Begrensede

forbruksmuligheter og økt behov for hjemmekontor kan også ha bidratt positivt. I snitt forventer samfunnsøkonomene at boligprisene øker med 6,2% i 2021.

I løpet av 2020 var det store svingninger i kronekursen. Kronekursen falt til rekordsvake nivåer under uroen i finansmarkedet i mars (målt ved den importveide kronekursindeksen I-44). Deretter styrket kronen seg betydelig mot de fleste valutaer. Svingningene i kronekursen har i stor grad reflektert utviklingen i oljeprisen og risikosentimentet i finansmarkedet. Sammenlignet med valutakursene ved årets start, svekket den norske kronen seg 7% mot euro og styrket seg 2% mot amerikanske dollar. I snitt forventer samfunnsøkonomene at kronekursen styrker seg i 2021 og at EUR/NOK faller fra 10,5 til 10,1 i løpet av året. Det er spesielt utsikter til økt rentedifferanse mot Norges handelspartnere som forventes å styrke kronen.

Olje og fornybar energi

I fjorårets Økonomiske Utsikter la vi til grunn en oljepris på 55–72 dollar per fat i 2020. Dette estimatet sto seg ikke i mange uker før pandemien var over oss. I mars/april stoppet den økonomiske aktiviteten i verden nærmest helt opp og oljeetterspørselen falt kraftig. Gjennom andre halvår av 2020 har vi sett at OPEC+-landene med sine kuttavtaler har klart å få «kontroll» på oljeprisen. Med et verdenssamfunn som vender tilbake til normalen tror vi på økt oljeetterspørsel i 2021. De store volumene holdt tilbake fra OPEC+-landene vil være et tak på hvor mye oljeprisen kan stige. For 2021 tror vi at oljeprisen kommer til å ligge i intervallet mellom 47 og 65 dollar per fat. Vi tror på en høyere oljepris (brent) i andre enn første halvår.

Norsk økonomi i 2021 – 6 økonomers svar

Variabel	Enhet	Gj.sn.	Lav	Høy
BNP – Fastlands-Norge	% Δ	3.5	2.5	4.0
Oljepris Brent utgang 2021	USD/fat	58	50	65
Gj.sn. arbeidsledighet (AKU)	%	4.7	4.3	5.0
Årslønn	% Δ	2.4	2.0	2.5
Gj.sn. boligpriser	% Δ	6.2	4.8	8.0
Sentralbankrente utgang 2021	%	0.04	0.00	0.25
Europriis utgang 2021	EUR/NOK	10.09	9.50	10.50

Kilde: Dagens Næringsliv

Ifølge IEA falt den globale oljeetterspørselen med rundt 23 millioner fat per dag i mars og april. Rundt 20. april var brent-oljeprisen på under USD 16 per fat, for første gang på 2000-tallet. Etter at verdenssamfunnet åpnet opp, bedret oljeetterspørsel seg. IEA anslår at oljeetterspørselen i 2020 var nesten 9 millioner fat lavere enn i 2019. I 2021 forventer vi at oljeetterspørselen vil fortsette å ta seg opp. I skrivende stund er verden på vei inn en ny runde med koronarestriksjoner, og oljemarkedet vil antageligvis være noe svakere de nærmeste månedene. IEA forventer at ikke-OECD land vil ta igjen den tapte oljeetterspørselen i løpet av 2021. Det vil nok ta noe lenger tid før OECD landene er tilbake på 2019-nivå for oljeetterspørsel.

OPEC+ -landene (OPEC & Russland) besluttet i april 2020 å kutte så mye som 10 millioner fat per dag for å stabilisere oljeprisen. Siden har det vært flere revideringer av kuttavtalen. På kartellets siste møte i januar 2021 ble det enighet om å kutte ca. 8 millioner fat per dag. OPEC+-landene har vist en overaskende høy vilje til å overholde kuttavtalene gjennom 2020. Dette tror vi også vil fortsette i 2021. Skulle vi få en økning av amerikansk skiferolje tror vi samholdet blant OPEC+-landene vil slå sprekker.

USA produserte ca. 13 millioner fat olje ved slutten av 2019. Siste produksjonstall fra Energy Information Administration (EIA) viser at USA nå produserer ca. 11 millioner fat. EIA mener at den gjennomsnittlige oljeproduksjonen i USA kommer til å være lavere i 2021 enn hva den var i 2020. Fallende oljeproduksjon i USA og OPEC+-

landene har naturlig nok ført til mindre naturgassproduksjon. Prisene i USA (Henry Hub) har holdt seg relativt svake gjennom store deler av 2020. Vi tror de generelt høye lagrene i USA og Europa vil ligge som et tak på hvor høye gasspriser vi kan få, men venter likevel høyere gasspriser for 2021 enn i 2020.

Kostnaden på fornybar energi fortsetter å falle. Ifølge Lazard er de beste landbaserte vind- og solprosjektene nå billigere enn gjennomsnittet av eksisterende kull-, gass- og atomkraftverk i USA. Ifølge det internasjonale energibyrået (IEA) er kostnadene for havvind nå godt under USD 100 per megawatt (ca. 85 øre per kilowatt). Dermed er også havvind-prosjekter konkurransedyktige med fossile alternativer.

Ifølge IEA så sto fornybare kilder for 90% av all ny strømkapasitet som ble installert i verden i 2020. Mange prosjekter som ikke ble gjennomført i 2020 grunnet koronasituasjonen vil bli gjennomført i 2021. Vi forventer derfor et sterkt år for fornybar energi også i 2021.

Karbonprisene i Europa falt kraftig samtidig med nedstengningen av samfunnet i mars og april. Med lavere økonomisk aktivitet ble det også unødvendig for bedrifter å kjøpe kvoter for utslipp. Med gjenåpningen av samfunnet har karbonprisene økt, og er i skrivende stund på sitt høyeste nivå noensinne, med ca. 35 euro per tonn. Ifølge en undersøkelse utført av Reuters, forventes en gjennomsnittlig karbonpris på nærmere 38 euro per tonn i 2021.

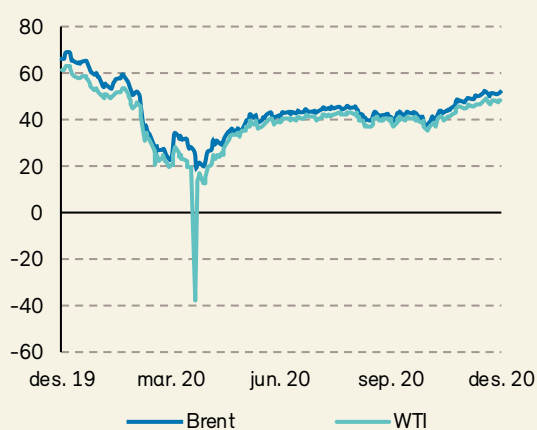
Europeiske karbonpriser siste 5 år

EUR/tonn CO₂

Kilde: Bloomberg

Oljepris siste år

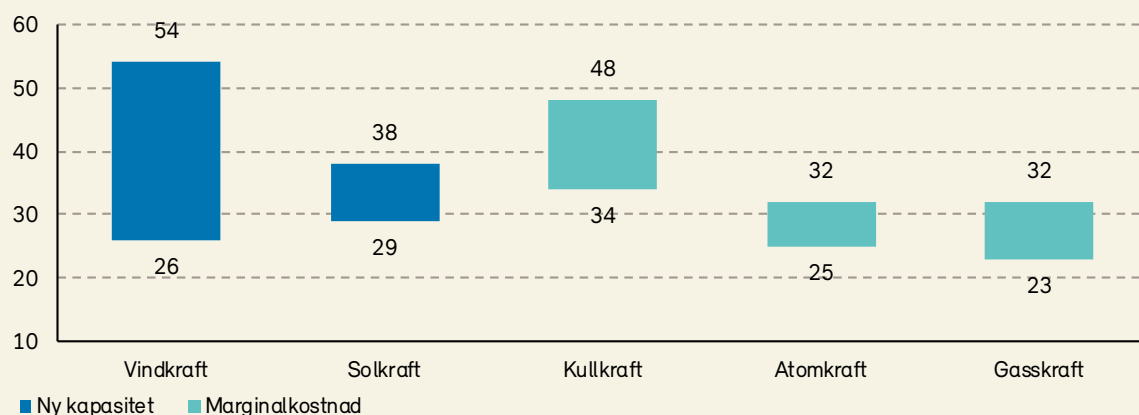
USD/fat



Kilde: Bloomberg

Nåværende kostnad for forskjellige krafttyper i USA, uten subsidier

USD/MWh



Kilde: Lazard

Råvarer

I 2020 steg de fleste råvarepriser, målt i amerikanske dollar. Rogers metallindeks steg med 21%, mens Rogers jordbruksindeks steg med 17%. Etterspørselen etter industrimetaller har steget som følge av at kinesisk økonomi kom raskt tilbake etter nedstengningene. Detaljhandelen har vært svært sterk både i USA og Europa på tross av korona og dette har holdt etterspørselen etter industrimetaller oppe gjennom året. Vi tror på en fortsatt sterk detaljhandel i starten av 2021, en positiv driver for etterspørselen etter industrimetaller. Vi tror derimot at etterspørselen kan falle noe utover året, når konsumet antageligvis vris mot tjenestesektoren.

