

SpareBank MARKETS



Verden, Norge, (Rogaland) og (den siste) oljen

Harald Magnus Andreassen

22. mai 2019

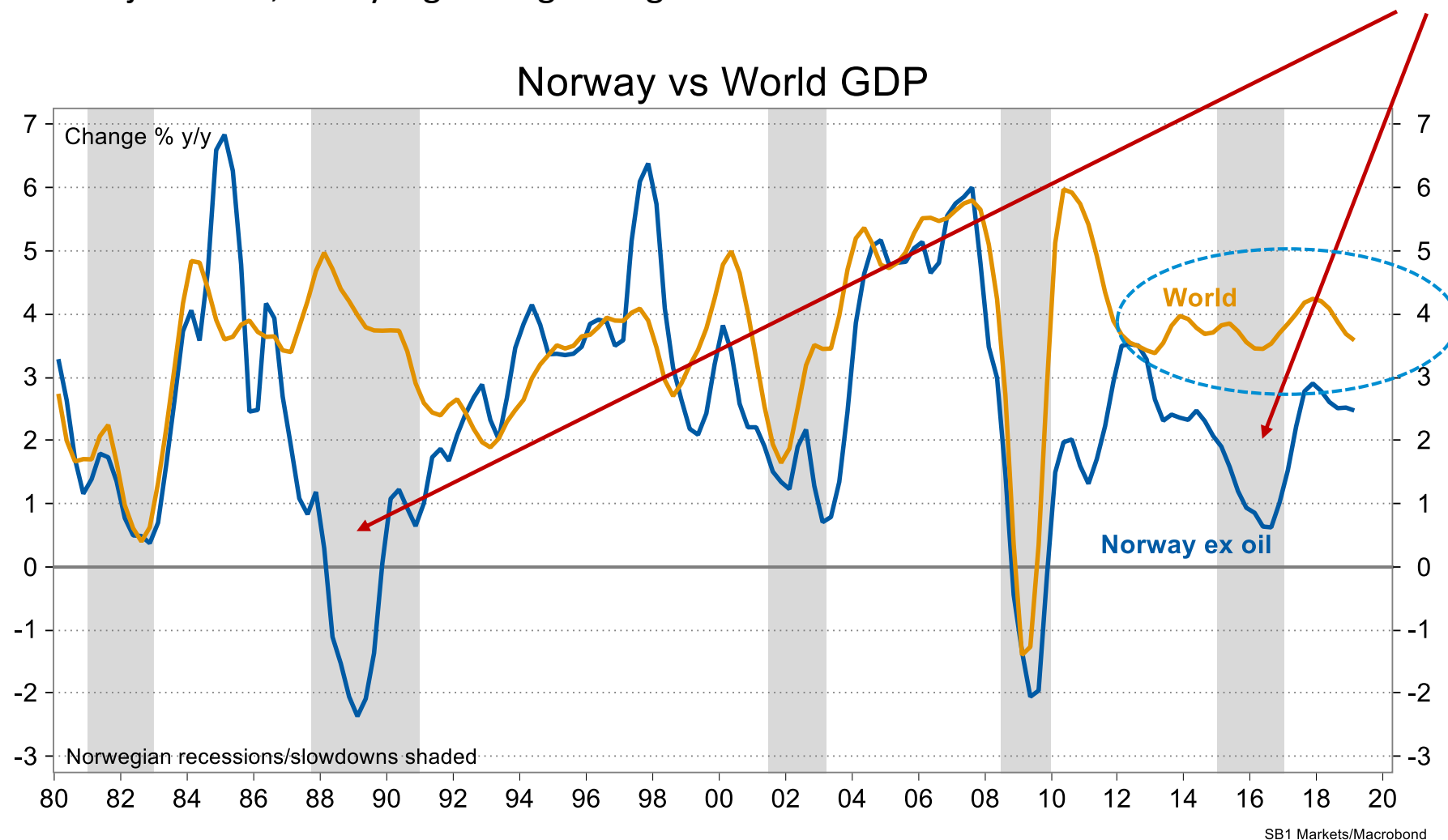


PETRO Finans 2019

SpareBank
MARKETS

Økonomiene: De svinger (og ofte i takt)

Det er konjunkturer, lett synlige. Norge svinger normalt i takt mer resten av verden. Kun to unntak



Går det galt nå?

Verden rund oss: Alt ikke i grønn sone lenger

Etter at for mye har gått for bra for lenge

- For lav arbeidsledighet
- For høye investeringer
- For mye gjeld, ubalanser

Eller noe helt annet går fullstendig galt

- **Politikk**, krig, pest eller koleara

Og er du investor: Pass på det viktigste, **prisingen**

Handelskrigen, Brexit, budsjettsprekk i USA
Og trøbbel i Italia, gatekamper i Frankrike,
trøbbel i andre land i EU. Og i Ukraina, Iran,
Venezuela

Felles: POPULISME

Så er ULIKHET, KLIMA på vei

Trade is Bad. I am a Tariff Man

Det kan gå riktig galt. Men trenger det ikke

Dårlige odds

- Ingen forståelse, ingen strategisk linje

Men

- NAFTA (Ca/Mex - verdens verste avtale) reforhandlet, *uten substansielle endringer!* En stor seier!
- KORUS (S-Korea, en forferdelig avtale) reforhandlet, *uten substansielle endringer!* En stor seier!
- Kina og USA forhandler, *om forhold som (trolig) lar seg løse*, om de vil. ***Men de sliter nå***
- Og: Mange i USA (og i Kina) venter en mye større konflikt. ***Hvem skal være størst/mektigst?***

Til nå har global tollsats kun økt fra 3% til 3,5%. Den har vært 30-40%

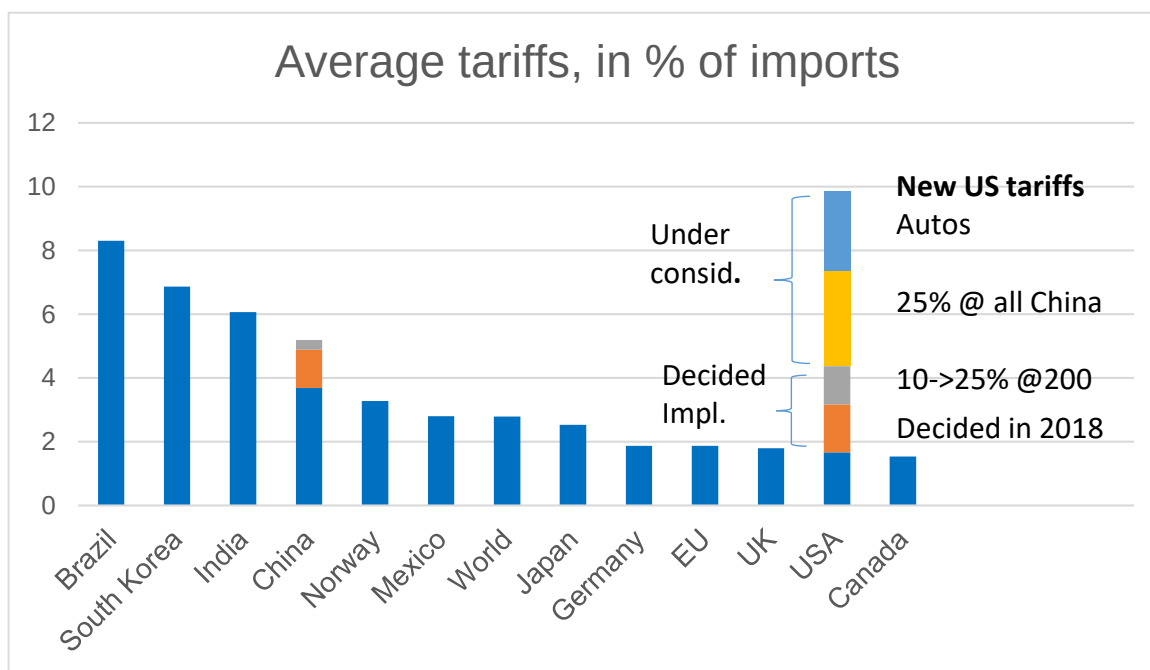
Hva kan gå galt? Kina/USA, selvsagt. Biltoll kommer likevel



Andrea Ucini

Handelskrigen: Hvor ikke kan det bli? Trump har truet med mye

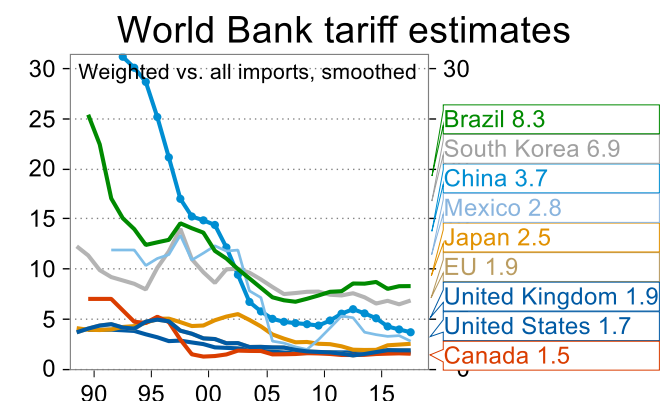
Så langt: USA tollsats (snitt) opp fra 1.7% til 4.3%. Truer med 10%. Det er mye...



