

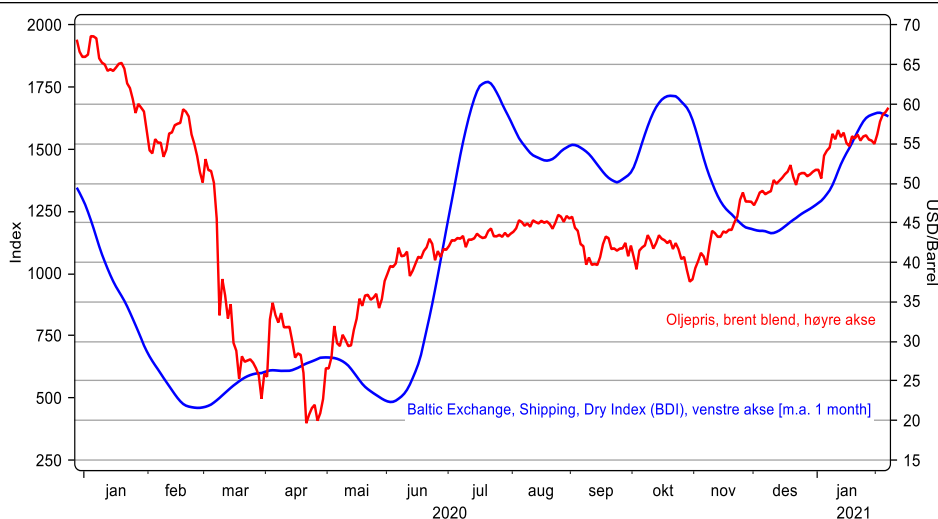
SVAK USD BIDRAR TIL ØKT OLJEPRIS

8. februar 2021

Aksjemarkedet fortsetter å stige i forventning om at en snart får kontroll med viruset. Veksten stiger mest i Asia. Kina ventes å vokse med 6% i år. I USA venter en kraftig finanspolitisk stimulering, samtidig som sentralbanken har lovet å holde renten lav lenge. Normalt ville økt gjeld og stigende inflasjon få rentene på statslån til å stige kraftig. Men, markedet venter at sentralbanken vil aktivt begrense renteøkningen med Yield Curve Controle; et tak på hvor høyt rentene kan stige utover på rentekurven. Flere advarer om at den kraftige stimuleringspolitikken kan få negative følger, og svekke USD. USA har fortsatt stor fordel av å ha verdens reservevaluta. Men, den posisjonen utfordres av Kina, som deregulere kapitalmarkedet og inngår stadig nye avtaler med andre land i Asia om bruk av kinesisk valuta som oppgjørsvaluta. Dermed kuttes USD som vekslingsvaluta.

Økt pengetrykking fra flere sentralbanker, og negativ realrente i USA får stor betydning for kapitalstrømmene i verden. For å oppnå samme forventede avkastning som før må investorer finne andre ting å investere i enn trygge rentepapirer. Dette øker interessen for aksjer, råvarer, det øker belåning og øker bruk av derivater, som er en måte å oppnå høy avkastning til høy risiko, som GameStop er et eksempel på. Når en større andel av kapitalen til forvaltning investeres i passive indeksfond, eller fond som følger algoritmer eller trender, risikerer en kraftig økning i volatilitet.

Oljeprisen har steget til nesten USD 60 så langt i år, og er i en klar stigende trend. Historisk har perioder med svak USD trend og lave realrenter i USA ført til en stigende oljepris. Økt finansiell investering i oljemarkedet kan forsterke denne trenden. Utsikter til økt handel og økte fraktrater er tegn på normalisering av økonomien. I denne rapporten vil jeg se litt nærmere på de finansielle trender som kan påvirke oljeprisen fremover, som et tilleggsperspektiv til de fundamentale forhold i oljemarkedet. Oljeprisen stiger først og fremst på forventninger om at veksten i verdensøkonomien er på vei opp, og at handelen øker, noe som øker etterspørselen etter olje. Lave investeringer i oljebransjen pga det grønne skiftet, og nedstenging av skiferoljeproduksjon i USA gjør at det er vanskelig å raskt øke produksjonen av olje. Globale investeringer i oljesektoren falt med 30% i fjor. I USA er oljeproduksjonen 2 million fat lavere pr dag nå enn toppen før korona. Med klimapolitikken til Biden er det ikke sikkert produksjonen i USA vil øke særlig fremover. Saudi Arabia annonserte et overraskende kutt i produksjonen i januar. At USA har gått fra å være selvforsynt med olje til å igjen bli en importør vil bidra til en ytterligere kapitalutgang, og til en svakere USD og til høyere oljepris.