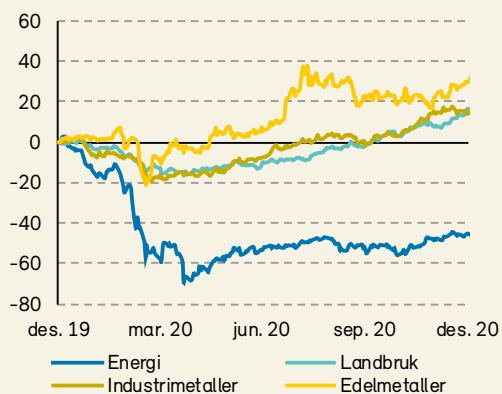
Verdensbanken mener prisene på viktige metaller som kobber og aluminium kommer til å stige noe også i 2021. Kobber og aluminium har langsiktige drivere, da dette er metaller som opplever økt etterspørsel som følge av det grønne skiftet. Ifølge Goldman Sachs har de store stimulansepakkene fra USA og Europa ført til kraftig oppblomstring av global handel. Dette har i første rekke ledet til en sterk økning i Kinesisk industri og eksport, som videre har ført til de høyeste containerskip-ratene ut av Kina siden finanskrisen. Økning i Kinesisk produksjon har vært en viktig driver for de sterke metallprisene vi har hatt i 2020. Videre mener Goldman Sachs at ordrereservene i flere vestlige land er rekordhøy samtidig som lagre av ferdige varer er lave. Dette kan være en driver for fortsatt sterk metalletterspørsel i 2021.

Edelmetaller hadde en svært sterk utvikling i 2020. Spesielt gull (24%) og sølv (47%) steg kraftig i fjor. Mye kan tillegges at edelmetaller og spesielt gull blir sett på som en trygg havn når markedene er urolige. Vi ser ikke de samme driverne for edelmetallprisene i 2021 og tror derfor på en flat utvikling for disse metallene. Hvis vi derimot ser at frykten for stigende inflasjon øker, vil investorene kunne «rømme» til gull.

Ifølge flere analytikere er værphenomenet La Niña ventet å bli svært kraftig i vinter. Dette vil føre til kaldere vær over deler av verden og vil være negativt for matvareproduksjonen. Historisk har vi sett at prisene på jordbruksvarer stiger i år med La Niña. Det er også relativt lave lagre av f.eks. mais og soya. Vi tror at prisene på jordbruksvarer vil

Rogers råvareindekser

% endring (USD)



Kilde: Bloomberg

øke noe i 2021, men som vanlig vil det være store forskjeller mellom de ulike segmentene.

Inflasjon, renter og valuta

Nå som koronaviruset antageligvis er i ferd med å bli bekjempet, er det store spørsmålet om inflasjonen vil å øke så mye at rentene stiger.

I utgangspunktet er inflasjonen lav. Kjerneinflasjonen er 1,4% i USA (PCE), mens den er 0,2% i Eurosonen (KPI). Dette er klart under inflasjonsmålene på rundt 2%. Samlet inflasjon ligger enda lavere, takket være det kraftige fallet i energiprisene i fjor.

Energiprisene er imidlertid på vei oppover, og bidrar nå til økt inflasjon. I april vil årsveksten i energiprisene i Eurosonen trolig komme opp i 30-40%, hovedsakelig pga. såkalte base-effekter. En økning i den tyske momsen, som ble midlertidig kuttet i fjor (med 3pp), vil ved inngangen til 2021 trekke i samme retning. Samlet inflasjon vil dermed trolig komme opp i nesten fire prosent i april.

Den sterke veksten i etterspørsel som vil komme etter hvert som Covid-19 blir nedkjempet, vil trekke inflasjonen opp. Det kan ikke utelukkes at pandemien vil få en rask slutt, drevet av vaksiner og varmt vårvær. Dersom de enorme finanspolitiske pakkene i tillegg viser seg å ha en sterkere effekt enn antatt, kan resultatet bli en voldsom vekst i etterspørselen. Det er dessuten risiko for at næringer som har vært utilgjengelige eller stengt ned ikke har kapasitet til å dekke etterspørselen, uten en markant økning i prisene.

Federal Reserve endret i fjor inflasjonsmålet og vil nå tolerere høyere inflasjon enn 2%, dersom inflasjonen i forkant har vært lavere. Det nye målet er altså at inflasjonen skal være 2% over tid. Dette innebærer at Fed vil tolerere inflasjon over 2% i perioden som kommer.

I tillegg har bruk av seddelpressen skapt enorme mengder med likviditet. Pengemengden M2 har aldri steget så raskt som nå (26% å/å), og veksten er klart raskere enn under inflasjonsperioden på 1970-tallet. Dersom omløpshastigheten øker igjen, vil den høye pengemengden kunne skape prispress.

Tross disse argumentene for økt inflasjon, tror vi at

inflasjonen vil holde seg moderat. Det er mye slakk i økonomien, blant annet mange arbeidsledige som vil være forsiktige med å bruke penger selv om de etter hvert skulle komme i jobb. Den høye ledigheten tilsier dessuten at lønnsveksten blir lav. Takket være få konkurser tror vi at tilbudssiden vil respondere godt på en økning i etterspørselen.

Noen hevder at korona-nedturen var så kort at den påfølgende oppturen også vil bli kort. Vi legger imidlertid vekt på at den økonomiske aktiviteten ikke vil komme tilbake til pre-korona trenden før om flere år, og at det vil være ledig kapasitet i økonomien de nærmeste par årene.

Økte energipriser vil nok kun resultere i en forbigående oppgang i inflasjonen. Det er i tråd med den rådende konsensusoppfatningen blant økonomer.

Økonomer som Bloomberg har spurt, venter også at inflasjonen i USA og Eurosonen vil være under kontroll fremover. I USA ventes inflasjon (PCE) på 1,7% i 2021 og 2,0% i 2022. I Eurosonen ventes KPI-inflasjon på hhv. 0,9% og 1,1% i disse to årene.

Det er krevende å anslå det fremtidige inflasjonspresset gitt de store endringene i flere relevante variabler. Vi synes likevel at mye peker i retning av et såkalt gullhår-scenario i 2021 og trolig 2022, dvs. at det blir lav-til-moderat inflasjon uten behov for renteoppgang de fleste steder.

Dersom inflasjonen mot formodning viser seg å bli noe høyere enn ventet, er det godt mulig at sentralbankene vil velge å ignorere det. Det kan de velge å gjøre blant annet av hensyn til den økonomiske aktiviteten, kapitalmarkedene og ikke minst statens utgifter til rentebetjening. De siste signalene fra sentralbankene gir ingen grunn til å frykte en snarlig innstramning i pengepolitikken.

Den amerikanske sentralbanken, som i fjor kuttet styringsrenten til null (fra 1,5%) og gjennomførte enorme verdipapirkjøp (drøye 3000 mrd. USD) for å holde liv i økonomien og kapitalmarkedene, varslet på sitt møte i desember at det ikke ligger an til endringer i pengepolitikken med det første. Flertallet i rentekomiteen ser ikke for seg noen renteøkning før tidligst i 2024, mens et mindretall tror på renteoppgang i 2023.

Federal Reserve vil fortsette å kjøpe verdipapirer

for 120 mrd. USD per måned, fordelt på 80 mrd. i statspapirer og 40 mrd. i verdipapirer med pantelån (MBS). Kjøpene vil fortsette inntil man er kommet nærmere målene om sysselsettings- og prisstabilitet. Fed venter at arbeidsledigheten faller under sitt langsiktige nivå i 2023, uten at inflasjonen på det tidspunktet ventes å overstige målet.

Den europeiske sentralbanken kuttet ikke renten i fjor, men det var utelukkende fordi innskuddsrenten allerede var kommet godt ned i negativt territorium (-0,5%). Sentralbanken klarte imidlertid å få pengemarkedsrenten ytterligere ned, til -0,6%. ECB innførte et dobbelrentesystem hvor bankene (under vilkår om å låne videre til privat sektor) kan få låne penger til en rente på -1% og plassere overskuddslikviditet til en rente på -0,5% eller høyere. ECB gjennomførte også betydelige kvantitative lettelser. ECBs pandemi-støttekjøpsprogram (PEPP) kom opp i hele 1850 mrd. euro, etter at det i desember ble utvidet med 500 mrd. euro og forlenget til mars 2022. Tiltakene som sikrer bankene billige lån (TLTRO) ble også forlenget med tolv måneder, til juni 2022.

Målt som andel av BNP, har ECBs verdipapirkjøp i 2020 vært klart mindre enn Feds. Inkludert andre fasiliteter, som TLTROs, økte imidlertid ECBs balanse klart mer enn Feds i løpet av årets syv første måneder. At ECB legger mindre vekt på verdipapirkjøp og større vekt på å tilby attraktive lånefasiliteter til bankene, skyldes blant annet at bankene i Europa står for en langt større del av

kredittgivningen enn hva tilfellet er i USA.

ECB venter at inflasjonen i 2023 vil ligge på 1,4%, som er under målet. Det tilsier at styringsrentene vil bli liggende lave lenge. Markedet venter at pengemarkedsrentene, som nå ligger under -0,5%, vil holde seg der i hele tre år til.