World Bank, SB1 Market calculations

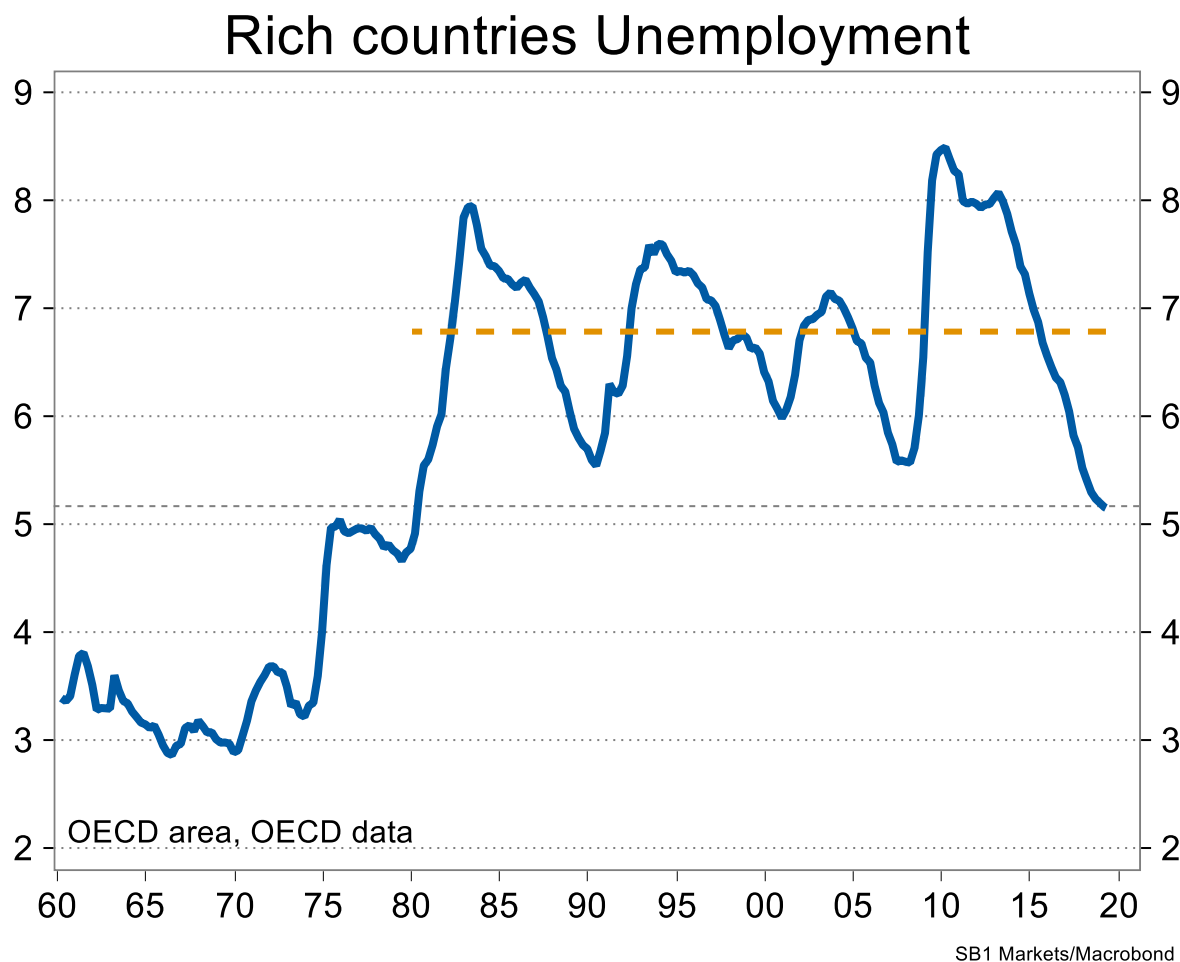
- **Toll på 10% vil være dyrt for amerikanske kjøpere og kinesiske selgere**
 - » Alle andre vil prøv å slå tilbake, selv om det rammer dem selv...
- **Kina har svart, men har ikke mye så svare med**
- **Hvor langt går Trump?** Ikke mulig å si, men han er opptatt av dette aksjemarkedet...
- **Trump har roet noe ned nå, har**
 - » Utsatt 25% biltoll inntil 6 mnd
 - » Fritatt Canada og Mexico for alu/stål-toll
 - » Og Huawei har fått utsatt svartelisting med 90 dager

Det var ikke mye toll igjen, før Trump startet



Unormalt kraftig fall i arbeidsledigheten i rike land. Lavest siden 1980!

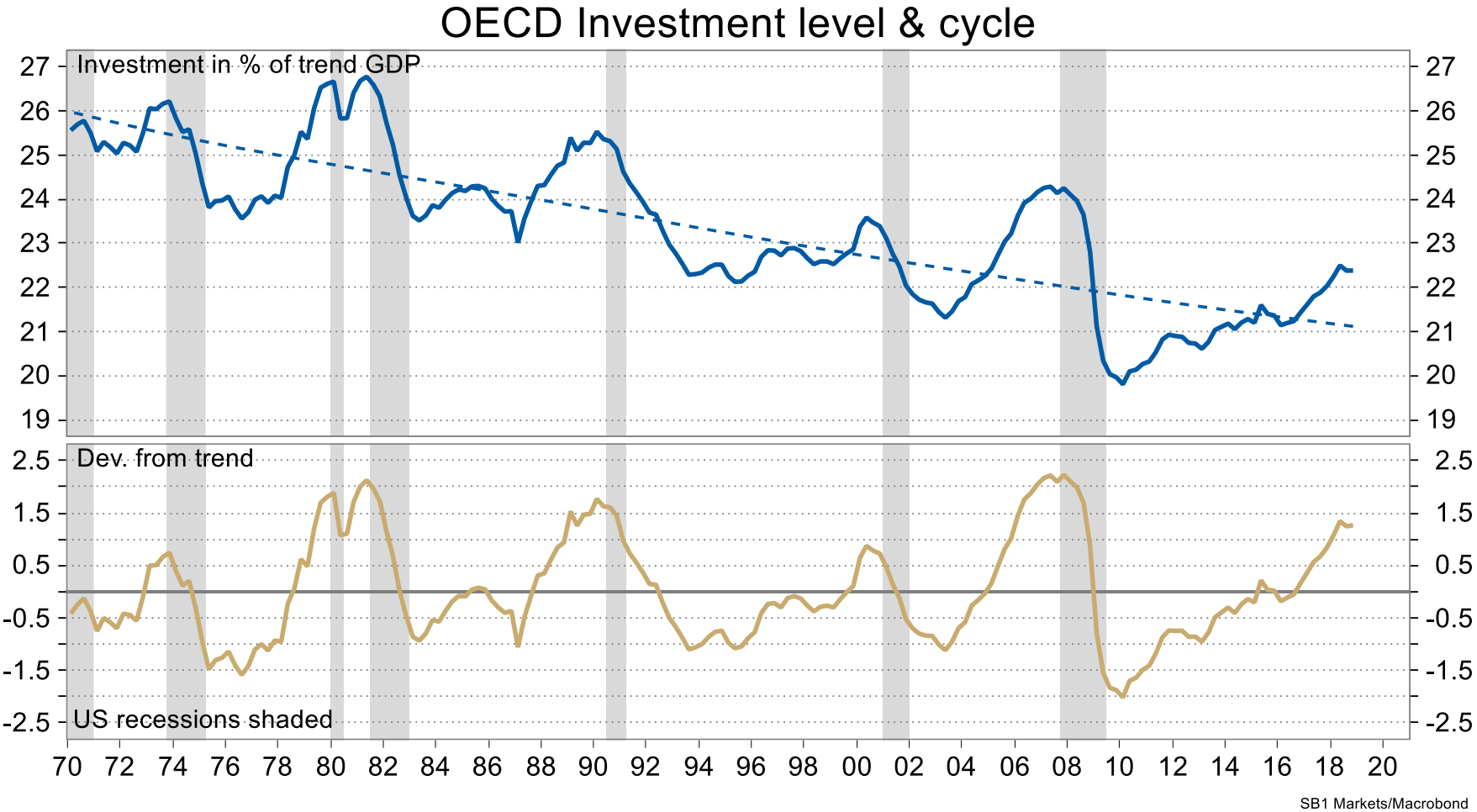
Dårlig nytt, selvsagt. Trikset kan neppe gjentas. *Modningstegn*



- Største nedgang, ever!
- Ledigheten ned overalt
 - » Lavere enn normalt «overalt»
 - » Sysselsettingen stiger, er rekordhøy i mange land
- Ledigheten lavest på
 - » 50 år i USA
 - » 44 år i UK & Canada
 - » 38 år i Tyskland
 - » 25 år i Japan
- *Lønnsveksten kryper opp*