Stigende oljepris og fraktrate – handel og vekst øker i verden

Elisabeth Holvik
Sjeføkonom
SpareBank 1 Gruppen

+47 95 12 64 61

elisabeth.holvik@sparebank1.no

www.sparebank1.no

Pengetrykking og endret struktur i kapitalmarked gir økt volatilitet

Økt forventning til at en får kontroll med koronaviruset, og at en krisepakke på USD 1 900 mrd i USA skal bli vedtatt, har bidratt til nye all time high noteringer på børsene. Markedet drives av rekordlave styringsrenter, kraftig finanspolitisk stimulering og løfter fra sentralbanker om å kjøpe opp gjeld for å holde hele rentekurven nede. Markedet priser inn at sentralbanken vil begynne med mer aktiv politikk for såkalt Yield Curve Controle, altså at en setter et tak på hvor høyt renter kan stige over hele rentekurven. Så selv om det normale nå ville være at lange renter ville stige kraftig på høyere statsgjeld og høyere inflasjon, så holdes de kunstig nede av forventninger om at sentralbankene vil komme på banen om rentene stiger videre. Både Biden og finansminister Janet Yellen har lovet å «go big», altså å bruke svært mye penger over statsbudsjettet for å få fart på økonomien. Flere advarer mot en slik politikk, senest Lawrence Summers, som torsdag i forrige uke advarte om at Bidens stimuleringsplan var for stor, og at en risikerer å trigge «inflationary pressure of a kind we have not seen in a generation, with consequences for the value of the USD and financial stability.» Utfordringen er at gjelden allerede har steget til urovekkende høye nivå, samtidig som strukturene i finansmarkedet har gjort markedet mer ustabil. Risikoen for å gjøre politikkfeil er dermed mye større enn tidligere. Finansminister Yellen svarte på kritikken i går, og sa at med kraftig finanspolitisk stimuli så vil en oppnå full sysselsetning allerede sommeren 2021, og at den største risikoen for økonomien er å ikke hjelpe de som er arbeidsledige.

Den enormt kraftige økning i pengemengden, negativ realrente som bidrar til investorers jakt etter avkastning, og økt bruk av shorting, utleie av verdipapirer, og bruk av derivater har gitt enkelte ekstreme utslag i aksjepriser den siste tiden, som for eksempel GameStop. Når optimismen stiger, tør flere å ta høyere risiko. Ved å bruke opsjoner kan en vedde på om aksjen skal stige eller falle, og dermed kan en mangedoble avkastningen sammenlignet med å kjøpe aksjen. Handel med opsjoner har eksplodert de siste årene, og særlig kraftig har økningen vært blant småsparere. Selv ved å kjøpe et lite antall opsjoner kan småsparere oppnå ekstremt høy avkastning på kort tid. Grunnen til at GameStop fikk så kraftig opp og nedtur var at mange småsparere gikk sammen og investerte i en aksje som hadde lite tilgjengelige aksjer, men som mange store fond hadde valgt å shorte. Ideen til handelen fikk småsparerne på nettfora, der de kunne lære hvordan handle med produkter som inntil nylig var forbeholdt de store profesjonelle aktørene. Ved å kjøpe mange små opsjoner og aksjer, begynte aksjen å stige. De store fondene som hadde solgt opsjonene måtte på sin side begynne å sikre seg, og ettersom prisen på aksjen steg, måtte de kjøpe den underliggende aksjen for å sikre sine opsjonshandler. Til slutt ble det en ekstrem jakt på svært få aksjer, og prisen steg kraftig. De som hadde kjøpt opsjoner tjente svært mye, før prisen falt kraftig tilbake så snart den akutte short skvisen i markedet var over. Det ble en selvforsterkende trend som følge av hvordan de som solgte opsjonene sikret sine handler.