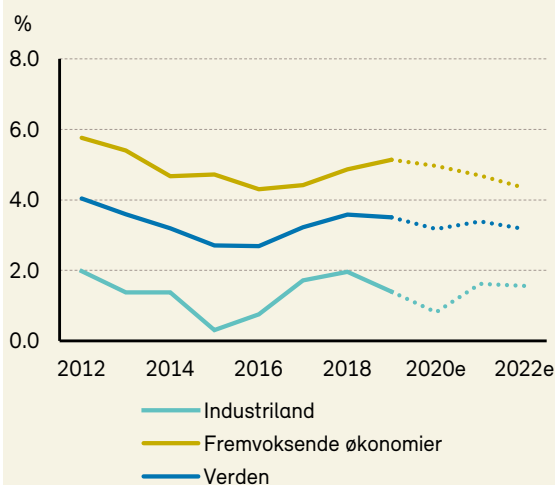
I vårt hovedscenario legger vi til grunn at hverken Federal Reserve eller ECB vil gjennomføre noen renteendringer i år eller neste år. Vi antar at den globale økonomiske veksten tar seg kraftig opp, men uten at det oppstår inflasjonspress.

Risikoen fremstår imidlertid som størst på oppsiden, og vi ser det som mer sannsynlig at det oppstår behov for innstrammingsiltak, enn det motsatte. Vi kan på ingen måte utelukke at vi kommer i en situasjon der de store sentralbankene vil vurdere inflasjonspresset til å være så høyt at de begynner å trappe ned verdipapirkjøpene allerede i 2021 og at styringsrentene heves allerede i 2022.

Lange renter har falt i 2020, som følge av den globale resesjonen. I USA falt renten på tiårs statsobligasjoner med 1,0%-poeng, til 0,9%, mens de tilsvarende tyske rentene falt med 0,3%-poeng, til -0,5%.

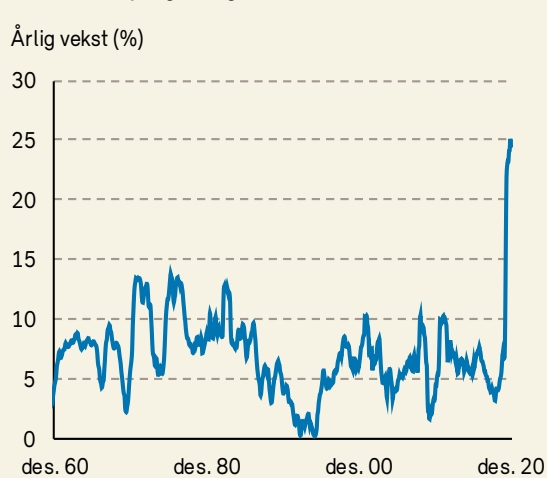
Vi venter ikke de helt store endringene i lange renter i 2021. I vårt hovedscenario stiger lange renter relativt forsiktig i 2021.

Global inflasjon



Kilde: IMF Economic outlook pr. oktober 2020

Amerikansk pengemengde (M2)



Kilde: Bloomberg

Det kan imidlertid ikke utelukkes at markedene etter hvert ser for seg at behovet for ultra-ekspansiv post-pandemisk pengepolitikk er sterkt overdrevet, og at lange renter derfor stiger mer markant.

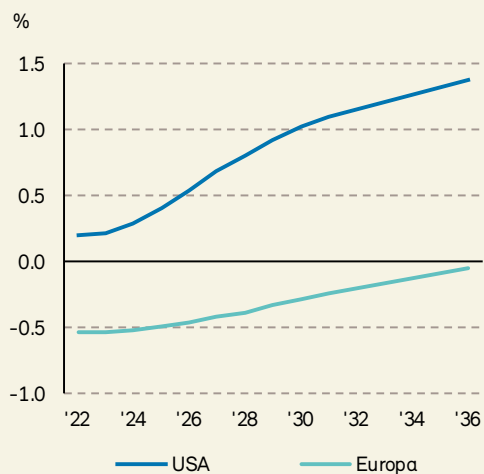
Det bør samtidig nevnes at en rekke faktorer kan ødelegge for det økonomiske oppsvinget. Det kanskje verst tenkelige eksempelet er en mutasjon av koronaviruset til en versjon som vaksinene ikke hjelper mot. Dersom det skulle skje, vil en ny krise være et faktum, og lange renter falle kraftig.

På valutafronten var det store bevegelser i 2020. Den amerikanske dollaren svekket seg med ni prosent mot euro for året som helhet. Den norske kronen gikk på en voldsom smell i mars, men hentet seg senere godt inn. Mot dollar kom kronen forsiktig styrket ut av året, mens den svekket seg med om lag seks prosent mot euro. Den svenske kronen styrket seg på sin side med om lag ti prosent mot den norske.

At euroen styrket seg mot USD og NOK skyldtes nok til dels at styringsrentene i USA og Norge ble kraftig redusert. Den norske kronen er dessuten kjent for å svekke seg i turbulente tider, og lavere oljepris trekker vanligvis i samme retning.

Britene inngikk en Brexit-avtale på tampen av 2020, uten at det ga noen stor reaksjon i det britiske pundets verdi. I løpet av 2020 svekket pundet seg med fem prosent mot euro.

Rentekurve

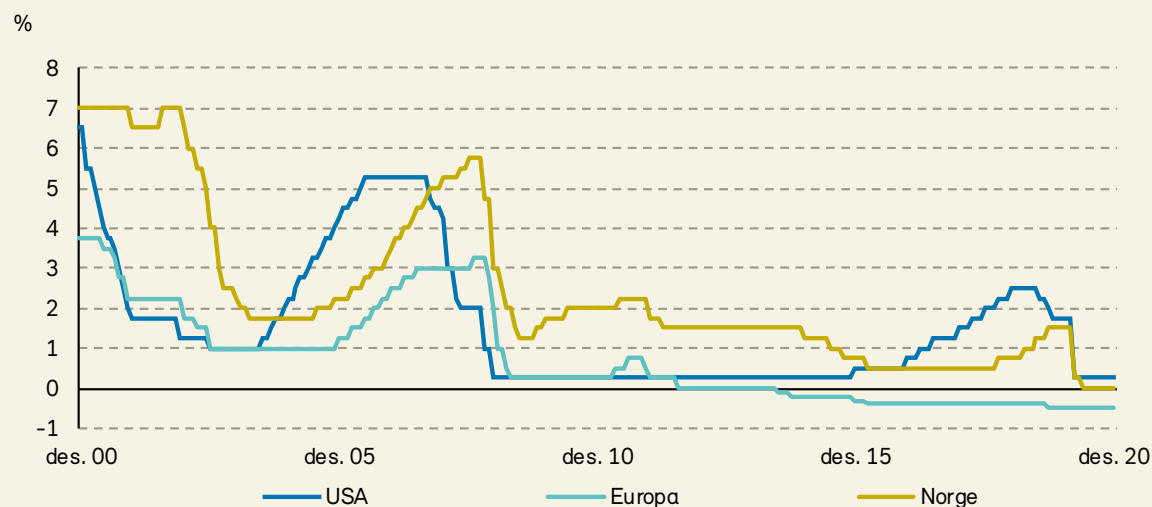


Kilde: Bloomberg (14.01.2021)

Fremover ligger det etter vårt syn ikke an til noen større endringer i styrkeforholdet mellom hovedvalutaene. Vårt hovedscenario tilsier at den økonomiske veksten vil ta seg godt opp utover i 2021. I de landene der rentehevinger eventuelt kommer på agendaen, vil valutaen kunne styrke seg.

Utsikter til relativt tidlig renteøkning fra Norges Bank, økt risikoappetitt i markedene og redusert nedside for oljeprisen, tilsier at kronen vil kunne styrke seg ytterligere. Dette på tross av at inflasjonen i Norge har ligget høyere enn i andre land.

Sentralbankrenter



Kilde: Bloomberg

Internasjonale aksjemarkeder

I fjor trodde vi på et svakt til moderat positivt år for aksjemarkedene i 2020, «så lenge politikerne ikke ødelegger».

Dette er også vårt utgangspunkt for 2021.

I vårt hovedscenario (med sannsynlighets-overvekt) vil globale aksjeverdier øke mellom 0% og 10%. Videre tror vi at europeiske aksjemarkeder i år vil kunne utvikle seg noe bedre enn det amerikanske markedet.

Før koronapandemien hadde økonomien og aksjemarkedet i USA en av de lengste oppgangsperiodene i historien. I 2020 snudde økonomien kraftig ned. Aksjemarkedet steg derimot i løpet av året. Vi tror det er viktig å vurdere årets forventninger til aksjemarkedene i sammenheng med fjorårets skjeve utvikling mellom realøkonomi og aksjemarked.

I 2020 steg dessuten den brede amerikanske S&P 500-indeksen +18% (målt i USD), mens selskapenes inntjening falt -17%. Dette vil etter vår mening virke begrensende for videre kursoppgang i 2021.

Oppgangen i aksjemarkedet har de siste årene vært sterkere enn vanlig, mens oppgangen i økonomien har vært noe svakere. Dette misforholdet i utvikling skyldes i hovedsak rekordlave renter, som følge av sentralbankenes pengepolitikk. Et mindre sannsynlig (men også mulig) utfall kan derfor være en nedgang i globale aksjekurser mellom -20% og -40%.

Koronaviruset skapte i 2020 den dypeste resesjonen siden andre verdenskrig. Den globale økonomiske gjeninnhenting vil i 2021 kunne bli god, om vaksinasjonsprogrammene lykkes og samfunnene blir åpnet opp.

Verden og aksjemarkedene har tilpasset seg en situasjon med et svært lavt rentenivå, og nasjoner, husholdninger og bedrifter har til dels svært høy gjeld. Det lave rentenivået beskytter betjeningsevnen, men sårbarheten ved økte renter er blitt stor. Dette gjelder i høy grad for aksjemarkedene.