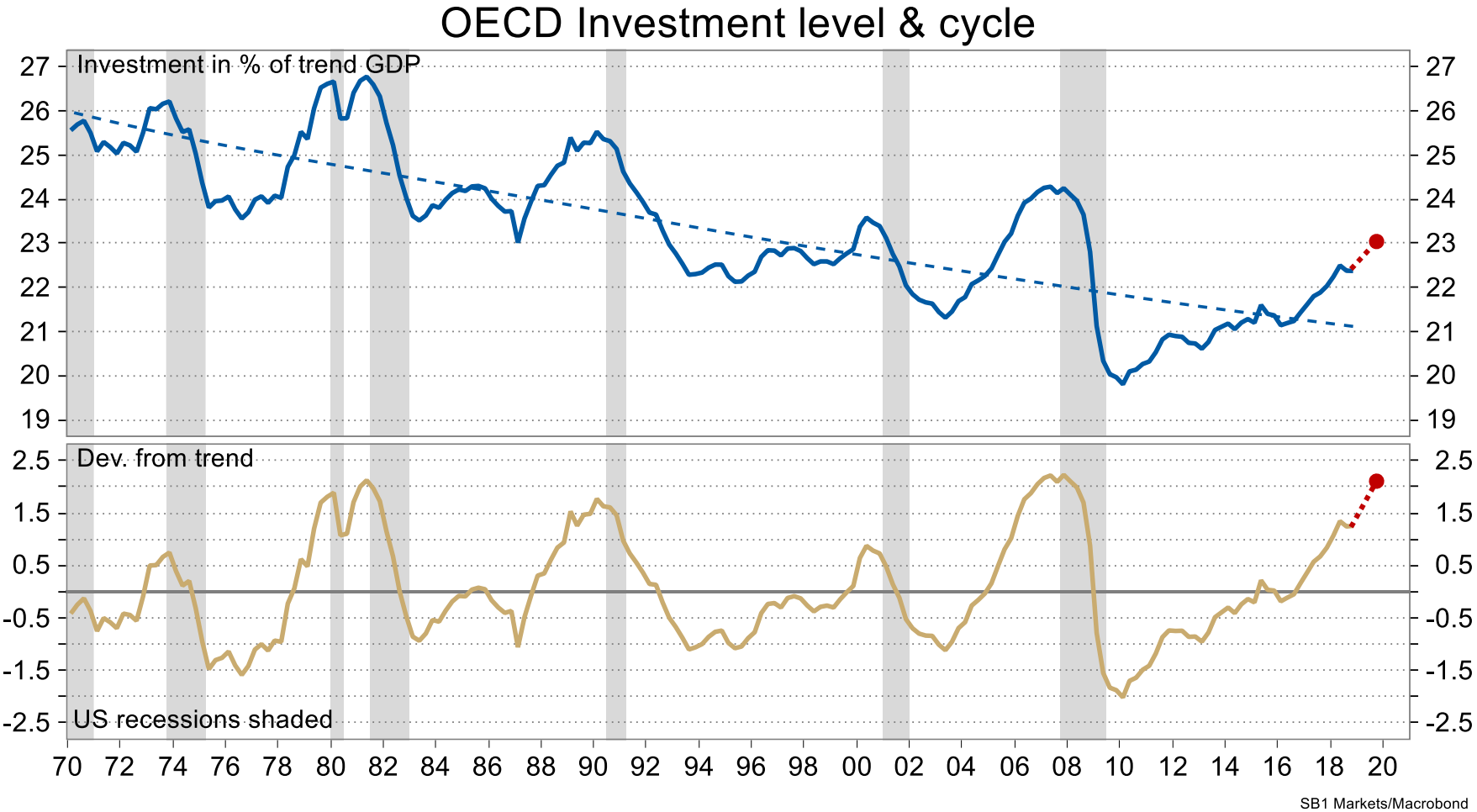
Det beste er bak oss, vekstmessig

Rike land: Investeringene har steget bra, er ikke lave lenger!



Rike land: Investeringene har steget bra, er ikke lave lenger!

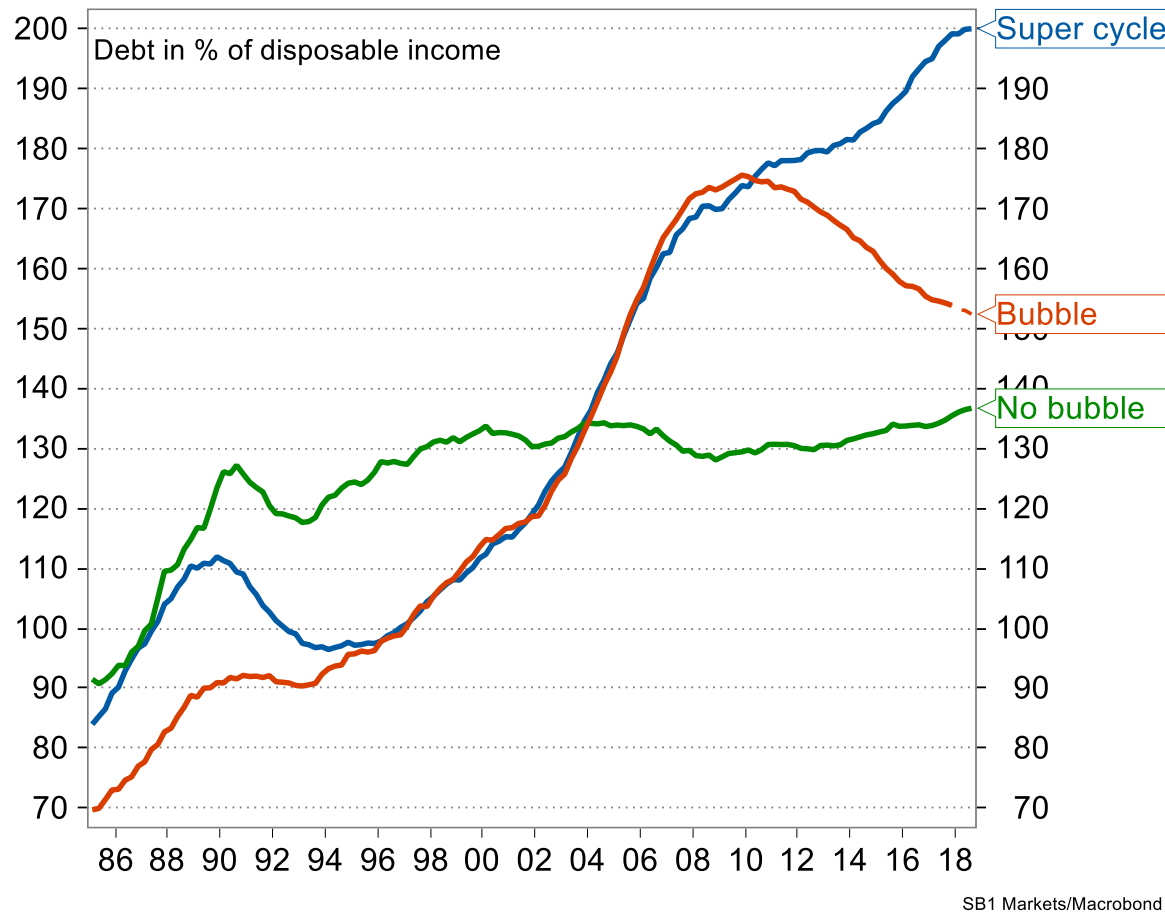
Fortsetter det sånn ett år til... (PS: Det er IKKE vårt anslag, vi ser tegn allerede...)



Kødder ikke: Folk flest har nedbetalt gjeld de siste årene

“Vi” har fått en ½ årsinntekt mer i gjeld enn “de andre”

Household debt



“Vi” i supergjengen tåler neppe høy rente så godt (Australia, Canada, Norge, Sverige)

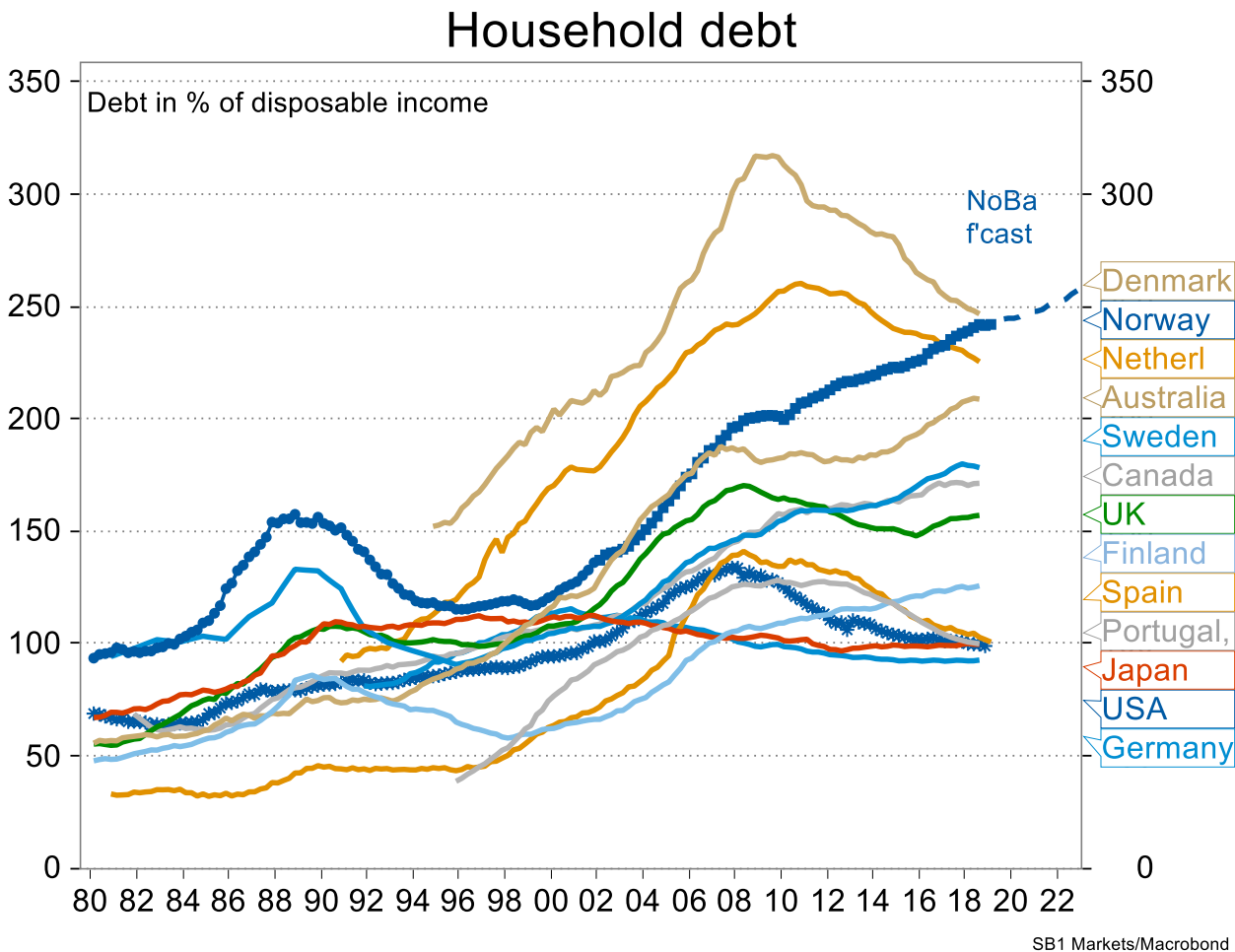
“Vi” har bygget mye og investert mer i boliger som gir dårlig avkastning, finansiert med mer gjeld