Den underliggende endring i markedet har skjedd gradvis, og fått økt kraft med den svært aktiviste pengepolitikken. Ved å presse rentene så lavt, så har svært mye av de nytrykte pengene forblitt i finansmarkedet og bidratt til å presse opp prisene på finansaktiva (asset inflation), og svært lite av pengene har gått til investeringer i realøkonomien slik det var tenkt. Med stadig lavere realrenter og stadig flere som tjener seg rike i aksjemarkedet, har stadig flere småsparere blitt motivert til å prøve lykken i aksjemarkedet. Mange er også blitt helt avhengige av inntekt fra aksjesparing for å ha noe å leve av som pensjonist, ettersom stadig flere har gått over til innskuddsbaserte pensjonsordninger. Endret reguleringer har flyttet risikoen fra banker og pensjonsfond og over til enkeltkunder, bedrifter og pensjonssparere. Økt kunnskap om finans og teknologisk fremskritt har gjort at stadig flere kan bli aksjespekulanter fra hjemmekontoret eller gutterommet. Bruk av derivater og opsjoner har økt likviditeten enormt, samtidig som en stadig mindre andel av kapitalen forvaltes aktivt. Dermed har kapitalmarkedet gradvis endret seg, og fungerer ikke på samme måte som før. Den viktigste funksjon til kapitalister/kapitalforvaltere er å prise risikoen i markedet. Jo flere som investerer i indeksfond, eller som følger algoritmer og trender, eller investerer på bakgrunn av tips på ulike nettsted, jo mer ustabil fungerer markedet. På toppen er det et økt ønske fra politikere om å styre kapitalen til gode formål, som til grønne investeringer. Økt reguleringer og krav gjør at institusjonelle investorer i større grad enn før måles etter om de overholder reguleringer heller enn om kapitalen går dit den gjør mest nytte for seg.

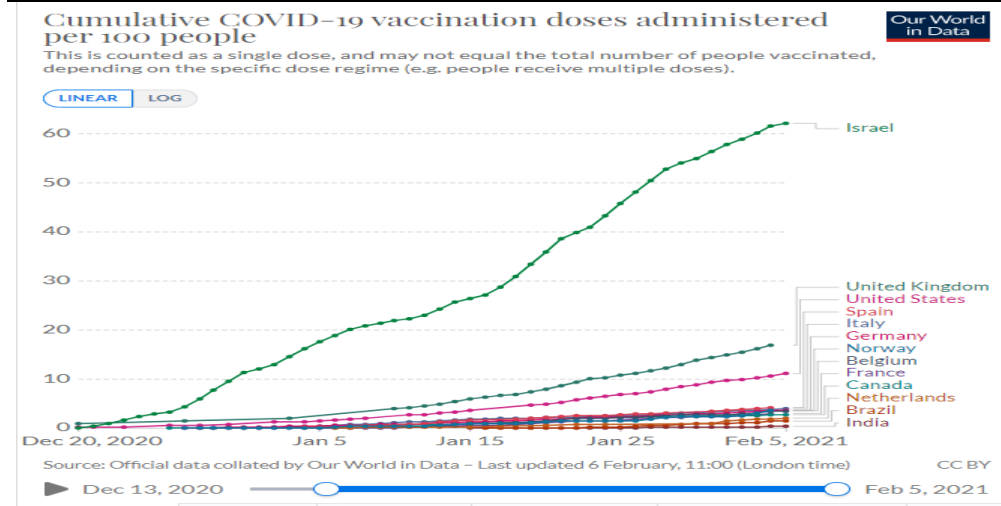
Vi tror det vil bli en videre oppgang i aksjemarkedet, basert på aktiv penge og finanspolitikk, og økt vaksineringsgrad og dermed en gradvis normalisering av økonomien. Men, se opp for økt volatilitet.

Vaksinekappløpets vinnere så langt: Israel, UK og USA

Med muteringer av viruset, importsmitte og sen vaksinerings, kan det se ut til at det blir ny lokale nedstenginger i Norge denne uken. Flere land forbereder seg på at det kan ta flere år før vi har fått kontroll med viruset. Tempoet i å få vaksinert befolkningen varierer fra land til land.

Ser en på hvilke land som har vaksinert størst andel av befolkningen, leder Israel klart med mer enn 60% av befolkningen vaksinert, med UK på knappe 20% av befolkningen vaksinert, og USA med vel 12%, på de neste plassene. EU og Norge ligger langt bak, se figuren under.