Det amerikanske aksjemarkedet representerer 64% av verdiene i verdensindeksen (MSCI World

Index), og vil som vanlig spille en hovedrolle for den videre utviklingen i globale aksjemarkeder. Ved årsskiftet var forholdet mellom pris og inntjening for amerikanske aksjer 27,0 (P/E-ratio for S&P 500-indeksen). Dette nivået er nesten 60% (!) over historisk gjennomsnitt i de siste 30 årene. Det samlede aksjemarkedet i USA fremstår derfor som overpriset. Likevel kan vi ikke hevede at aksjeverdiene skal ned utelukkende basert på nivået. Dagens ekstremt lave renter tilsier en høyere prising av aksjer enn tidligere.

I 2021 forventer meglerhusene en inntjeningsvekst på 22% for S&P 500-selskapene. Selv om slike konsensusestimater har en tendens til å bli nedrevidert i løpet av året, synes forventninger å fremstå som oppnåelige. Vi tror imidlertid at de positive forventningene al resultatene allerede er priset inn i aksjekursene. Vårt hovedscenario er derfor en flat utvikling for det amerikanske aksjemarkedet i 2021.

I fjor var det europeiske aksjemarkedet (STOXX Europe 600) en av de få geografiske markeder med negativ avkastning (-1,5% i EUR). Samlet sett har det europeiske aksjemarkedet en stor vekt av sykliske sektorer, som ble spesielt hardt rammet da samfunnet stengte ned. Inntjeningen for selskapene i STOXX Europe 600-indeksen falt med mer enn -30% i 2020. I år forventer imidlertid analytikerne en opphenting, med inntjeningsvekst på +34% for de samme selskapene. Dette kan virke noe optimistisk. Men sett i lys av svak kursutvikling i 2020, tror vi den positive inntjeningsveksten i år vil bidra til at det europeiske aksjemarkedet gjør det bedre enn det amerikanske.

Det skal også nevnes at det i 2020 var store avkastningsforskjeller mellom de europeiske landenes markeder. Eksempelvis steg danske aksjer (OMX Copenhagen 25 Index) over +35%, mens den britiske FTSE 100-indeksen var ned -16% (begge målt i EUR). Også her kan deler av årsaken forklares med markedenes sektorsammensetting.

I fjor så vi en klar økning i kursvolatiliteten på verdens børser. Vår spådom er at volatiliteten (målt ved VIX indeksen) vil kunne fortsette rundt nivået vi så ved utgangen av 2020. Fremveksten av passivt forvaltede aksjefond sammen med sentralbankenes kvantitative lettelser, bidro til unormalt lav volatilitet i aksjemarkedene pre-korona. Passivt forvaltede indeks-fond følger per

definisjon en ren momentum-strategi.

De senere årene har vi observert at ulike beta-faktorer tidvis dominerer kursbildet. Spesielt tydelig var den sterke avkastningen i enkelte segmenter av markedet. Felles for aksjene som hadde sterkest kursutvikling i fjor, var forventningen om fremtidig vekst. Antall børsnoteringer nådde rekordnivåer, og fellesnevneren synes være at selskapene i stor grad prises basert på en fremtidig visjon. Enkelte vil selvfølgelig lykkes og bli fremtidens vinnere, men vi mener markedet underpriser risikoen forbundet med fremtidig suksess.

Et annet risikomoment ved dagens markedsklima er konsentrasjonen rundt noen få teknologigiganter. Ved årsslutt var de fem største vektene i verdensindeksen (MSCI World Index) amerikanske teknologiselskaper (Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon og Facebook). Siste 2 år har den teknologitunge NASDAQ-indeksen steget med nesten 100%, og P/E multiplene økt fra 24,3 til 41,7.

Teknologiselskapene defineres ofte som vekst-aksjer. De siste årene har vekst-aksjer i USA gjort det signifikant bedre enn verdi-aksjer. Verdi-aksjer tenderer imidlertid til å gjøre det bedre når amerikansk økonomi vokser saktere enn resten av verden (målt i USD). Vi tror derfor en relativt sett svakere vekst i amerikansk økonomi, kan utløse en sektorrotasjon fra vekst til verdi. Det lave rentenivå har også «presset» investorene ut på risikoskalaen. Dette har i de senere år medført kursoppgang for aksjer med rentepapir-liknende egenskaper

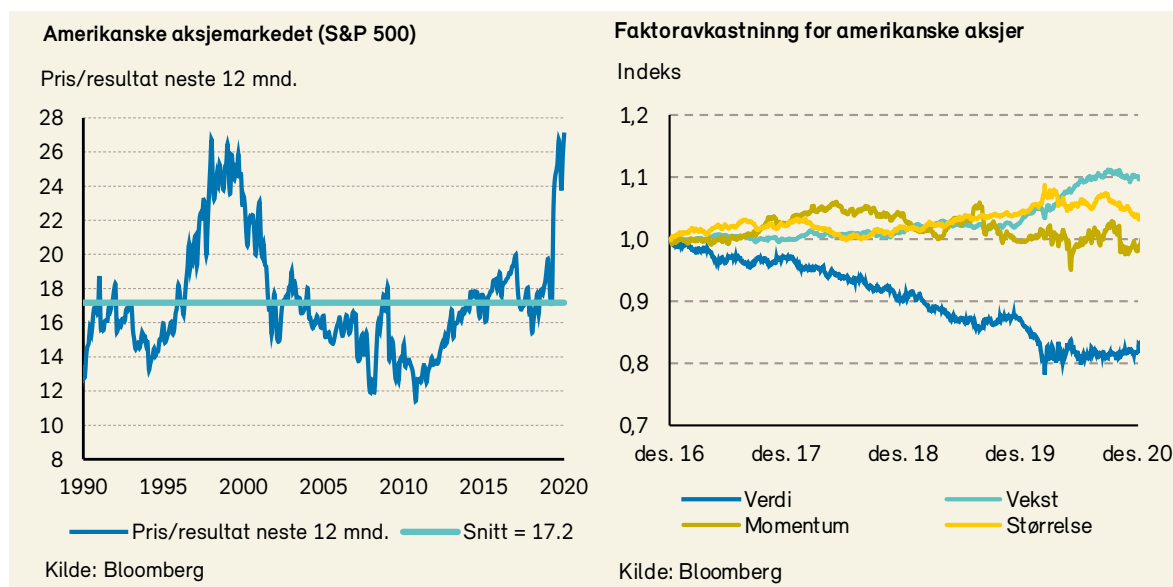
(bond-proxies). Trygghet søkes i store selskaper som rangerer høyt på kvalitets-faktoren, med lav kursvolatilitet og forutsigbar inntjening.

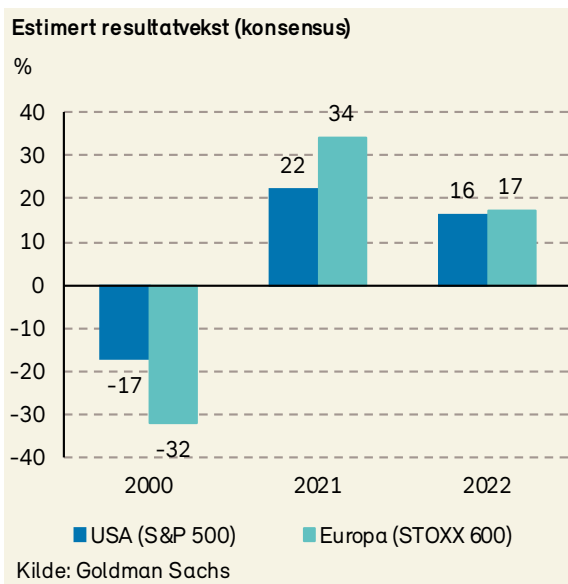
Slike beta-faktorer kan over tid skape et misforhold i aksjemarkedet. Avvik fra de underliggende fundamentale verdiene kan bli betydelige og vedvarende. Det skaper en ensartet aksjonærflokk (crowding), og utgjør etter vår mening en risiko i dagens aksjemarked. Vi tror denne ubalansen vil kunne utspille seg i høy volatilitet med store avkastningsforskjeller over et relativt kort tidsrom de neste årene.

Vårt nedside-scenario bygger på at det er begrenset rom for feilmargin i dagens aksjemarked. Vi skal altså ikke bevege oss langt utenfor vårt hovedscenario før vi vil kunne se til dels kraftige og, for enkelte, «smertefulle» kursbevegelser over et kort tidsrom. Goldman Sachs referer her ofte til den såkalte «pain trade».

Generelt inntreffer en «pain trade» når en uforutsett hendelse medfører at en stor del av markedsaktørene raskt ønsker å endre sin eksponering. I dagens markedsklima ser vi tendenser til dette når de lange amerikanske rentene øker. Da får vi en til dels kraftig rotasjon ut av vekst-aksjer og over til verdi-aksjer. Dette sammenfaller med favorisering av mer sykliske selskaper på bekostning av teknologi og defensive sektorer.

Avkastningen i andre deler av verden har siste 5 år vært betydelig svakere enn i USA. Frem til 2017





observerte vi en høyere korrelasjon i avkastningen mellom børsene i de ulike geografier. Etter 2017 har imidlertid S&P 500-indeksen levert tre ganger så høy avkastning som i Europa (EUROSTOXX 600-index) og dobbelt så høy avkastning som i fremvoksende markeder (MSCI Emerging Markets Index). Noe kan forklares av hvilken selskaper som har klart seg best under koronapandemien, men en stor del av årsaken må nok tilskrives skattereformen president Trump fikk vedtatt i 2017. Den har gitt amerikanske selskaper en «en-gangs-fordel», som vanskelig lar seg gjenta. Nå som demokratene vil inneha både presidentembetet og kontroll i den amerikanske kongressen tror vi nye politiske reformer vil kunne prege markedsklimaet i de neste årene.

