

## Mer fornybar energi, men stort behov for oljeinvesteringer

Oslo, 7. mai 2019

### En refleksjon

*“The analysis shows oil consumption growing in coming decades ... But meeting this growth in the near term means that approvals of conventional oil projects need to double from their current low levels. Without such a pick-up in investment, US shale production, which has already been expanding at record pace, would have to add ... another Russia to global supply in seven years – which would be a historically unprecedented feat.”*

International Energy Agency, World Energy Outlook 2018

### Makro

Det internasjonale energibyrådet (IEA) publiserte i mars sin årlige analyse av trender i energiproduksjon og -forbruk, [Global Energy & CO2 Status Report](#). Ett av de store spørsmålene for olje- og gassnasjonen Norge, er hvilke trender som gjelder for vår egen energi-produksjon.

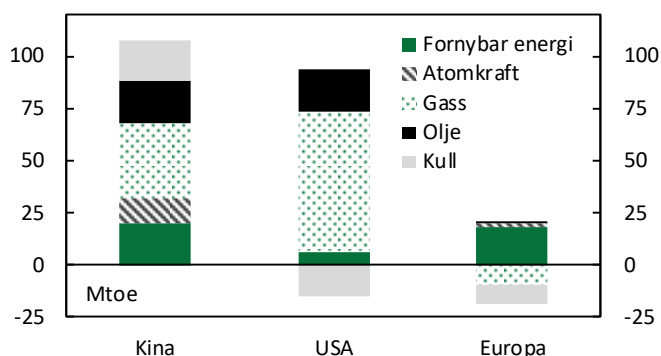
Figuren til høyre viser at fornybar energi stod for en stor del av veksten forrige år. Måleenheten i figuren er millioner tonn oljeekvivalenter (Mtoe), en felles enhet for å kunne sammenligne produksjon og forbruk av ulike energikilder. Forbruksskiftet i retning av fornybar energi, eller det grønne skiftet, er mye omtalt, men er ikke kommet så langt at verden i sin helhet bytter bort olje mot fornybar energi. Forbruket av olje fortsetter å vokse, men noe mindre enn hva det ellers ville ha gjort uten tilbudet av sol-, vind-, vann-, bioenergi og andre fornybare ressurser.

Vi ser av figuren at det er forskjeller mellom regionene. I Europa er det relative bidraget fra fornybar energi større andel av veksten enn i andre regioner. Dette er til dels drevet av den ambisiøse tyske regjeringens plan om å bytte til fornybar energi så fort som mulig, samtidig som strømprisene ikke blir for høye. I Tyskland utgjør nå slik energi 38 % av produksjonen, ifølge tyske myndigheter.

I USA har veksten av gassrelatert energi vært markant, men værbeinet. En uvanlig varm sommer og en uvanlig kald vinter gav høyere energiforbruk i luftkjølere og varmeovner som i USA til en stor del er drevet av gass. Viktigere for en olje- og gassproduserende økonomi som Norge, er de lengre, globale trendene. Etterspørselen etter gass har steget tilstrekkelig globalt til at andelen av gass i det globale energiforbruket faktisk har økt siden tusenårsskiftet. Olje og gass utgjør nå til sammen 54 % av globale energikilder. IEA predikerer i World Energy Outlook

2018 at selv om etterspørselsveksten vil være sterkest for fornybar energi, vil forbruket av olje og gass opprettholdes og øke i absolutte termer de neste 20 årene.

Økning etterspørsel ulike energikilder 2017-18



Kilde: International Energy Agency

Veksten i investeringene i utvinning av norsk olje og gass er ifølge Statistisk Sentralbyrå anslått til å bli 9 % i 2019. Dette er en ny giv etter mange år med fallende investeringer etter det kraftige oljeprisfallet i 2014.

Investeringene i global oljeutvinning for å møte den estimerte etterspørselen er fremdeles for små ifølge IEA, da eksisterende, konvensjonelle oljefelt og dagens omfang av offentlige tildelinger av nye felt ikke vil møte framtidig oljeetterspørsel. IEA mener det vil kreve en dobling av offentlige tildelinger av nye oljeprosjekter fra dagens lave nivåer for å møte framtidig oljeetterspørsel. Dette er store volumer og kan vanskelig møtes av skiferolje alene. Det daglige produksjonsgapet er estimert til å bli over 10 millioner fat i løpet av de neste sju årene. Det tilsvarer Russlands samlede oljeproduksjon, og store investeringer er påkrevd.

## Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært meget sterk hittil i år etter fallet i 2018. Per 30. april har indeksen steget 15,8 % målt i NOK og 16,3 % målt i lokal valuta. Det er IT og forbruk som har hatt sterkest avkastning blant sektorene. Selv sektoren med lavest avkastning, helse, har hatt 5,2 % avkastning hittil i år, målt i NOK. MSCI Developed World steg i samme periode med 16,3 %, mens indeksen MSCI Emerging World steg med 12,0 %, begge målt i NOK.

Hittil i år, per 30. april hadde Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steget 10,7 %. Det er finans som hadde sterkest avkastning blant sektorene, med 15 % avkastning, mens konsum, råmaterialer og helse hadde svakest, men dog positiv avkastning.