USA



Kilde: SpareBank1, Our World in Data

Norge er gjennom EØS avtalen del av EUs vaksineinnkjøp. I en kronikk i Financial Times beskriver Gideon Rachman hvordan EU's mangel på vaksiner ligger an til å bli en politisk skandale. Baktepper er at EU kommisjonen i fjor sommer overtalte EU landene om å koordinere deres innkjøp av vaksiner, og at EU kommisjonen skulle lede innkjøpsprosessen. Tanken var at en skulle slippe konkurranse og politisk splittelse innad i EU. En alternativ forklaring kan være at EU toppene ønsket å konsolidere makt, og at de ønsket å bruke anledningen til videre integrasjon av EU. Historisk har kriser ført til at EU har fått til mer integrering og overføring av nasjonal makt til fellesskapet. Ansvar for helsepolitikk har inntil nå vært opp til hvert enkelt EU-land. Den 11 november i fjor annonserte EUs president von der Leyen ambisjonen om at EU skulle bygge en felles Europeisk helseunion, se pressemeldingen fra EU kommisjonen her: (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_2041)

Men, EU manglet institusjoner og erfaring med å føre en felles helsepolitikk, og ikke minst manglet de erfaring og kompetanse på å kjøpe inn vaksiner til alle EU-landene. I følge Rachman gikk byråkratene i Brussel forsiktig frem, mens USA, Israel og UK handlet raskt. UK signerte avtalen med AstraZenica hele 3 måneder før EU, noe som gjorde at UK tidligere fikk kontroll på produksjonskjeder og logistikk mye før EU. At gapet mellom EU og enkeltstater med en mer markedsbasert økonomi og politikk er såpass stort kan få effekt på nasjonale valg fremover om ikke gapet lukkes relativt raskt.

Felles for Israel, USA og UK er deres gode rammevilkår for grundere og oppstartsbedrifter, og en kultur for entreprenørskap. Ingen av de selskap som kom med de første vaksinene hadde andre tidligere medisiner i produksjon, de var nystartede selskaper med en helt ny teknologi. Selv om Brexit har skapt store problemer for britisk eksport, for handel med mer, så ser det ut til at akkurat når det gjelder å få vaksinert befolkningen raskt, så var det ingen ulempe å stå utenfor EU.

Hvorfor stiger oljeprisen?

Oljeprisen stiger først og fremst på forventninger om at veksten i verdensøkonomien er på vei opp, og at handelen øker, noe som øker etterspørselen etter olje. Produksjonen er lavere enn før som følge av nedstenginger når oljeprisen var svært lav i 2020. Lave investeringer i oljebransjen pga det grønne skiftet, og nedstenging av skiferoljeproduksjon i USA gjør at det er vanskelig å raskt øke produksjonen av olje. Globale investeringer i oljesektoren falt med 30% i fjor. I USA er oljeproduksjonen 2 million fat lavere pr dag nå enn toppen før korona. Med klimapolitikken til Biden er det ikke sikkert produksjonen i USA vil øke særlig fremover, og Saudi Arabia annonserte et overraskende kutt i produksjonen i januar.

I tillegg til de fundamentale forhold i oljemarkedet, så påvirkes også oljemarkedet av investorers investering i olje som en finansiell investering. Med økt pengetrykking og utsikter til negative realrenter i USA, vil finansiell investering i olje kunne få relativt større betydning nå enn før. Jeg skal forsøke å forklare litt av de mekanismer som påvirker interessen fra investorers side for interessen til å investere i oljemarkedet som en finansiell investering.

For investorer er de 3 viktigste prisene/markedene å følge med på:

1. USD
2. amerikanske statsobligasjoner
3. oljepris (og andre råvarepriser)

Fortsatt er USA verdens største økonomi, med verdens største kapitalmarked, og den amerikanske valuta er fortsatt reservevaluta og ankeret i verdens finansmarked. Tilsvarende tar alle finansmarkedsmodeller utgangspunkt i den risikofrie rente, og verdens risikofrie rente er amerikanske statsobligasjoner. Normalt i perioder med markedssuro, slik det var i mars, så vil investorer flykte til trygge havner og den tryggeste havn av alle har til nå vært amerikanske statsobligasjoner. Jo flere som flykter til trygge plasseringer i USA, jo sterkere blir USD. Tilsvarende er oljeprisen et mål på optimisme i verdensøkonomien. Jo høyere vekst og jo mer handel, jo sterkere har oljeprisen vært. Historisk har perioder med høy vekst ført til høyere inflasjon, og fallende realrente. I perioder med fallende realrenter pleier USD å svekke seg, og investorer blir motivert til å lete etter investeringer som gir høyere forventet avkastning enn trygge amerikanske statspapirer. Etter valget av Biden, og med flertall i begge kammer i kongressen, ligger det an til en periode med kraftig stimulering, manipulerede lave renter, og dermed fallende realrenter i USA, noe som kan gi en lang periode med svak USD trend og dermed økt investeringer i olje, og oljerelaterte aktivaer, herunder den norske kronen. At Kina vokser kraftig, og inngår valutaavtaler med sentralbanker, vil svekke USD som reservevaluta.