President Biden har blant annet ytret et ønske om å reversere skattereformen av 2017. Likevel tror vi ikke dette vil skje med det første. For innværende år vil situasjonen med COVID-19 vanskeliggjøre en generell økning i skattesatsen for amerikanske selskaper. Neste år er det mellom-valg i kongressen, noe som kan «skyve» en eventuell ny skattelov ut til 2023. Likevel vil markedets frykt for økte skatter kunne prege kursutviklingen.

Et annet forhold vi følger med argusøyne er demokratenes uttalte ønske om å vurdere de store teknologiselskaperes markedsmakt. Flere politikere i USA har tatt til orde for å dele opp selskaper med monopolistiske adferd. Dette kan følgelig påvirke videre kursutviklingen i selskaper som Facebook, Google og Amazon.

Blant de fremvoksende markedene, fremstår det kinesiske aksjemarkedet som overpriset (relativt til sin egen historikk). Vi er derfor noe avventende ved inngangen til året. Vi tror også rivaliseringen mellom USA og Kina vil fortsette under president Biden. Sammen med det akkumulerte gjeldsnivået i kinesiske selskaper, skaper dette, etter vår mening, en uforholdsmessig stor nedsiderisiko.

Koronapandemien har utfordret de fleste aspekter av det samfunnet i 2020. Vi har blitt bombardert med overskrifter om dødelighet, r-tall og mutasjoner. Vi har følt på usikkerhet, frustrasjon og savn. Fra nyhetsbildet er det lett å glemme at verden over tid er blitt et bedre sted, med høyere levestandard og mer demokratiske og rettferdige levekår. I enkelte historiske perioder har det imidlertid blitt tilbakeskritt for den langsiktige positive utviklingstrenden for jordens befolkning.

Dette er også vår tilnærming til internasjonale aksjemarkeder i 2021. Som forvalter følger vi nøye med på «de mørke skyene», men vår langsiktighet og fundamentale tilnærming gjør at vi samtidig forsøker å forstå «det store bildet». Historisk har det vist seg å være lønnsomt å være investert i aksjemarkedene, men diversifisering og langsiktighet synes å være essensielt for å lykkes.

Globale helseaksjer

Vi tror den globale helsesektoren vil gjøre det bedre enn det brede aksjemarkedet i 2021. Selv om sektoren handler til en premie til egen historikk prises den nå til en betydelig rabatt på relativ basis. Demografiske endringer og høy innovasjon vil føre til at helsesektoren kommer til å vokse mer enn verdensøkonomien i flere år fremover. De foregående årene har vi i våre «Økonomiske Utsikter» hevdet følgende om det politiske bakteppet i USA:

«På tross av et tverrpolitisk ønske om å redusere prisen på reseptbelagte legemidler, tror vi det blir utfordrende for de to partiene å enes om en felles regulering av helsesektoren»

Dette har vist seg å stemme godt. Etter at demokratene har flertall i både senatet og kongressen, vil den politiske gjennomføringsevnen kunne øke. President Joe Biden var under Obama-regjeringen med på å utforme dagens helsesystem

i USA, Affordable Care Act (bedre kjent som Obamacare). Vi forventer at hans helsepolitikk vil bygge videre på dette fundamentet. Samtidig ser vi ikke for oss store helsereformer i 2021. Ledende amerikanske politikere er splittet i synet om å reformere dagens system. Innad i partiene hersker det også store forskjeller. Konkret tror vi imidlertid de offentlige programmene Medicare og Medicaid vil utvides under Bidens regjeringstid. I tillegg tror vi også forskjellen minker mellom hva de private aktørene og de offentlige helsetilbyderne vil betale for legemidler i USA.

Legemiddelselskapene fortsatte sin vante praksis i 2020 med å øke prisen på reseptbelagte legemidler. Likevel synes denne praksisen å ha blitt noe mer avmålt de siste årene. Selskapene har flere ganger måttet møte i kongressen for å forsvare sin adferd.

I 2020 ble det godkjent 53 nye legemidler i USA. Dette er det nest høyeste antallet vi har målt (tilbake til 1990), og godt over snittet på 32. Selskapene investerer stadig mer i forskning og utvikling. I dag er det over 45.000 pågående kliniske forsøk innen helsesektoren. Dette lover godt for medisinsk innovasjon de neste årene.

I andre deler av helsesektoren gir prosessering av store datamengder og kunstig intelligens betydelige muligheter. Deloitte skriver i sin analyse «Life Science and health care predictions 2022» at:

«Data is the new health care currency»

Dette ble også reflektert aksjemarkedet i 2020. De spesialiserte IT-selskapene hadde desidert best avkastning, og var samlet sett opp +77%(!) i USD. Flere av aktørene i dette segmentet er helt eller delvis eiet av store tradisjonelle teknologiselskaper. Ytterligere regulatorisk fokus fra myndighetene i USA og Kina vil imidlertid kunne skape kursvolatilitet.

I 2020 var helsesektoren samlet sett opp +14% målt i USD (+11% i NOK). På tross av god avkastning, var sektoren blant de svakere i verdensindeksen (MSCI World Index). Vi finner gode investeringsmuligheter innen alle segmenter, også blant de store medisinske utstyrsleverandørene. De siste årene har dette segmentet samlet sett fremstått overpriset. En forklaring kan være at selskapene ansees som «trygge» investeringer.

Det lave rentenivået globalt har bidratt til å presse investorer ut på risikoskalaen. Pandemien endret imidlertid noe av dynamikken. Elektive operasjoner stoppet helt opp våren 2020. Dette medførte en reprising av de berørte aktørene, og vi tror de selskapene som ble hardest rammet i fjor kan se en reversering i år.

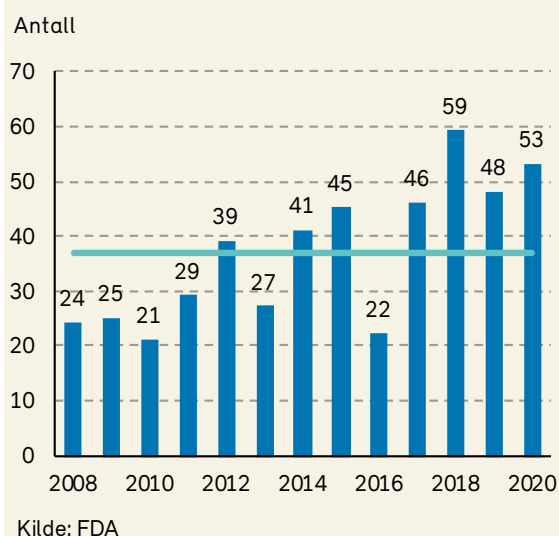
Legemiddelselskapene har kunnet drive tilnærmet som normalt under pandemien. Likevel var dette segmentet det svakest i fjor, kun opp +5% i USD (+3% i NOK). Etter flere år med mindre-avkastning, tror vi derfor de store legemiddelselskapene samlet sett vil gi best avkastning i 2021. Spesielt de europeiske legemiddelselskapene fremstår som underpriset. Selskapene innen servicedelen av helsetjenester har også et godt potensial i 2021, men det politiske bakteppet i USA vil avgjøre.

De siste 30 år har helsesektoren handlet omtrent til sammen nivå som det brede aksjemarkedet, mens selskapene nå prises til en 33% rabatt. Med forventning om høyere vekst innen helse relativt til verdensøkonomien, fremstår den relative prisingen som svært attraktiv.

Globale energiaksjer

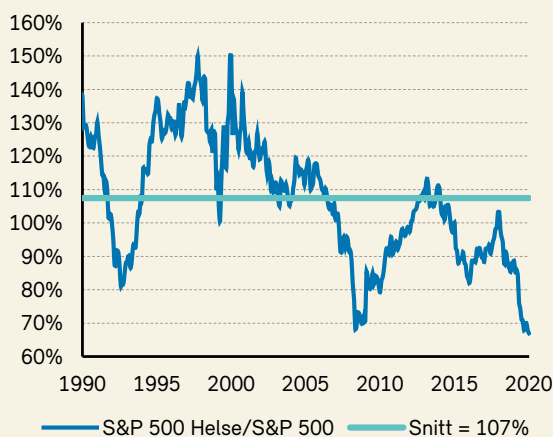
Basert på vårt oljeprisanslag tror vi at 2021 kan bli et ok år for solide selskaper innenfor olje- og gasssektoren. Kapitalflyten fra brunt til grønt tror vi imidlertid vil fortsette, og kan være med på å påvirke avkastningen.

Antall godkjente nye legemidler (FDA)



Relativ resultatmultipl for helsesektoren

Relativ resultatmultipl



Kilde: Bloomberg

2020 ble et svært svakt år for oljerelaterte aksjer. Indeksen MSCI World Energy, som har overvekt av integrerte oljeselskaper, falt med hele -33% målt i NOK og var med det den klart svakeste sektoren i 2020. Det gikk langt bedre for «grønne» aksjer, og S&P Global Clean Energy Indeks (TR) steg hele 136% (målt i NOK).

Den voldsomme meravkastningen til «grønne aksjer» skyldes i stor grad kapitalflyt. I henhold til Morningstar fikk europeiske fornybare fond kapitalinnskudd på ca. 30 milliarder euro i første kvartal 2020. Til sammenligning hadde de generelle aksjefondene i Europa et kapitaluttrekk på ca. 148 milliarder euro i samme periode.

