

## Månedsbrev 7. juni 2017

## En refleksjon

“Oil prices weakened in March and April, reflecting an improved production outlook in the United States. The resilience of the U.S. shale oil industry presents a considerable downside risk for oil prices.”

Global Economic Prospects, Verdensbanken, juni 2017

## Makro

Oljeprisen er en sentral råvare for både norsk og global økonomi. I det norske kredittmarkedet og aksjemarkedet er oljeprisen fortsatt en sentral faktor.

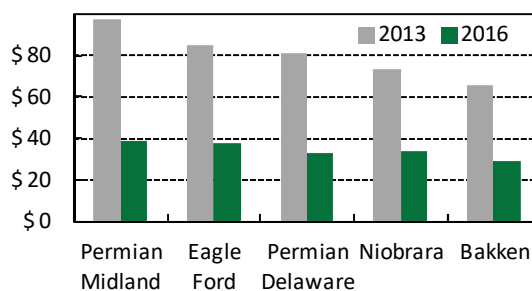
I første kvartal 2017 lå Brent oljepris i snitt rundt USD 53 per fat. I mai falt prisen under USD 50 per fat, og prisen har beveget seg rundt dette nivået siden da. Ifølge Global Economic Prospects fra Verdensbanken, vil verdens oljekonsum øke med beskjedne 1,4 % i 2017-18 på tross av en sterkere global vekst. OPEC klarte å redusere sin produksjon tidlig i 2017 på bakgrunn av sine vedtak fra november 2016. OPEC-kuttene ble i høy grad møtt med høyere enn ventet produksjonsøkning av skiferolje i USA, som følge av kraftig bedret produktivitet i denne industrien. Antall oljerigger i produksjon i USA er doblet siden bunnen i 2016.

Figuren til høyre viser utviklingen i grensekostnad for lønnsom produksjon av skiferolje fra sentrale felt i USA. I 2013 lå grensekost for disse feltene i intervallet USD 66-98, mens det i 2016 hadde falt til USD 29-39 for de samme feltene. Dette representerer en kostnadsreduksjon på 53-60 %.

Verdensbanken tror at oljeprisen i gjennomsnitt vil være USD 53 i 2017 og USD 56 i 2018. Anslagene reflekterer økt skiferolje-produksjon i USA som følge av produktivetsforbedringer, samt fortsatte produksjonskutt fra OPEC-landene. Nedsiderisikoen for oljeprisen ligger i ytterligere produksjonsvekst i USA og svak etterlevelse av vedtatte produksjonskutt blant OPEC-landene. På den andre siden kan produksjonsforstyrrelser i politisk ustabile land som Irak, Libya, Nigeria og Venezuela løfte prisene midlertidig.

Den moderat styrkede konjunkturoppgangen holdes fortsatt oppe, på tross av stor politisk usikkerhet. Potensielle, nye storpolitiske strukturer er i ferd med å avtegne seg hvor USA ikke lenger ønsker å være garantisten for den vestlige verdensorden. Dette var en rolle som landet selv inntok etter andre verdenskrig, da USA satte seg i førersetet i alle de institusjonene som formet etterkrigstiden. Det gjenstår likevel å se om Trump-administrasjonen blir et mellomspill eller om den ble starten på nye globale maktstrukturer. Det er også viktig å følge hvilke rådgivere som vinner maktkampen i Det hvite hus og hvordan Kongressen møter presidentens ulike utspill. Det er positivt å observere at den tysk-franske aksen ser ut til å få ny vitalitet etter valget av Macron som fransk president. Det er en særns positiv utvikling for EU og euroblokken. På den andre siden skaper Brexit store utfordringer, kanskje spesielt for Storbritannia selv.

## Grensekostnad per fat skiferolje



Kilde: Verdensbanken, Rystad Energy

## Avkastning – hittil i år

Det har vært en positiv kursutvikling i både norske og internasjonale aksjer i år. Internasjonale aksjer har gitt bedre avkastning enn norske aksjer, noe som delvis kan tilskrives en fallende oljepris.

Per 6. juni har indeksen MSCI Developed World steget med 8,7 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 15,9 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 3,3 %. Lange renter har falt slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har gitt en positiv avkastning på 1,8 %, mens korte statskassveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,2 %.