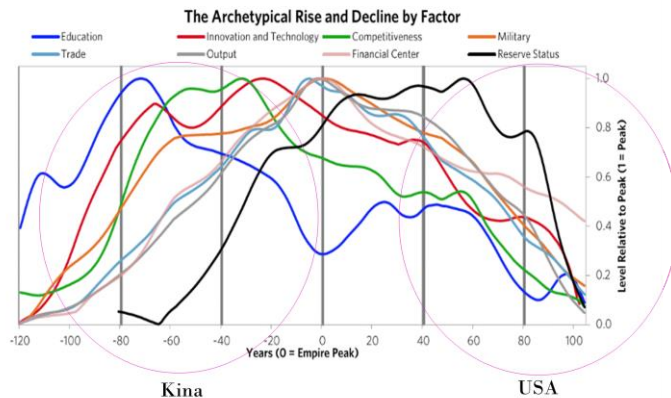
Kina vokser kraftig

Kinas BNP steg med hele 6,5% i fjerde kvartal 2020, etter at de raskt og brutalt fikk kontroll med koronasmitten, og stimulerte økonomien kraftig. Kina ble dermed et av svært få land som opplevde positivt BNP vekst i fjor, med en økning for hele året under etter på 2,3%. Kinesisk produksjon og eksport av medisiner, smittevernutstyr, og utstyr til bruk på hjemmekontor har ført til kraftig økt eksport. Fra mars til desember i 2020 ble det eksportert 224 mrd masker fra Kina, mer enn 40 masker pr person på planeten. Utfordringen for Kina er at privatkonsumet er svakt, og at mye av veksten holdes oppe av kraftige stimuleringstiltak fra myndighetenes side, i tillegg til eksport. Gjelden har økt, og i kommunistpartiets økonomiske mål for året, som ble lagt frem i desember, så var det å dempe stimuleringen for å dempe gjeldsveksten et av hovedmålene for 2021. Utfordringen i Kina er å bedre balansere vekstdriverne. I dag hviler for mye av veksten på eksport. I desember varslet det kinesiske kommunistpartiet at målet for økonomien nå er å gradvis redusere stimuleringen, dempe gjeldsveksten og legge til rette for økt innenlandsk forbruk. I 2020 falt forbruk av catering og restaurant med hele 17%, men detaljhandelen samlet for året 2020 falt med 3,9%.

Kina har forhandlet flere handelsavtaler lokalt i Asia, og har forhandlet frem avtale med bl.a. Sentralbanken i Indonesia der de vil veksle valuta direkte med hverandre. Det betyr at valutaveksling for handel mellom Kina og Indonesia fremover vil bli vekslet direkte fra indonesisk til kinesisk valuta, uten å gå veien om USD. Kina er Indonesias viktigste handelspartner. Den økonomiske veksten er sterkest i Asia, og mer av handelen ser ut til å konsentreres om regional handel i Asia. Tidspunktet for når Kina vil gå forbi USA som økonomisk stormakt har rykket nærmere etter Korona.