fordi renten var lav, uten at arbeidsledigheten var høy

De andre har enten nedbetalt gjeld, eller ikke tatt opp (mye) mer

Gjeld: Vi har tatt sølv, men går for gull! (og Norges Bank heier på)

Norges Bank: Gjelden har økt så mye at vi må være forsiktige med å heve renten...



... så vi setter renten så lavt at gjelden fortsetter å øke i samme tempo

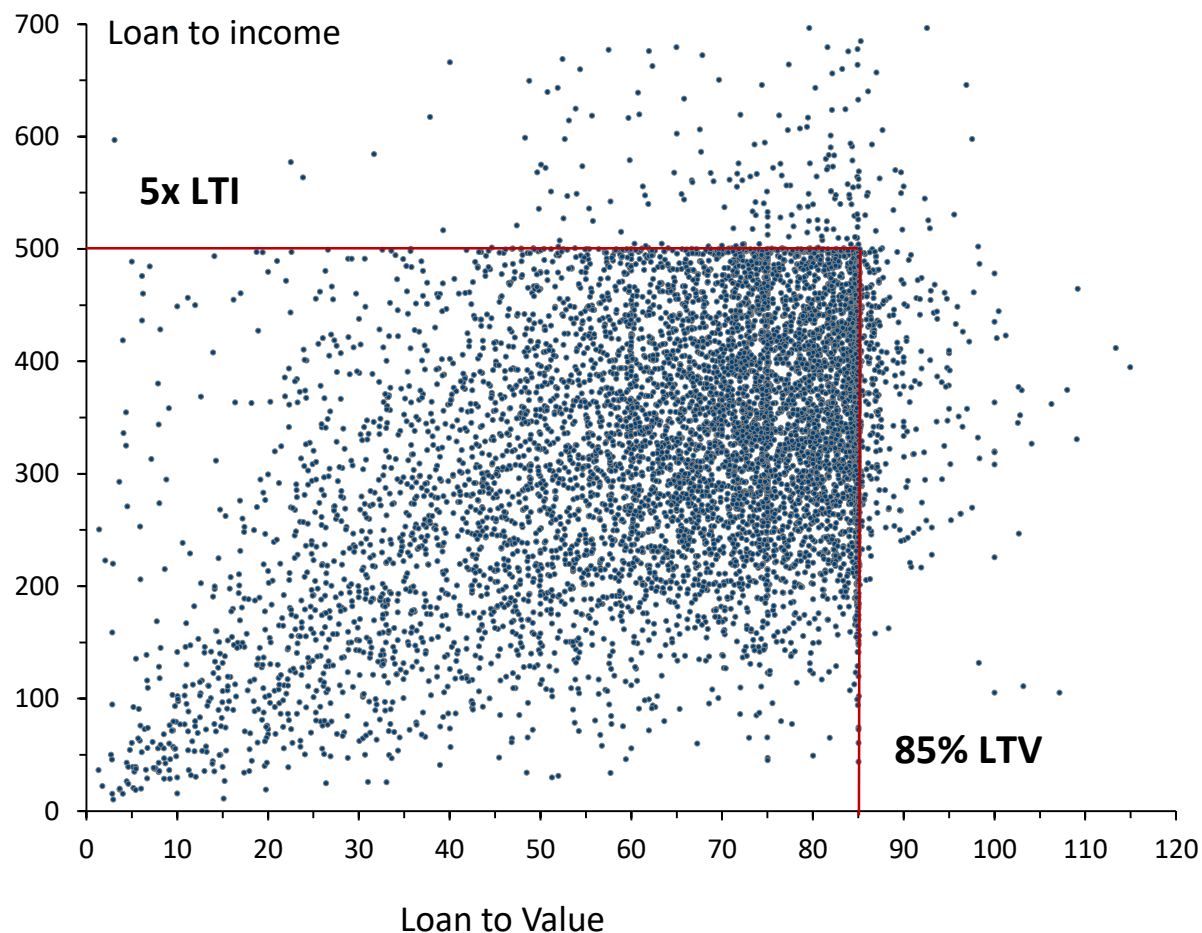
Gjelden har steget raskt på tross av harde reguleringer – fordi renten har vært for lav for husholdningene

Og spareraten faller...

Hvordan hadde fugleflokken sett ut, uten “buret”?

Den hadde fløyet ut og opp

Belåningsgrad (LTV) og gjeldsgrad (LTI) for boliglån



Etterspørselen etter lån har vært mye høyere enn faktisk gjeldsvekst indikerer, **fordi renten har vært svært lav**

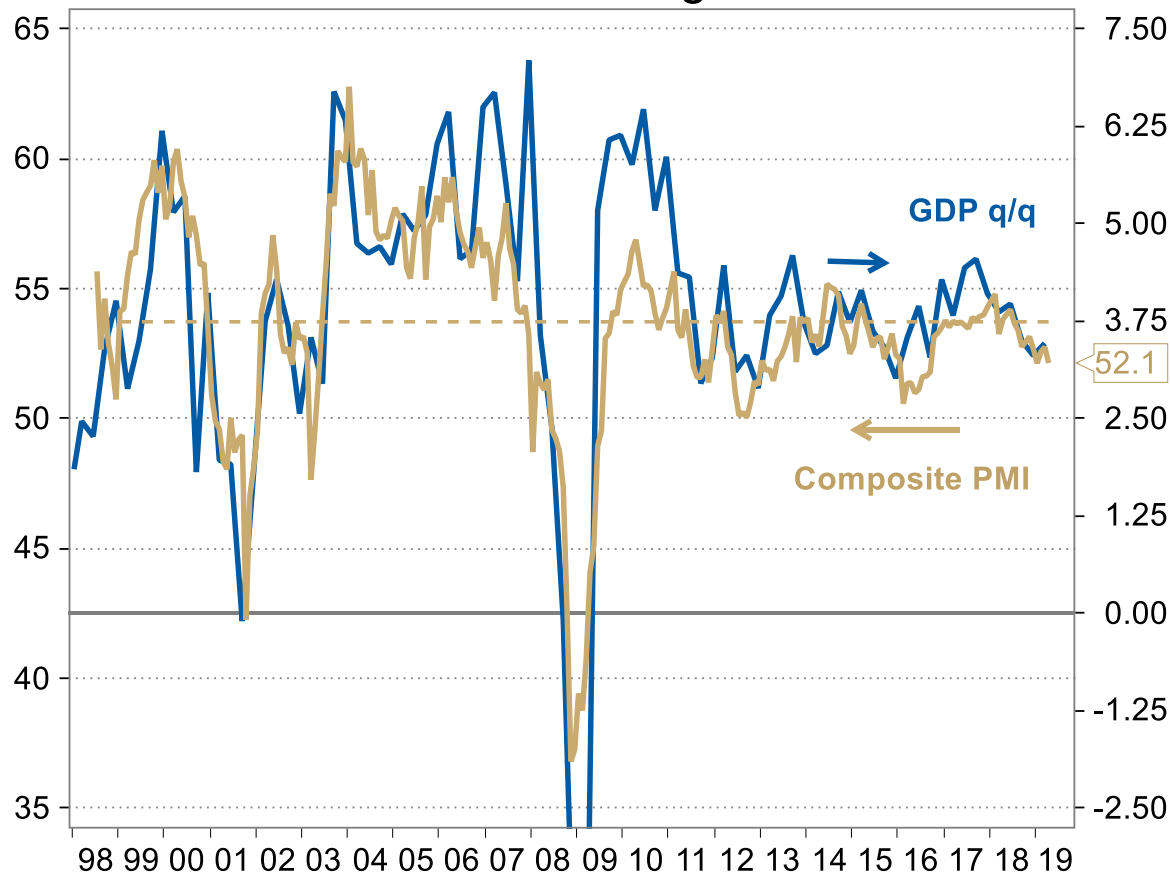
Neppe bråstopp om renten heves litt
Men om den heves mye...