Vi tror det lave rentenivået vil fortsette også i 2021. EUs taksonomi vil slå inn for fullt fra 2022. Dette vil være drivere for et fortsatt godt marked for «grønne» aksjer i 2021. S&P Global Clean Energy indeksen er priset til 56x inntjeningen i selskapene, sammenlignet med den generelle verdensindeksen som er priset på 28x. Vi blir ikke overrasket om det kommer en korleksjon innenfor fornybare aksjer i løpet av året.

2020 har vært et svakt år for oljeselskapene, både inntjenings- og avkastningsmessig. Flere av de største oljeselskapene i verden anslås å ha hatt negativ inntjening i 2020. I løpet av 2020s første 9 måneder har oljeselskaper i USA og Europa skrevet ned verdier for 145 milliarder amerikanske dollar. Dette beløpet er ca. 10% av selskapenes samlede markedsverdi i henhold til Wall Street Journal.

Vi mener at det ser bedre ut for oljeselskapene i 2021. Selskapene har kuttet mye på kostnadssiden for å tilpasse seg, og oljeprisen har steget. Vi forventer imidlertid ikke at energisektoren blir noen vinner i 2021. Selskaper med fornuftig gjeldsgrad, relativt høyt utbytte og positiv kontantstrøm vil antageligvis gjøre det best innenfor sektoren. Vi mener det fortsatt vil være bedre avkastning i oljeselskapene enn i serviceselskapene. Olje- eller oljeserviceselskaper med grønn virksomhet vil antageligvis prises høyere enn tradisjonelle oljeselskaper.

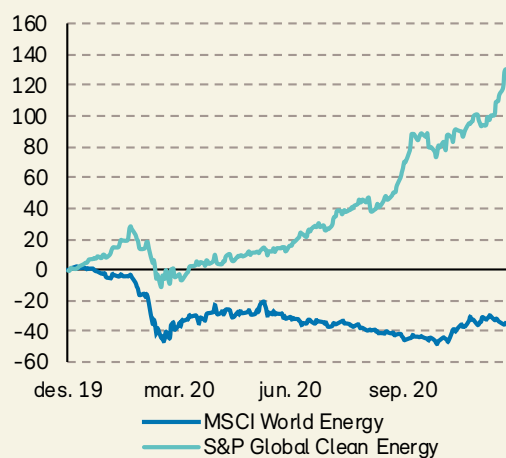
Det nordiske aksjemarkedet

Det nordiske aksjemarkedet klarte seg betydelig bedre enn det globale aksjemarkedet i fjor. Den nordiske VINX-indeksen steg med hele 25,3% (i NOK) i 2020. Det var spesielt selskaper innen fornybar energi som bidro til den gode kursutviklingen.

Den kraftige aksjeoppgangen i 2020 skyldes hovedsakelig økt prising av aksjemarkedet. Aksjeprisen i forhold til forventet resultat neste 12 måneder økte fra 20,3x til 24,5x i løpet av 2020. Dette er en svært høy prising sammenlignet med historien. Lavere renter tilsier imidlertid at prisingen av aksjemarkedet bør være høyere nå enn tidligere.

Energiaksjer i 2020

% avkastning



Kilde: Bloomberg

Vi forventer en sterk vekst i verdensøkonomien i 2021. Det kan bidra til å sette fart i bedriftenes resultatvekst. Analytikerne forventer en resultatvekst på 15% i 2021 og 12% i 2022. Den videre utviklingen i pandemien er imidlertid usikker, og gir et stort utfallsrom.

I vårt hovedscenario forventer vi at resultatmultippelen faller noe, mens resultatveksten blir på nivå med analytikernes anslag. I sum tror vi at VINX-indeksen får en kursutvikling på mellom 0% og +10% i 2021.

Norske aksjer

Det norske aksjemarkedet hadde en relativt svak utvikling i 2020. Hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) steg med 4,6% i NOK. Den relativt svake utviklingen skyldes i stor grad sektorsammensetningen på Oslo Børs. Oslo Børs består av en relativt høy andel selskaper innen energisektoren. Dette var den klart svakeste sektoren i det globale aksjemarkedet i fjor.

Kursoppgangen for hovedindeksen i 2020 kom til tross for fallende resultatforventninger i løpet av året. Aksjeprisen i forhold til forventet resultat neste 12 måneder økte fra 14,3x til 18,5x.

Vurdert etter historiske pris/bok-verdier er prisingen av det norske aksjemarkedet svært høy. Siden 1984 har pris/bok i det norske aksjemarkedet vanligvis variert mellom 1,5 og 2,1. Ved starten av 2021 var pris/bok lik 2,5. Til sammenligning var pris/bok 2,1 ved starten av 2020. Et høyt pris/bok-forhold varsler imidlertid ikke en nært forestående børsnedgang. Vanligvis må resultatet til selskapene falle for at markedet skal bevege seg inn i et langvarig «bear market».

Meglerhusenes analytikere antar at resultatet til selskapene i hovedindeksen falt med 39% i 2020. De neste årene forventer imidlertid analytikerne en kraftig resultatvekst; +67% i 2021 og +26% i 2022. Analytikerne forventer dermed at resultatet i 2021 blir på samme nivå som resultatet i 2019. Det er spesielt selskaper innen olje og gass, oljeservice, konsum, sjømat og finans som forventes å bidra til de store svingningene i resultatet.

Nordiske aksjemarkedet (VINX)

Pris/resultat neste 12 mnd.



Kilde: Bloomberg

Etter et kraftig fall i 2020 og en kraftig oppgang i 2021, forventer analytikerne at resultatet til olje- og gass-selskapene vil være 23% lavere i 2021 enn i 2019. Lavere oljepris er naturligvis den viktigste forklaringen.

Oljeservice ventes å bli krevende også i 2021. Lavere oljepris, overkapasitet og energiselskapenes økte fokus på fornybar energi har medført et tøft marked for flere selskaper innen denne sektoren.

Gjenåpning av hoteller, restauranter og kantiner forventes å gi en kraftig resultatvekst for selskapene i sjømatsektoren. Flere analytikere har pekt på at mindre smoltutsettelse i Chile vil føre til lavere tilbud av chilensk laks i 2021. Det er imidlertid usikkert hvor mye fisk som har blitt fryst ned i 2020 som et resultat av sviktende etterspørsel. Analytikerne forventer noe høyere priser i 2021 enn 2020, og ventet at resultatet vil være 5% høyere i 2021 enn i 2019. Dersom EU inkluderer oppdrettsnæringen i EUs taksonomi i 2021 kan dette bli en driver for mer utenlandsk kapital til sektoren.

Økte tapsavsetninger i bankene forventes å redusere resultatet for selskapene i finanssektoren med 10% fra 2019 til 2021. Eventuelt økte renter vil sannsynligvis påvirke bankenes resultat positivt. Som vi skrev i fjorårets Økonomiske utsikter, har analytikerne en tendens til å være for optimistiske ved starten av et nytt år. Antageligvis vil nedstengninger i første halvår føre til at historien

gjentar seg og estimatene må nedjusteres i løpet av året. Basert på våre anslag for global BNP-vekst og oljepris tror vi likevel på en sterk økning i resultat for selskapene i hovedindeksen de neste årene. Vi tror imidlertid at sannsynligheten for at resultatmultiplern faller er høyere at den stiger. I sum forventer vi at hovedindeks på Oslo Børs får en kursutvikling på mellom 0% og +15% i 2021 (målt i NOK).

En av de store aksjetrendene i 2020 var relativt små selskaper med gode ideer og store vekstambisjoner som ble notert på Euronext Growth (tidligere Merkur Markets). Totalt ble det gjennomført over 50 børsnotering på Oslo Børs (hovedlisten, Access og Euronext Growth). Dette er det høyeste antall børsnoteringer siden før finanskrisen. Mange av disse selskapene er såkalte «grønne» aksjer, men også selskaper innen sjømat og IT har vært sterkt representert.

Foreløpig ser det ut til at denne trenden vil fortsette i 2021.

Grønne aksjer innen fornybart, resirkulering og rensing har hatt en formidabel kursutvikling på Oslo Børs de siste årene. En gjennomsnittlig grønn aksje er 9-doblet siden 2016. Selskaper innen fornybarsektoren har enorme vekstmuligheter innen produkter og tjenester som kan ha stor positiv påvirkning på verden. Dette har trolig bidratt til den voldsomme entusiasmen rundt grønne aksjer. Ifølge meglerhuset ABG og analysetjenesten Factset forventes over 100% vekst i inntektene til aksjer

notert på Euronext Growth over de neste to årene. Samtidig anslås EBITDA-marginen å øke fra 10% til 17%, og resultatmultiplern til å falle mot nivået på hovedindeksen. Flere av de grønne selskaper må gjennomføre store kapitalinvesteringer for å vokse. Det gjenstår å se om selskapene klarer å få en fornuftig avkastning på investeringene.