Stilisert forløp for en stormakts vekst og fall, reservevaluta i svart

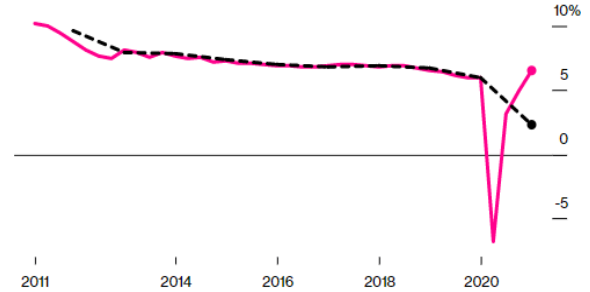
Kina med kraftig BNP vekst i Q4



Rebound in China

One of the few v-shaped recoveries globally

Annual GDP growth Quarterly GDP y/y



Source: National Bureau of Statistics

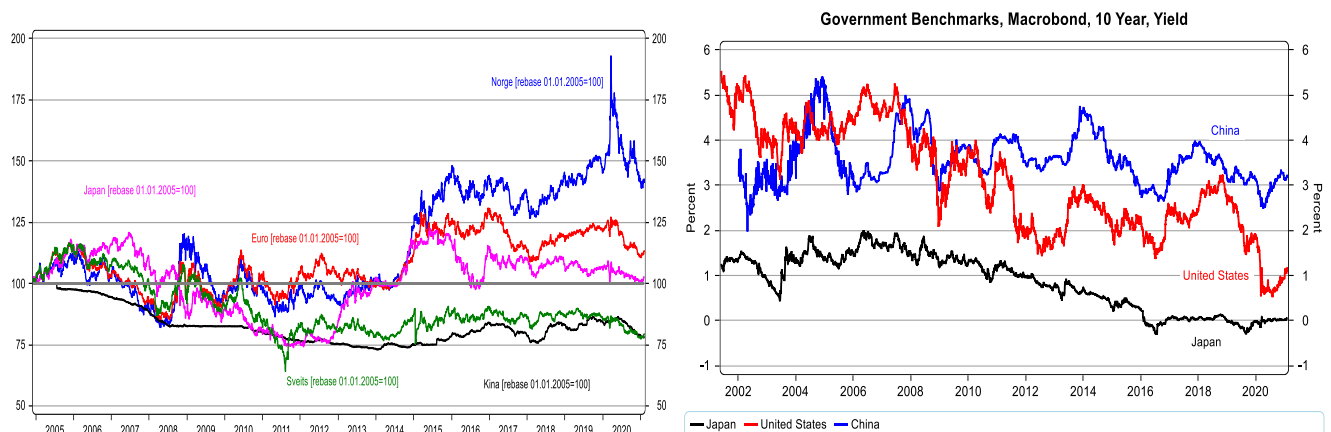
Kilde: SpareBank1, Ray Dalio, Bloomberg

Kina deregulerer kapitalmarkedet

Kina har gått svært forsiktig frem i å modernisere økonomien. De har gradvis deregulert deler av sin økonomi, fra arbeidsmarked, til boligmarked, til nå å deregulere kapitalmarkedet. Hvordan Kina håndterte markedsuroen gjennom 2020 er helt annerledes enn i krisen i 2008. I 2008 ble på mange måter valuta og kapitalmarkedene i Kina fryst, og de holdt en helt stabil valutakurs mot USD gjennom perioden 2008-2010. I 2020 har de tillatt valutakursen å styrke seg, og målt mot januar 2020 er den kinesiske valutakursen rundt 8% sterkere. Tatt i betraktning det store overskuddet på handelsbalansen, og den sterke veksten i kinesisk økonomi relativt til andre land, er det grunn til å tro at den kinesiske valutakursen vil fortsette å styrke seg. Renten på en 10 års statsobligasjon er på over 3% i Kina. Med en prisvekst i Kina på rundt 2% betyr det en positiv realrente på over 1%, mot forventet negativ og fallende realrente i USA. Høy vekst, positiv realrente, overskudd på handelsbalansen og gradvis åpning av det kinesiske markedet for utenlandsinvesteringer vil trolig gi en gradvis sterkere kinesisk valuta, og tilsvarende svak USD.