## Utvalgte markeder

Pr. 6. juni 2017

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	709,37	3,73 %
Dow Jones	21136,23	6,95 %
S&P 500	2429,33	8,51 %
DAX	12690,12	10,53 %
FTSE 100	7524,95	5,35 %
Nikkei 225	19979,90	4,53 %
Hang Seng	25997,14	18,17 %
WTI Olje	48,19	-10,29 %
Brent Olje	50,12	-11,79 %
Gull	1294,17	12,31 %
Kobber	5586,00	1,14 %
USDNOK	8,45	-2,20 %
EURNOK	9,53	4,86 %
GBPNOK	10,92	2,40 %
SEKNOK	97,58	2,85 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Råvarepriser har hatt en blandet utvikling. Oljeprisen har hittil i år falt med 11,8 %. Kobber har steget 1,1 %. Prisen på aluminium har steget 11,4 %, mens gull har steget med 12,3 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. NOK har svekket seg mot de fleste valutaer i år. EUR, SEK og GBP har styrket seg med henholdsvis 4,9 %, 2,9 % og 2,4 % mot NOK. USD har svekket seg med 2,2 % mot NOK i samme periode.

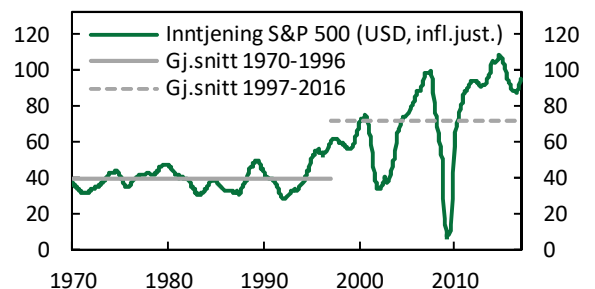
### Likviditet, Verdi og Sentiment

Ifølge Bloomberg forventer markedene nå med over 90 % sannsynlighet at den amerikanske sentralbanken (Fed) vil heve renten på sitt rentemøte i juni. Lombard Street Research mener at Fed er altfor sent ute med å heve renten i forhold til styrken i det økonomiske oppsvinget. De hevder at rentene i USA sannsynligvis vil bli satt opp med ytterligere 0,75 prosentenheter i 2017. Selv om de er mer usikre på 2018, tror de Fed også i 2018 vil fortsette med renteheving. Også i Europa mener Lombard Street Research at det snart er duket for innstramminger fra Den europeiske sentralbanken. De antar at ytterligere reduksjoner i obligasjonskjøpene vil bli annonsert på sensommeren og at rentene trolig vil bli satt opp fra neste år.

Jeremy Grantham, en av stifterne og Chief Investment Strategist hos kapitalforvalteren GMO i Boston, er en nestor blant verdens verdiorienterte investorer. Han har i mange år hevdet at amerikanske aksjer er altfor høyt priset og at både profittmarginer og P/E-nivåer ville falle mot gamle gjennomsnittsnivåer (mean reversion). Det er derfor sær-

interessant når han nå i sitt siste kvartalsbrev argumenterer med at den høye verdsettelsen kan vedvare og at det derfor ikke bør spekuleres i noe snarlig kursfall i aksjemarkedet. Argumentasjonen er på den ene siden forankret i et fortsatt lavt rentenivå som har senket avkastningskravet til aksjer, men også økte profittmarginene som følge av lavere rentekostnader hos bedriftene. Den andre argumentasjonsrekken går på økt konsentrasjon i næringslivet, hvor flere industrier har oligopol- og monopollignende strukturer. Begge disse forhold har medført at inflasjonsjustert inntjening per aksje i USA de siste årene har etablert seg på et høyere nivå enn tidligere. Dette er illustrert i figuren nedenfor.

### Høyere inntjening i USA



Kilde: Robert J. Shiller, Industrifinans

### Konklusjon

Vi opprettholder vår nøytralvekt i norske og internasjonale aksjer. Markedet er i en positiv trend, men verdsettelsen er fortsatt relativt høy. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot Asia og Europa, mens porteføljen er undervektet amerikanske aksjer. Renteporteføljene har en moderat kreditteksponering og er undervektet rentebinding.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no