Lange norske statsrenter er 1,5 %, på samme nivå som ved nyttår, målt som løpende rente til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter.

Norske kredittobligasjoner med høy kredittverdighet og 3 års durasjon, som målt ved Nordic Bond Pricing (NBP) sin indeks RM123D3, har gitt 0,8 % avkastning hittil i år per 30. april. Løpende avkastning er 2,2 %, som den også var ved nyttår. Norske høyrenteobligasjoner valutasikret, som målt ved NBP sin indeks HYNK gav 3,1 % avkastning i samme periode, og løpende avkastning har falt fra 7,6 % til 6,7 % siden nyttår.

Hittil i år har gullprisen steget med 0,1 %. Kobberprisen har steget 8,0 % og aluminiumprisen har falt 4,3 %. Alle råvarepriser er målt i USD. Oljeprisen har steget med 35,3 % og var over USD 72 per 30. april, som fremdeles er lavere enn fjorårets toppnivå på USD 86.

Valutamarkedet har vært preget av høy volatilitet. Hittil i år har USD, EUR og SEK svekket seg mot NOK med henholdsvis 0,2 %, 2,3 % og 6,8 %, mens GBP har styrket seg mot NOK med 2,0 %.

## Likviditet, Verdi og Sentiment

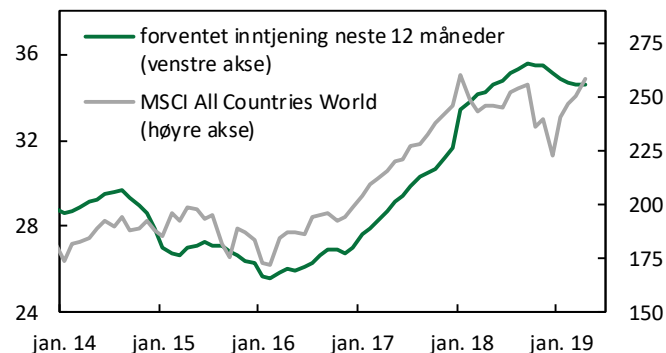
Det er viktig å forstå forventningene til inntjeningsutviklingen for å kunne ha et forhold til verdsettingen av aksjemarkedene.

Figuren til høyre viser historisk utvikling i konsensusforventningen til neste 12 måneders inntjening per aksje (earnings per share) for MSCI AC World opp mot selve indeksutviklingen.

Forventningene til inntjeningsnivået stabiliserer seg på et høyt nivå etter at forventningene har steget over flere år. Noen analytikere har tro på fornyet styrking av den underliggende økonomiske veksten. Disse estimatene er støttet av blant andre Det internasjonale pengefondet (IMF) i sitt siste World Economic Outlook, publisert i april. Der framhever de sine forventninger til at generell økonomisk vekst vil styrke seg igjen i andre halvår av 2019. IMF mener forventningen støttes av opprettholdelse av ekspansiv, global pengepolitikk, finanspolitiske tiltak i Kina og reduksjon i den handelspolitiske spenningen mellom USA og Kina. Den amerikanske presidentens uttalelser på Twitter 5. mai om høyere toll på enkelte kinesiske varer har dog skapt ny uro om det siste punktet. Spørsmålet blir hvilke

konsekvenser dette vil gi for inntjeningen globalt sett. Årsbrevet vårt for 2019 framholdt dette fokuset, og den siste tidens utvikling styrker vårt fokus på inntjeningsutviklingen.

Inntjeningsforventningene for MSCI AC World



Kilde: Bloomberg

For amerikanske og europeiske aksjemarkeder er markedssentimentet positivt, målt ved 50, 100 og 200 dagers glidende snitt. Oslo Børs Fondsindeks er over 100 og 200 dagers snitt.

## Konklusjon

Den globale inntjeningsveksten og underliggende økonomisk vekst er svakere, men fortsatt god for de fleste regioner. Det er forventninger til fortsatt vekst, men en svakere veksttakt.

Aktivprisene har vist seg sårbare for stigende renter og vil fortsatt være sensitive til inntjeningsutviklingen. Vi har om lag nøytralvekt i aksjer. Vi har overvekt i høyrente og er undervektet rentebinding.