Valutaendringer mot USD. Over 100: svakere kurs mot USD

Rente på 10 års statsobligasjon i Kina, USA



Kilde: SpareBank1, Macrobonds

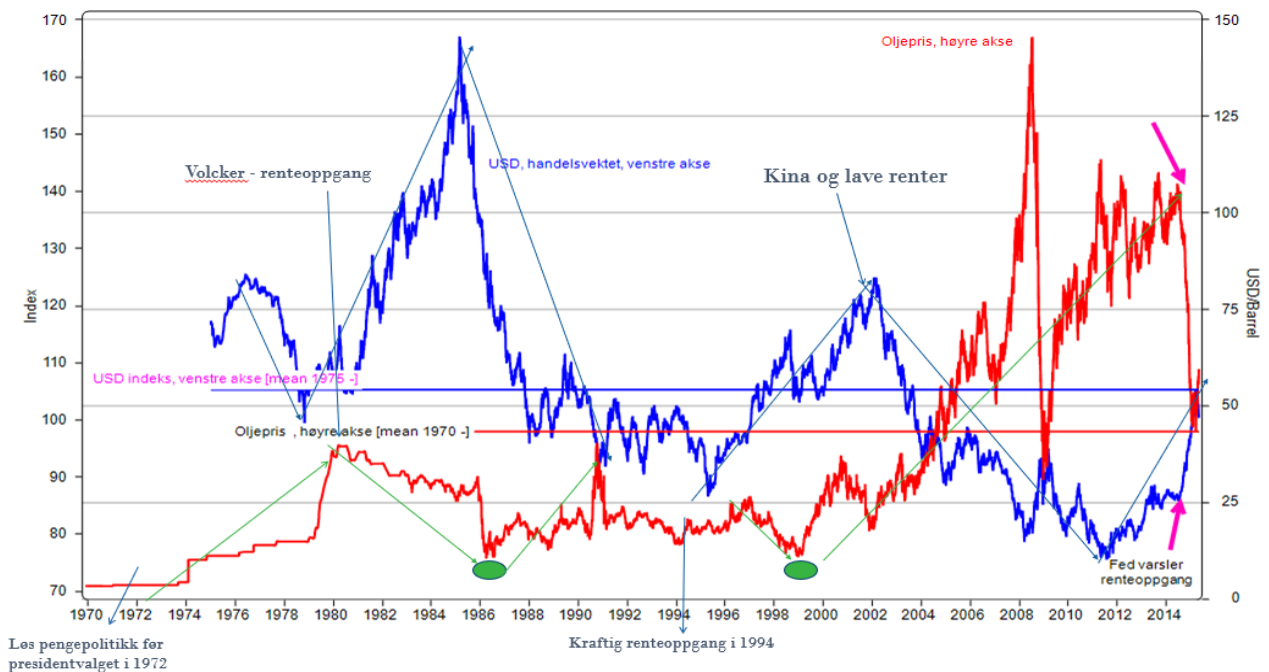
Svak USD-trend pleier å gi sterkere oljepris

USD har det siste halvåret vært i en nedadgående trend, som vi har kommentert og advart om siden i fjor sommer. Valget av Biden, med flertall i begge kammer, kombinert med et klart endret pengepolitikk, bidrar til å forsterke denne trenden. Den tidligere rådgiver til Obama, Lawrence Summers, advarte i klartekst forrige torsdag om at den kraftige stimuleringspolitikken som nå føres i USA kan lede til et inflasjonssjokk ikke sett på en generasjon. Summers peker dermed på den samme risikoen for å gjenta feilene på slutten av 1960-tallet og inn på 1970-tallet som jeg har beskrevet i flere tidligere rapporter. Summers advarer om at en økning i inflasjon vil svekke USD og den finansielle stabilitet. Et viktig poeng Summers tar opp er at å øke hjelpepakken så kraftig, vil redusere muligheten for å

investere i produktivetsfremmende tiltak som forskning, infrastruktur mm. Dermed svekkes den amerikanske konkurransekraften relativt til Kina, som har svært strategisk investeringer i teknologi og infrastruktur. Konkurransekraften til Kina styrkes relativt til USA, og handelsbalanseunderskuddet risikerer å øke videre, og derigjennom svekke finansiell stabilitet i USA.