Dog: Noen banker sier at mange kunder vil slite med 5 pp sikkerhetsmargin om renten settes litt opp (Altså: De tålte 7,5%, men vill ikke klart 8%)

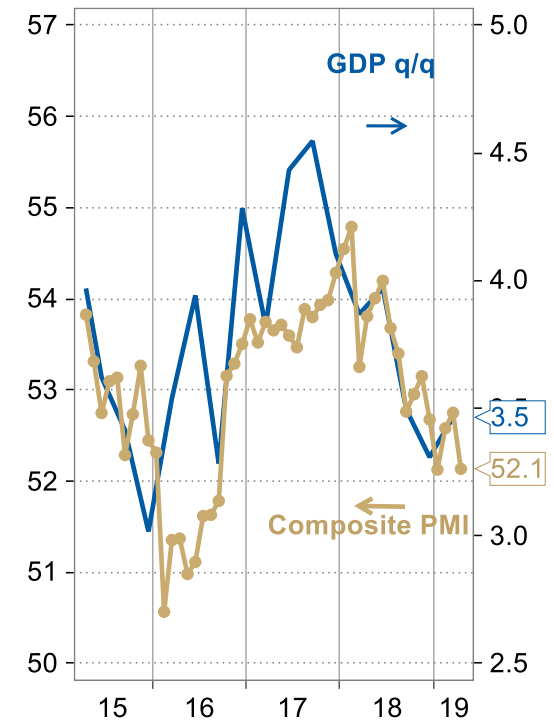
Bedriftene: Bedriftene melder brems. Ikke dramatisk. Ikke ennå i alle fall

Men risikoen for at det kommer noe mer denne gangen er større enn vi liker...

Global PMI vs growth



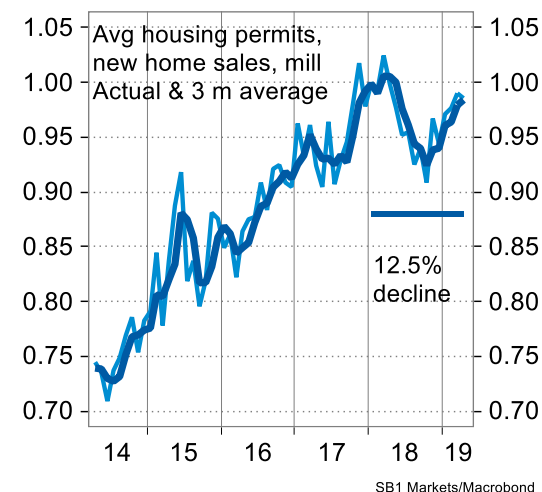
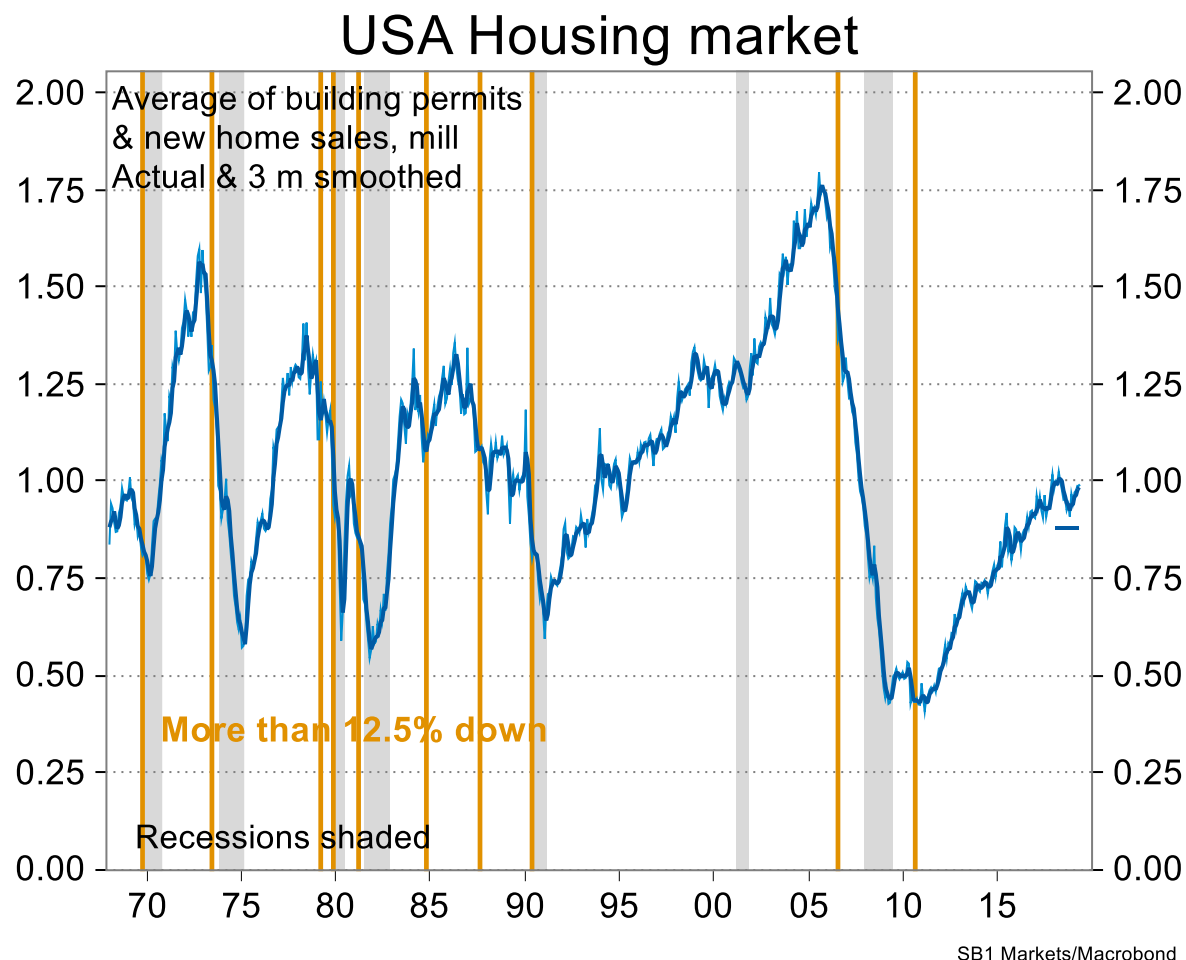
SB1 Markets/Macrobond



SB1 Markets/Macrobond

Bolig vs resesjon: Bedring i boligmarkedet, 2018-brems nesten reversert

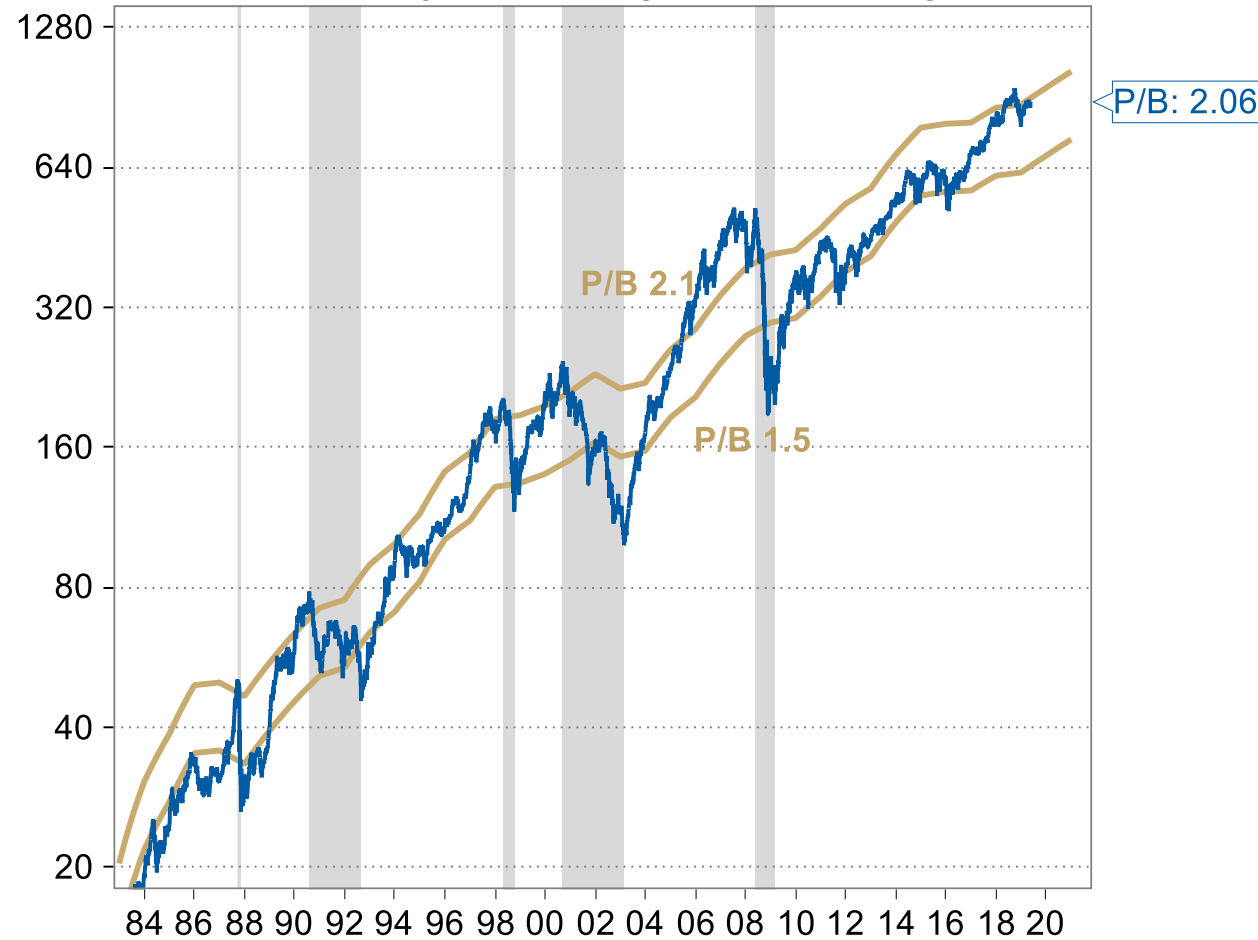
Antall byggetillatelser (permits) har økt i 6 mnd, og boligbyggerindeksen forrige uke bekrefter opptur