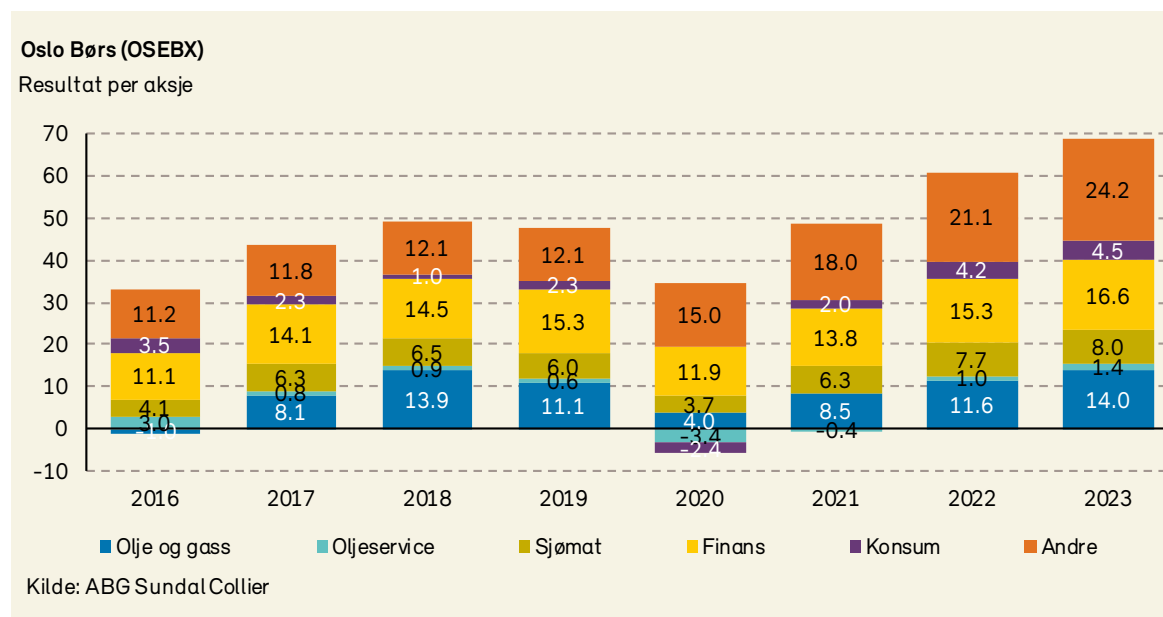
Obligasjonsmarkedene

”Lave renter vil vedvare”

- SEB Nordic Outlook, okt. 2020

2020 ble et meget spesielt år i obligasjonsmarkedet. Etter en normal start med svakt fall i kredittpåslagene, frøs markedet fullstendig da koronaviruset i mars brøt ut i Europa og USA. Det var spesielt tre forhold som bidro til den svake utviklingen i høyrentemarkedet. Det ene var at den globale resesjonen gir økt sannsynlighet for at bedrifter vil få problemer med å betjene sine lån. Det andre at OPEC+ ikke greide å bli enige om produksjonskutt, og i stedet endte med å øke produksjonen. Det tredje var en likviditetskrise i høyrentemarkedet. Sammen førte disse til at kursene for høyrenteobligasjoner falt svært mye, og at de markedsmessige kredittpåslagene økte voldsomt både internasjonalt og i Norge.

I det norske høyrentemarkedet steg kredittpåslagene på kort tid over 1000 punkter,



og sendte markedet ned om lag 25%. Selv sikre selskapsobligasjoner (investment grade/IG) falt langt mer enn noen hadde forventet. Kronen svekket seg markant, og forsterket effekten av likviditetskrisen. En blanding av store kapitalinnsprøytninger fra sentralbankene, myndighetenes tiltakspakker og et marked som ikke lenger trodde verden skulle gå under, snudde situasjonen. I takt med at pessimismen avtok, falt kredittpåslagene jevnt og trutt, og året endte omtrent som det startet. Norske høyrentefond ga i snitt noe negativ avkastning, mens IG-markedet var opp 1-2%.

Store kapitalbevegelser kjennetegnet fjoråret. I mars ble det trukket ut nesten NOK 6 milliarder fra norske høyrentefond, som selvfølgelig forsterket nedturen. Mye av pengene kom tilbake i april, med netto-tegning på drøye NOK 4 mrd. Året endte totalt sett opp litt over NOK 2 mrd. Mange investorer solgte dessverre på bunnen av markedet, og fikk ikke ta del i den solide oppturen som fulgte. Likviditetspremien er nå delvis borte, og sannsynligheten for en tilsvarende mulighet for ekstraordinær avkastning virker lav i 2021.

Det høyvolatile året ble også reflektert i førstehåndsmarkedet. Totalt NOK ~48 mrd. ble emittert, drøye 2 mrd. mer enn i 2019. Andre halvår var som ventet bedre enn første, med 63% av totalt utstedt kapital. Tradisjonelt har kapitalintensive bedrifter hentet penger i det norske markedet, men høsten overrasket med flere IT-selskaper på emisjonslisten. Disse selskapene er gjerne børsnotert på Euronext Growth, og velger å finansiere seg med vekstkapi tal fra obligasjonsmarkedet. Vi venter at utviklingen fra kapitaltungt til -lett vil fortsette med full styrke i 2021. Investorene har stor appetitt på disse selskapene, som kjennetegnes med banebrytende teknologi, gjentakende inntekter og solid egenkapitalpute fra aksjemarkedet. Utfordringen for forvalterne er at prisingen ofte er stram, en refleksjon av obligasjonenes popularitet. Som i 2019 var det i 2020 sterkt søkelys på ESG i obligasjonsmarkedet, der spesielt E'en får betydelig oppmerksomhet. E'en står for «environmental», det vil si miljømessige forhold. Selv såkalte «brune» selskaper prøver febrilsk å «grønnvaske» seg for å fremstå attraktive for investorene. Markedet ser delvis gjennom forsøket. Det økte miljøfokuset bidro til at obligasjoner innen petroleums- og shippingsektorene ble enda mindre populære. Kapital er lett tilgjengelig for selskaper med en

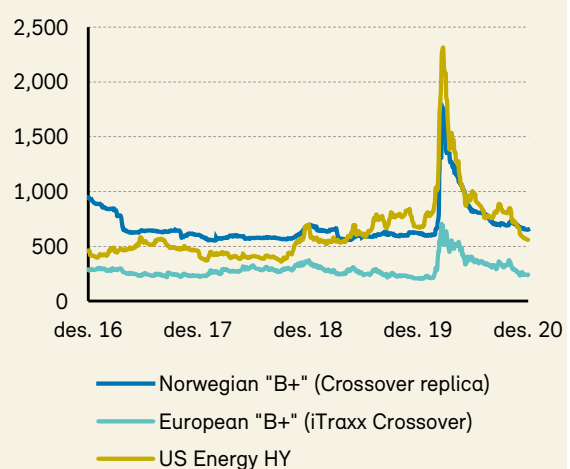
miljøvennlig profil, investorene kaster seg på og kredittpåslagene er lave. Vi tror denne utviklingen vil fortsette i 2021, men maner til forsiktighet. En idealistisk plan om å redde verden er til syvende og sist ikke like solid som håndfast kontantstrøm og solid balanse. For å optimalisere avkastningen i det lange løp kan upopulære investeringer vise seg å være det beste.

Gitt forventning til sterk BNP-vekst i 2021, er det lite som tyder på at det generelle kredittmarkedet ikke vil være godt de neste 12 månedene. Det er vanskelig å argumentere for at IG-markedet er billig, med kredittpåslag vel innenfor normaliserte nivåer. På den annen side vil selskapenes finansielle situasjon utvikle seg fordelaktig og risikopåslaget trolig falle ytterligere når den økonomiske veksten tar seg opp. Vi venter at de nordiske økonomiene er i forkant av utviklingen, og gir potensial for videre kursoppgang. Det er i tillegg lite som tyder på snarlig renteoppgang, hvilket antageligvis vil forsterke den positive trenden i risikopåslag.

Vi tror avkastningen i høyrentemarkedet kan bli meget god i 2021, støttet av vårt hovedscenario som innebærer et sterkt makro- og markedsmessig bakteppe. Kredittpåslaget på DNB Markets' nordiske høyrenteindeks er ved inngangen til året 6% over NIBOR, drøye 1,2% høyere enn for ett år siden. Vi forventer at disse strammes inn etter hvert som verden normaliseres. Dersom

Kredittpåslag

Basispunkter



Kilde: Bloomberg og SpareBank 1 Markets

kredittpåslagene faller 1% vil et høyrentefond med kreditturasjon på 2 år gi cirka 8% avkastning før eventuelle tap. Ved mislighold på 5-7% og tap på 50% av misligholdet, vil forventet avkastning være rundt 5%. Siden mange av tapene allerede er priset inn, vil dette antageligvis være et konservativt anslag. I vårt hovedscenario vil en avkastning på rundt 8% ikke være spesielt overraskende.

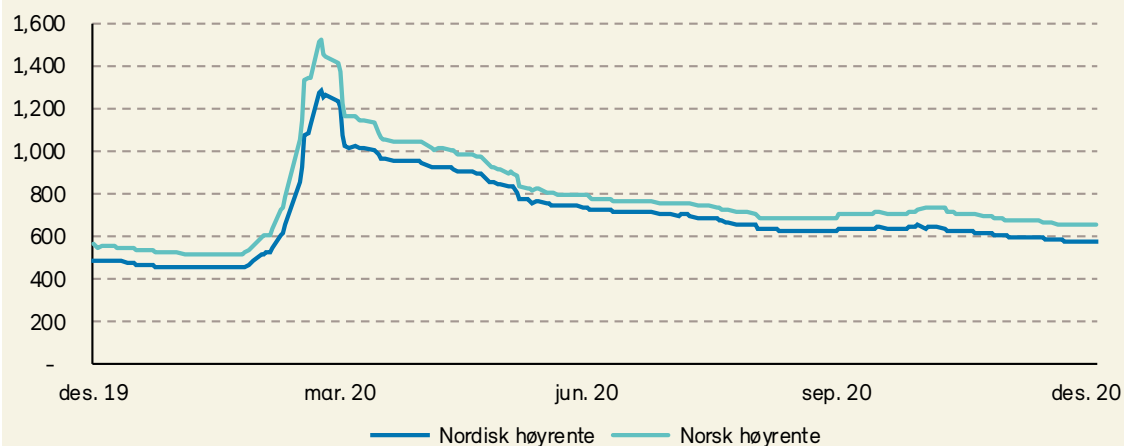
Etter vårt skjønn vil avkastningen variere stort mellom sektorene, og en fornuftig forvaltningsstrategi bør kunne gi meravkastning. For eksempel vil vaksinerings av befolkningen gi et skift i konsum mot sektorer som energi og reiseliv, mens enkelte bransjer etter vårt syn vil kunne forbli utbombet, deriblant rigg og deler av oljeservicesektoren. Disse sliter med store strukturelle problemer og overkapasitet, en situasjon vi forventer vil vedvare i hvert fall på kort og mellomlang sikt.