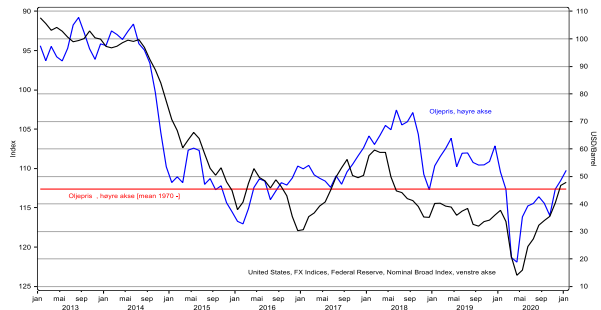
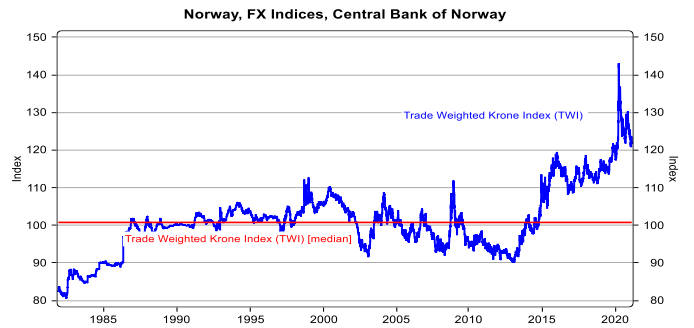
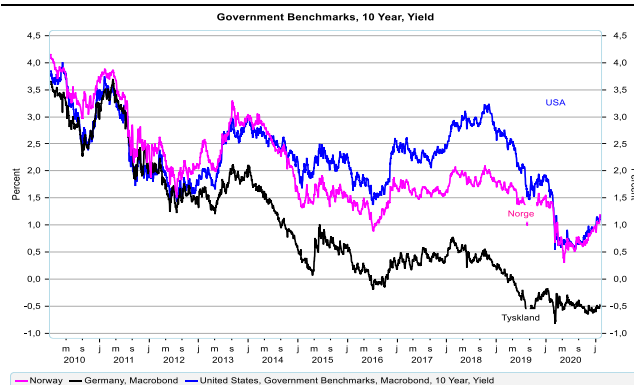
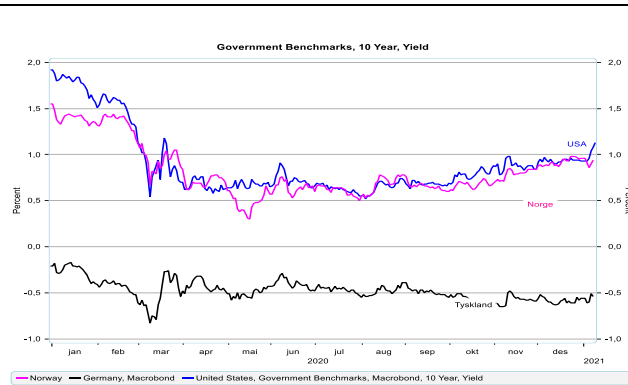
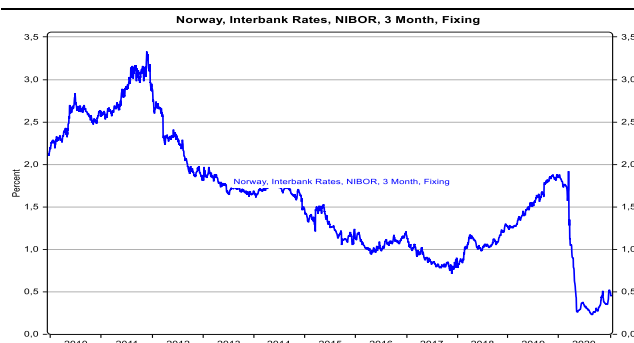
Historisk har perioder med en klar svekkende trend i USD og lave realrenter gitt en økning i oljeprisen. Dette er en sammenheng jeg skrev om i årene etter 2012, med blant annet referanse til historikeren Charles P. Kindleberger, og en empirisk analyse som ble gjort av Filip Novotny fra den tsjekkiske sentralbanken i 2012¹. Novotny skriver: "*Growth in the intensity of the inverse relationship between the US dollar exchange rate and the Brent crude oil price has been observed over the last decade. This may be linked, among other things, to the growing role of commodities as an alternative investment instrument at times of excess liquidity and low interest rates on global markets. This analysis examines monthly data from January 1982 to September 2010. Since 2002 the direction of the relationship in the Granger causality sense has been from the dollar exchange rate to the oil price. A weakening of the dollar of 1% causes the Brent oil price to rise by 2.1%*". Med en stadig mer aktiv sentralbankpolitikk, der pengemengden øker kraftig, vil likviditetsdrevet investeringer i det som blir oppfattet som «hot» eller populære temaer kunne øke kraftig. Markedsbevegelsene i mars og april i fjor, der oljeprisen i en kort periode var negativ i USA, er et eksempel på økt finansiell investering i olje. Det er verdt å merke at sammenhengen ikke er stabil, og at den vil variere med andre temaer i markedet og grad av risikovilje.

USA: historisk sammenheng mellom USD og oljeprisen (med varierende grad av sammenheng)



Kilde: SpareBank1, Filip Novotny og Charles P. Kindleberger, Macrobonds

Sammenhengen mellom USD og oljeprisen ser ut til å ha økt det sist året. Den norske kronen har styrket seg noe fra det rekordsvake nivået under krisen i mars i fjor. Men, målt med den handelsvektet kursen er kronen fortsatt på et svakt nivå. Kronestyrkelsen er foreløpig i hovedsak knyttet til svak USD trend. Men, om trenden fortsetter kan den i større grad også bidra til en sterkere kronekurs også mot andre valutaer.

USD (invers skala) og oljepris**NOK, handelsvektet kurv****Norge – Oslo børs siden 2010****Norge – Oslo børs siden årsskifte****10 års statsrente – Norge, Euro, USA****10 års statsrente siden årsskifte****3 måneders interbankrente (NIBOR)****3 m NIBOR siden årsskifte**