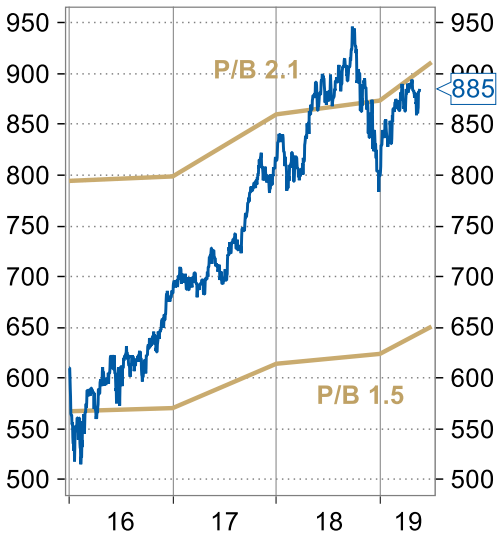
Prisingen: De ble ikke veldig dyre, men litt. Nå er de litt billigere. Men ikke billige

Vi sier moderat undervekt, ikke SALG

Oslo Børs - aksjeverdi og verdi av egenkapitalen

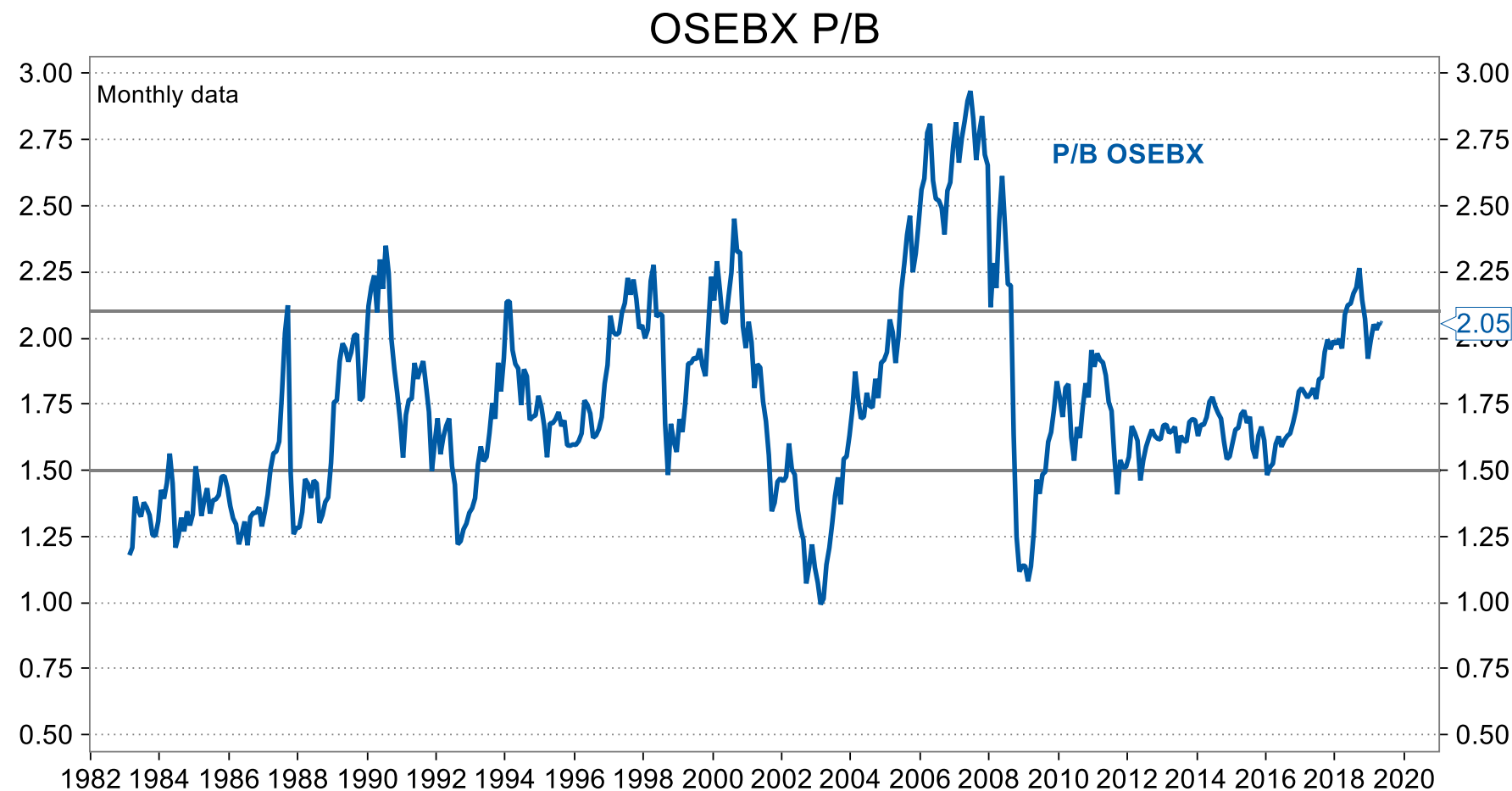


Source: Oslo Børs, Vital, Bloomberg, SB1 Markets, Macrobond.



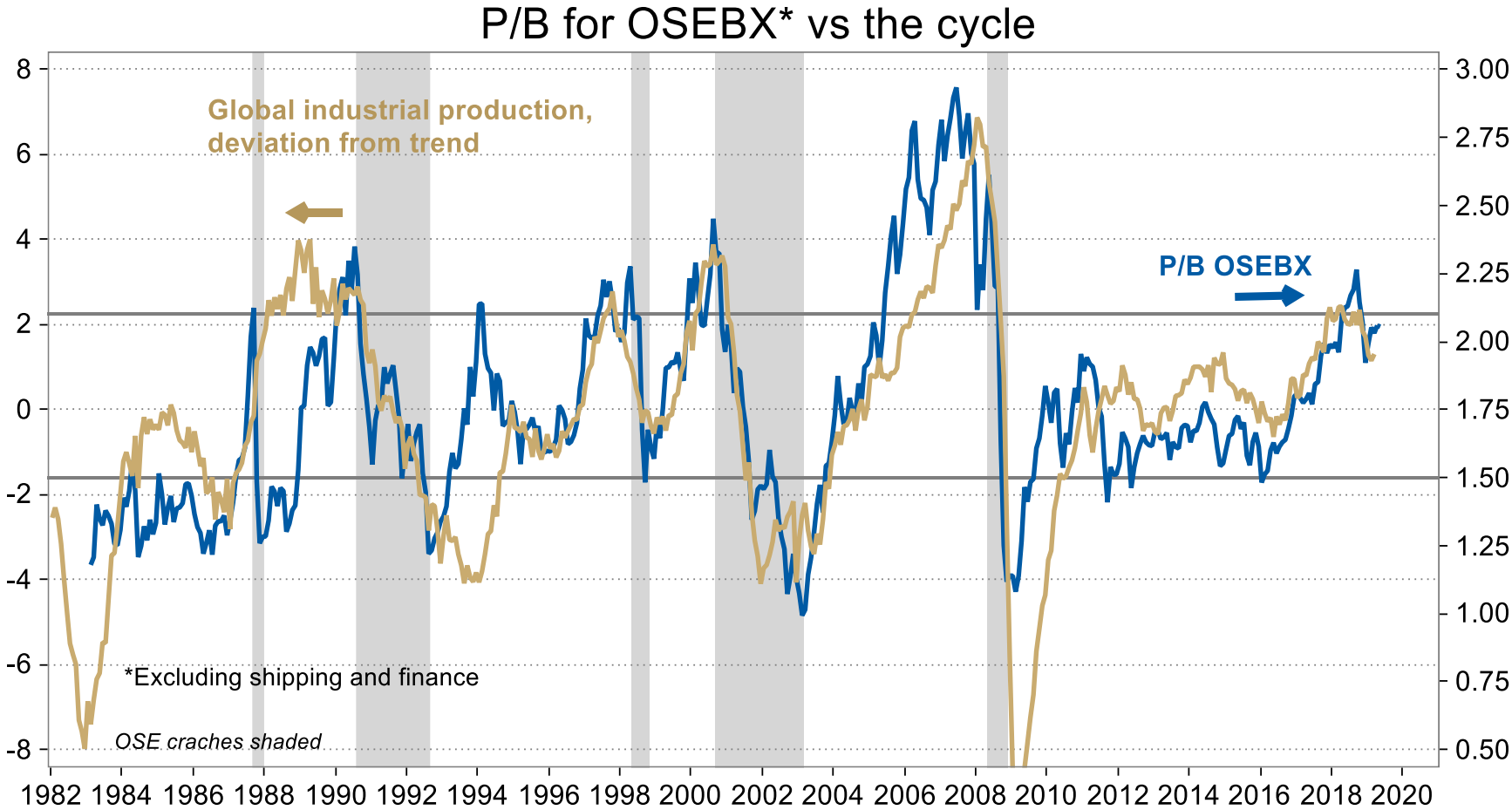
Source: Oslo Børs, Vital, Bloomberg, SB1 Markets, Macrobond.