### Relevante markedsindikatorer per 30. april 2019

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.1 %	0.2 %	0.3 %	0.7 %	1.7 %	2.4 %	1.20 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	-0.2 %	-0.1 %	0.0 %	1.1 %	2.0 %	3.8 %	1.44 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-0.5 %	0.0 %	0.5 %	2.1 %	2.8 %	5.6 %	1.52 %
Barclays Multiverse Hedged USD	0.0 %	1.6 %	2.7 %	3.8 %	6.5 %	10.4 %	2.04 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	-0.1 %	1.6 %	2.5 %	3.8 %	5.7 %	9.7 %	1.82 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	0.8 %	2.8 %	7.0 %	3.5 %	19.1 %	21.1 %	6.22 %
Oslo Børs Fondsindeks	1.9 %	5.8 %	10.7 %	3.4 %	42.9 %	38.3 %	861.57
Oslo Børs Hovedindeks	2.1 %	5.5 %	10.2 %	2.4 %	45.3 %	37.8 %	883.84
Oslo Børs Small Cap Index	5.9 %	10.4 %	14.6 %	-3.3 %	15.6 %	0.3 %	651.83
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	4.2 %	9.5 %	12.7 %	16.2 %	95.8 %	60.2 %	1 982.60
Oslo Børs Eiendomsindeks	1.6 %	6.6 %	10.7 %	16.1 %	52.8 %	40.9 %	--
VINX Benchmark Cap	2.9 %	8.4 %	11.9 %	7.1 %	30.9 %	34.3 %	417.50
MSCI All Countries (AC) World Local	3.6 %	8.5 %	16.3 %	7.5 %	41.3 %	33.4 %	--
MSCI All Countries (AC) World	3.4 %	10.0 %	15.8 %	13.1 %	48.0 %	49.3 %	--
MSCI Developed World	3.5 %	10.6 %	16.3 %	14.7 %	48.1 %	51.8 %	--
MSCI Emerging World	2.1 %	5.6 %	12.0 %	2.3 %	47.6 %	29.6 %	--
MSCI Frontier World	0.2 %	4.6 %	6.9 %	-5.3 %	27.2 %	18.1 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	3.6 %	10.2 %	14.6 %	4.5 %	31.1 %	26.0 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	3.0 %	2.0 %	9.3 %	10.3 %	31.3 %	23.2 %	--
MSCI Developed North America	3.9 %	11.6 %	18.1 %	20.9 %	57.9 %	67.4 %	--
MSCI Emerging Latin America	0.4 %	-3.6 %	8.1 %	2.2 %	39.3 %	30.0 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1.8 %	8.2 %	13.2 %	4.7 %	50.3 %	34.1 %	--
MSCI Japan	1.4 %	4.3 %	8.0 %	-0.1 %	31.0 %	31.6 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	5.2 %	11.2 %	18.9 %	13.8 %	51.4 %	56.7 %	--
MSCI AC Consumer Staples	1.8 %	10.4 %	13.2 %	17.0 %	24.3 %	40.6 %	--
MSCI AC Energy	0.3 %	6.1 %	14.3 %	2.6 %	26.1 %	13.8 %	--
MSCI AC Financials	6.3 %	8.8 %	14.9 %	4.9 %	48.1 %	40.2 %	--
MSCI AC Health Care	-2.4 %	2.5 %	5.2 %	15.6 %	33.4 %	35.1 %	--
MSCI AC Industrials	4.2 %	10.9 %	18.4 %	11.8 %	44.6 %	51.2 %	--
MSCI AC Information Technology	6.1 %	19.6 %	25.8 %	24.3 %	108.0 %	113.2 %	--
MSCI AC Materials	1.6 %	7.5 %	12.7 %	4.1 %	42.7 %	37.3 %	--
MSCI AC Real Estate	-1.3 %	6.0 %	14.2 %	17.0 %	30.4 %	38.1 %	--
MSCI AC Communication Services	5.2 %	10.2 %	16.7 %	16.6 %	18.3 %	22.7 %	--
MSCI AC Utilities	-0.2 %	6.2 %	9.0 %	17.9 %	32.0 %	43.6 %	--
USDNOK	0.0 %	2.3 %	-0.2 %	7.7 %	7.2 %	14.6 %	8.66
EURNOK	0.0 %	0.3 %	-2.3 %	0.0 %	4.9 %	14.5 %	9.68
GBPNOK	0.0 %	1.8 %	2.0 %	1.9 %	-4.4 %	-2.7 %	11.20
JPYNOK	-0.6 %	0.0 %	-1.6 %	5.6 %	2.4 %	22.7 %	0.08
CNYNOK	-0.2 %	1.7 %	1.8 %	1.5 %	2.8 %	5.4 %	1.29
CHFNOK	-2.3 %	-0.2 %	-3.7 %	4.7 %	0.8 %	4.8 %	8.49
SEKNOK	-2.0 %	-2.4 %	-6.8 %	-0.7 %	-9.3 %	0.6 %	0.91
Bloomberg Commodity	-0.4 %	0.4 %	5.9 %	-8.0 %	-2.0 %	-19.1 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-3.1 %	-7.0 %	-4.9 %	-15.6 %	-24.8 %	-26.2 %	--
Brent Crude (ICE)	6.4 %	17.6 %	35.3 %	-3.2 %	51.3 %	9.0 %	72.04
Gull spot	-0.7 %	-2.8 %	0.1 %	-2.4 %	-0.7 %	8.4 %	1 279.85
Aluminium spot	-5.8 %	-5.8 %	-4.3 %	-21.0 %	6.8 %	-7.8 %	1 813.75
Kobber spot	-0.9 %	4.5 %	8.0 %	-5.1 %	26.9 %	1.0 %	6 402.50

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av globale renteindekser (avkastning i USD),

MSCI All Countries (AC) World Local (avkastning i lokal valuta) og råvareindeksene (avkastning i USD).

**Ansvarsbegrensning.** Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.