I fjor falt lange statsrenter internasjonalt som følge av koronakrisen, med tilhørende rentekutt fra stort sett alle sentralbanker. Dermed økte kursene på statsobligasjoner. Den norske indeksen OB Govt Bonds All Index steg hele 3,98%, langt høyere enn snittet på 1,84% siste 5 år. Vårt hovedscenario for 2021 inkluderer ikke nevneverdig kursoppgang på statsobligasjoner. Vi synes i utgangspunktet ikke at investeringer i norske statsrentepapirer fremstår som attraktive på dagens nivåer.

Så lenge de generelle rentenivåene er lave, blir investorene presset til å ta mer risiko. Dette favoriserer høyrenteobligasjoner og aksjemarkedet, som antageligvis vil gi betydelig høyere avkastning enn bankinnskudd. Markedet er preget av stor optimisme, og vi tror dette vil vedvare og styrkes gjennom 2021. Der vi makte til forsiktighet før 2020, mener vi nå at oppsiden er større enn nedsiden. Vi tror ikke en strategi med økt rentedurasjon vil være fornuftig.

Kredittpåslag norsk og nordisk høyrente

Basispunkter



Kilde: DNB Markets

Våre fond

Historisk avkastning for våre fond

Våre fond	Desember	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Siste 3 år ¹	Siste 10 år ¹	Siden oppstart ^{1,2}	Standard- avvik (3 år) ²
Fondsfinans Norden	4,1%	34,6%	24,2%	-9,5%	21,0%	5,5%	10,2% ³	14,8%		15,4%	16,0%
Fondsfinans Norge	6,3%	3,5%	19,0%	-4,9%	20,9%	23,4%	3,7%	5,4%	8,6%	15,1%	22,3%
Fondsfinans Utbytte	4,0%	10,7%	11,1% ⁶							17,3%	
Fondsfinans Global Helse	0,4%	8,7%	27,3%	1,0%	7,8%	-1,2%	24,4%	11,8%	15,9%	8,0%	14,1%
Fondsfinans Global Energi	10,0%	15,0%	21,4%	-19,5%	2,0%	22,7%	-9,3%	4,0%		1,3%	24,3%
Fondsfinans Aktiv 60/40	3,2%	10,7%	17,4%	-2,8%	12,5%	5,0% ⁴		8,1%		10,2%	12,7%
Fondsfinans Obligasjon	0,2%	1,6%	2,9%	1,4%	2,4%	2,3% ⁵		2,0%		2,3%	1,5%
Fondsfinans Kreditt	0,8%	-0,9%	6,9%	5,7%	12,1%	6,2%	-1,6%	3,8%		4,2%	13,4%
Fondsfinans High Yield	1,1%	-4,7%	6,4%	6,7%	14,2%	8,0%	-20,3%	2,7%		0,2%	15,0%
Oslo Børs Fondsindeks	4,9%	7,3%	19,2%	-2,2%	17,0%	11,5%	6,7%	7,8%	8,4%		18,1%
Nordisk Fondsindeks	1,4%	25,3%	23,5%	-5,9%	19,2%	-3,1%	22,1%	13,3%	12,6%		11,3%
Verdensindeksen (NOK)	1,0%	14,0%	30,4%	-3,0%	16,9%	5,4%	17,9%	13,0%	14,9%		12,2%
Statsskapsvekselindeks	0,0%	0,6%	1,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,9%	0,8%	1,1%		0,2%

¹ Årlig avkastning

Kilde: Bloomberg

² Global Energi og Aktiv 60/40 regner avkastning og standardavvik fra mandatsendring

³ Siden oppstart 17.09.2015

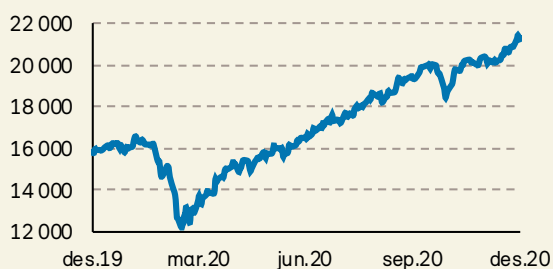
⁴ Siden mandatendring 15.11.2016

⁵ Siden oppstart 29.04.2016

⁶ Siden oppstart 12.09.2019

Kursutvikling for våre fond siste 12 måneder

Norden



Norge



Utbytte



Global Helse



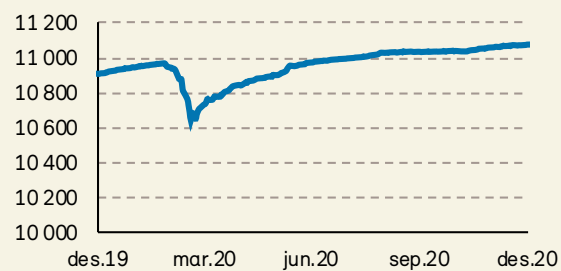
Global Energi



Aktiv 60/40

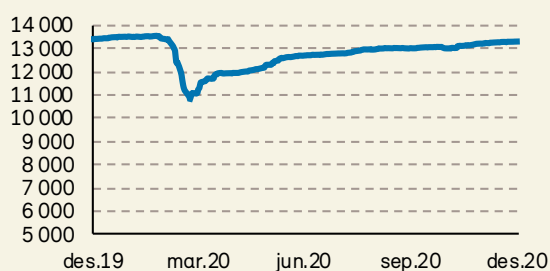


Obligasjon*



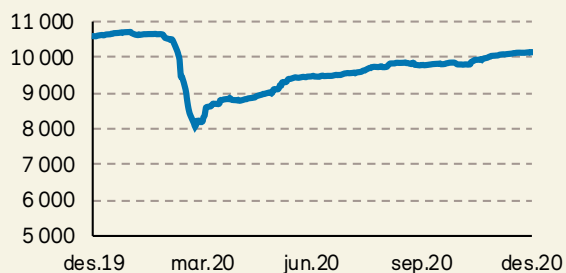
*NAV er medregnet renteutbytte

Kreditt*



*NAV er medregnet renteutbytte

High Yield*



*NAV er medregnet renteutbytte

Fondsfinans Kapitalforvaltning AS

Haakon Vlls gate 2
Postboks 1205 Vika
N-0110 Oslo

www.Fondsfinans.no

Tlf 23 11 30 00

Foretaksnummer 981635647

E-post fond@Fondsfinans.no



Våre forventninger til egne fond i 2021

Fond	Forventet avkastning i 2021*	Årlig avkastning siste 3 år	Årlig avkastning siste 10 år	Type	Risiko
Fondsfinans Norden	0 til +10	14,8	-	Nordiske aksjer	6 (høy)
Fondsfinans Norge	0 til +15	5,4	8,6	Norske aksjer	6 (høy)
Fondsfinans Utbytte	0 til +10	-	-	Norske aksjer	5 (høy)
Fondsfinans Global Helse	+5 til +15	11,8	15,9	Int. aksjer	6 (høy)
Fondsfinans Global Energi	+10 til +30	4,0	-	Int. aksjer	6 (høy)
Fondsfinans Aktiv 60/40	+3 til +10	8,1	-	Kombi. fond	5 (høy-)
Fondsfinans Obligasjon	+1 til +1,5	2,0	-	Inv. grade	2 (lav)
Fondsfinans Kreditt	+5 til +8	3,8	-	Rentefond BB	4 (høy/middels)
Fondsfinans High Yield	+4 til +10	2,7	-	Rentefond B	5 (høy-)

alle avkastningstall i %

* antatt minst 50% sannsynlighet. Forventet avkastning i NOK (også for internasjonale fond).

Forvalterteamet er ansvarlig for innholdet i denne rapporten:



Ivar
Qvist
INVESTERINGSDIREKTØR



Arne
Simensen
PORTEFØLJEFORVALTER



Christoffer
Callesen
PORTEFØLJEFORVALTER



Erlend
Lødemel
PORTEFØLJEFORVALTER



Harald
Berge
PORTEFØLJEFORVALTER



Mads
Andreassen
PORTEFØLJEFORVALTER



Tor
Thorsen
PORTEFØLJEFORVALTER

Ansvarsbegrensning: Dette dokumentet uttrykker Fondsfinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per dato for rapporten. Markedssynet og våre vurderinger vil løpende kunne endres som følge av markedsendringer 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.



Fondsfinans Kapitalforvaltning AS
Haakon Vlls gate 2
Postboks 1205 Vika
N-0110 Oslo

Tlf 23 11 30 00
www.fondsfinans.no
E-post fondsinvestor@fondsfinans.no