Det svinger – men prisingen stabil “over tid”



Source: Oslo Børs, Vital, Bloomberg, SB1 Markets, Macrobond

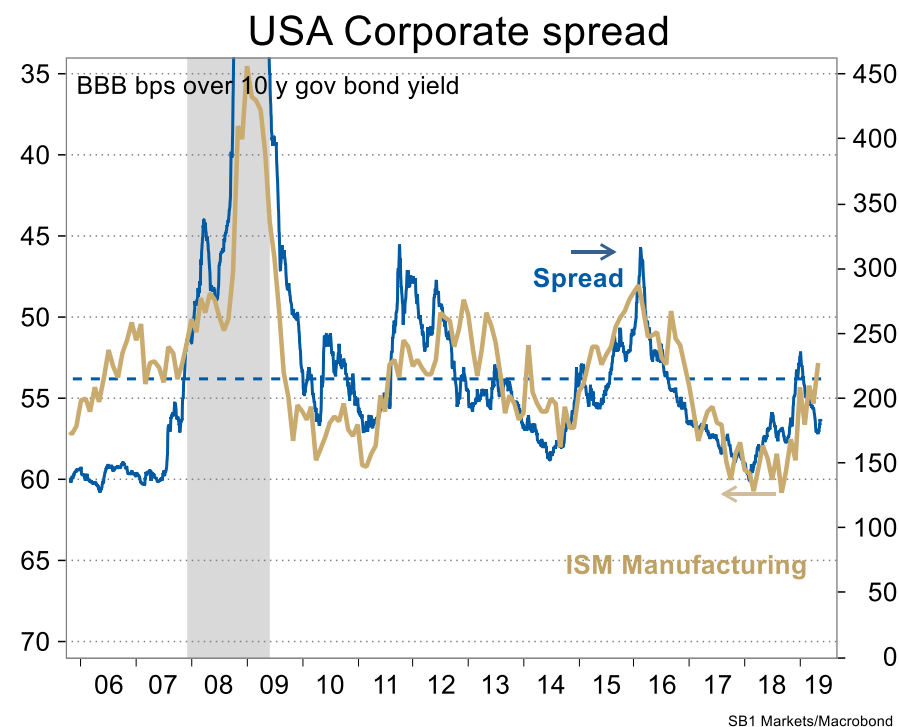
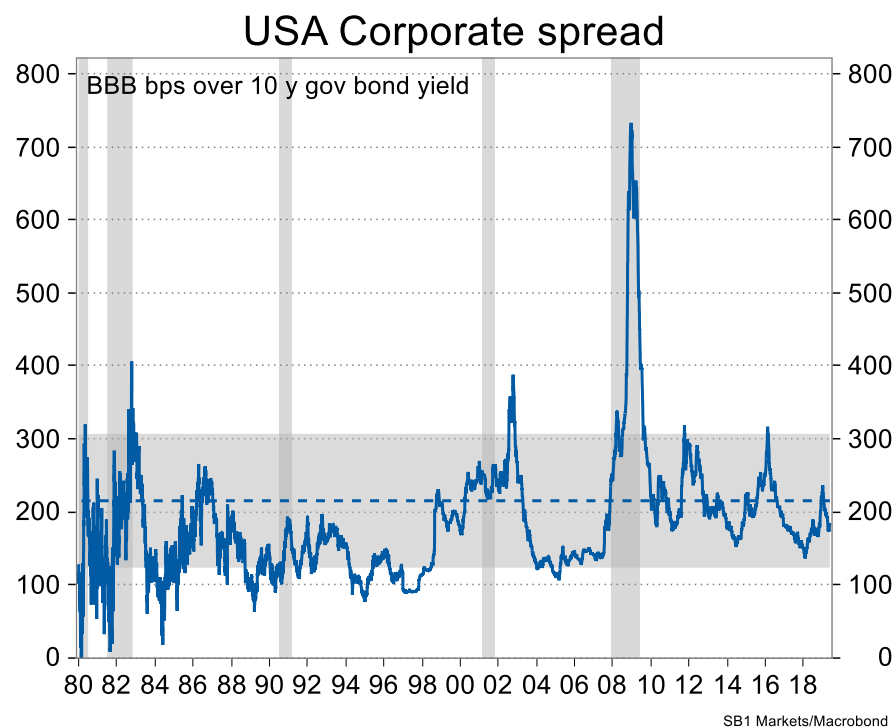
Økonomi og børs svinger i takt. Nå er begge litt mindre spreke



Source: Oslo Børs, Vital, Bloomberg, SB1 Markets, Macrobond.

Kredittpåslagene svinger mye – og nå er det ganske billig å låne!

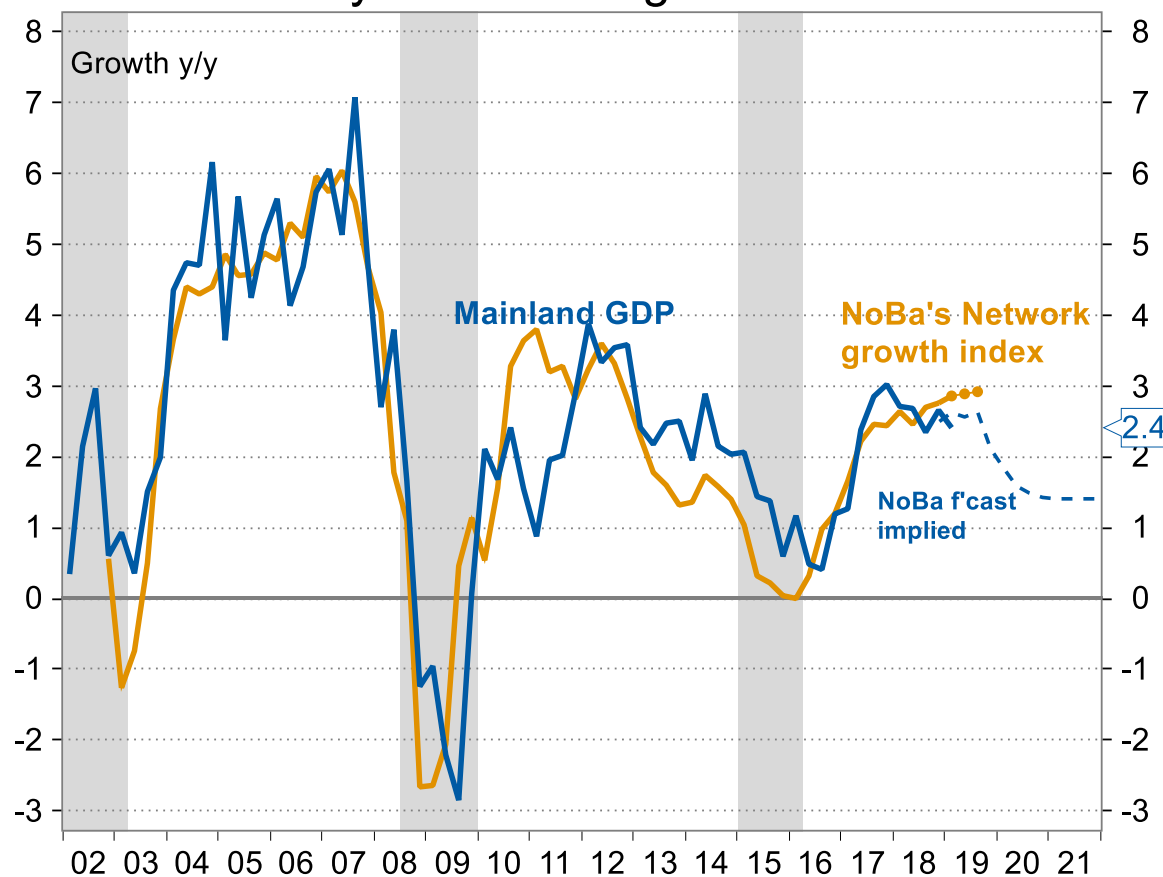
Spreadene under gjennomsnittlig nivå. De tåler ikke brems i økonomien! (Lån nå!!)



Norge: Veksten kom tilbake, før oljeinvesteringene kom i gang

Sysselsettingen stiger raskt og ledigheten faller – *selv moderat vekst er over trend*

Norway GDP vs Regional Network



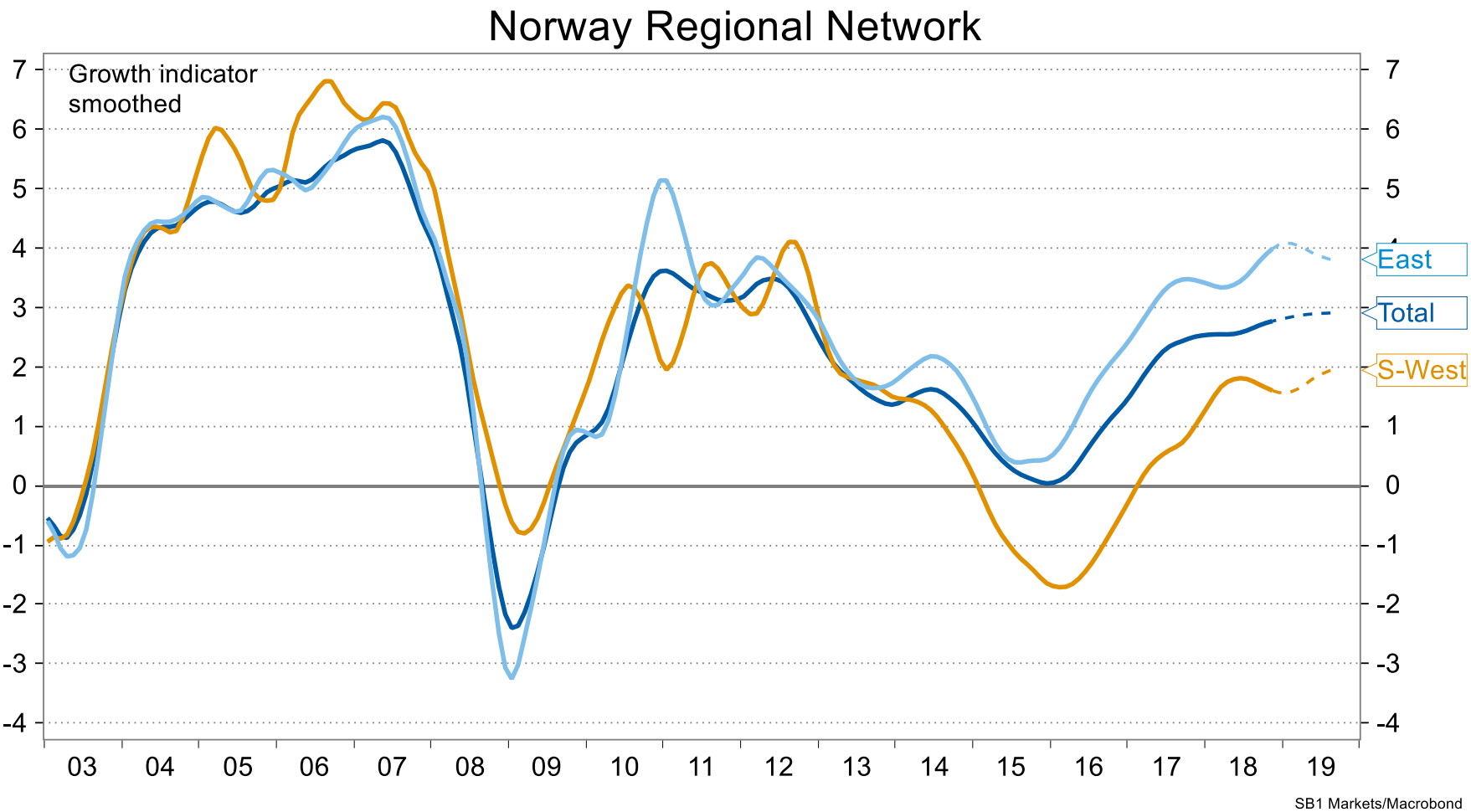
SB1 Markets/Macrobond

- Barometre er fortsatt gode
- Vekstutsiktene ikke så gode?
 - » Norges Bank venter en veksttakt på under 2% i 2. halvår
 - » Oljeinvesteringene ikke langt unna toppen
 - » Lav vekst i privat forbruk
 - » Global økonomi bremser
 - » Flere sektorer melder om mangel på arbeidskraft

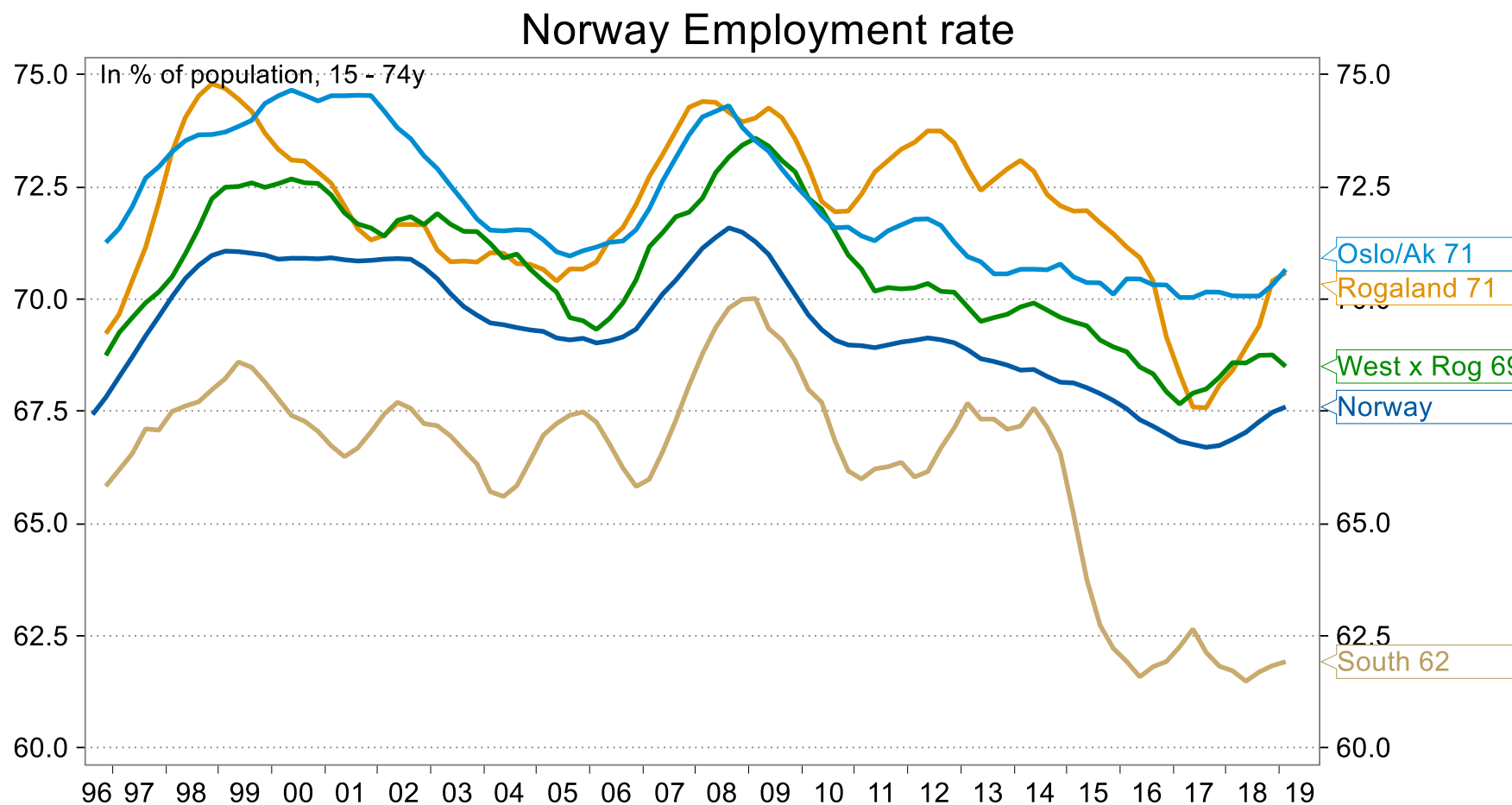
.. og Norges Bank har begynt å heve renten

Norske konjunkturer er normalt ganske like, regionalt. Men ikke oljesmellen

En skikkelig nedgangsperiode i oljeregionen. Nå går det bedre her, selvsagt



Ikke imponerende sysselsetting, noen steder. Men Rogaland kommer seg!!



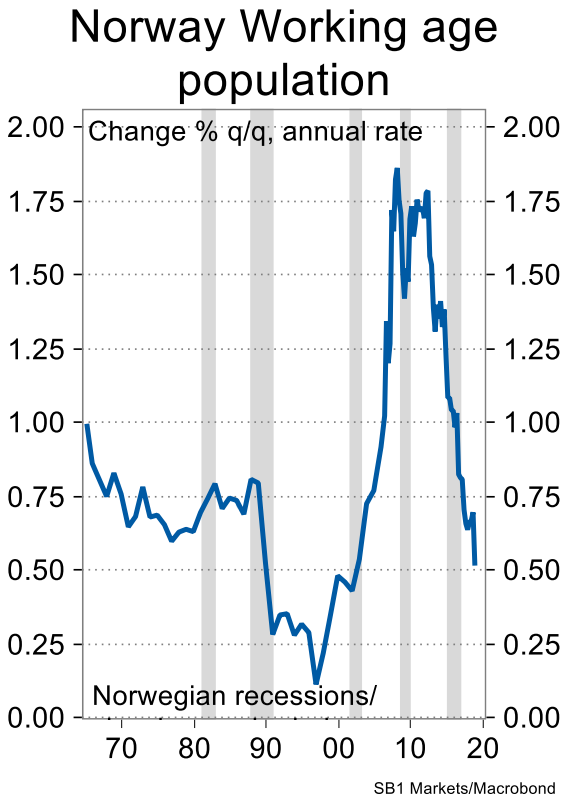
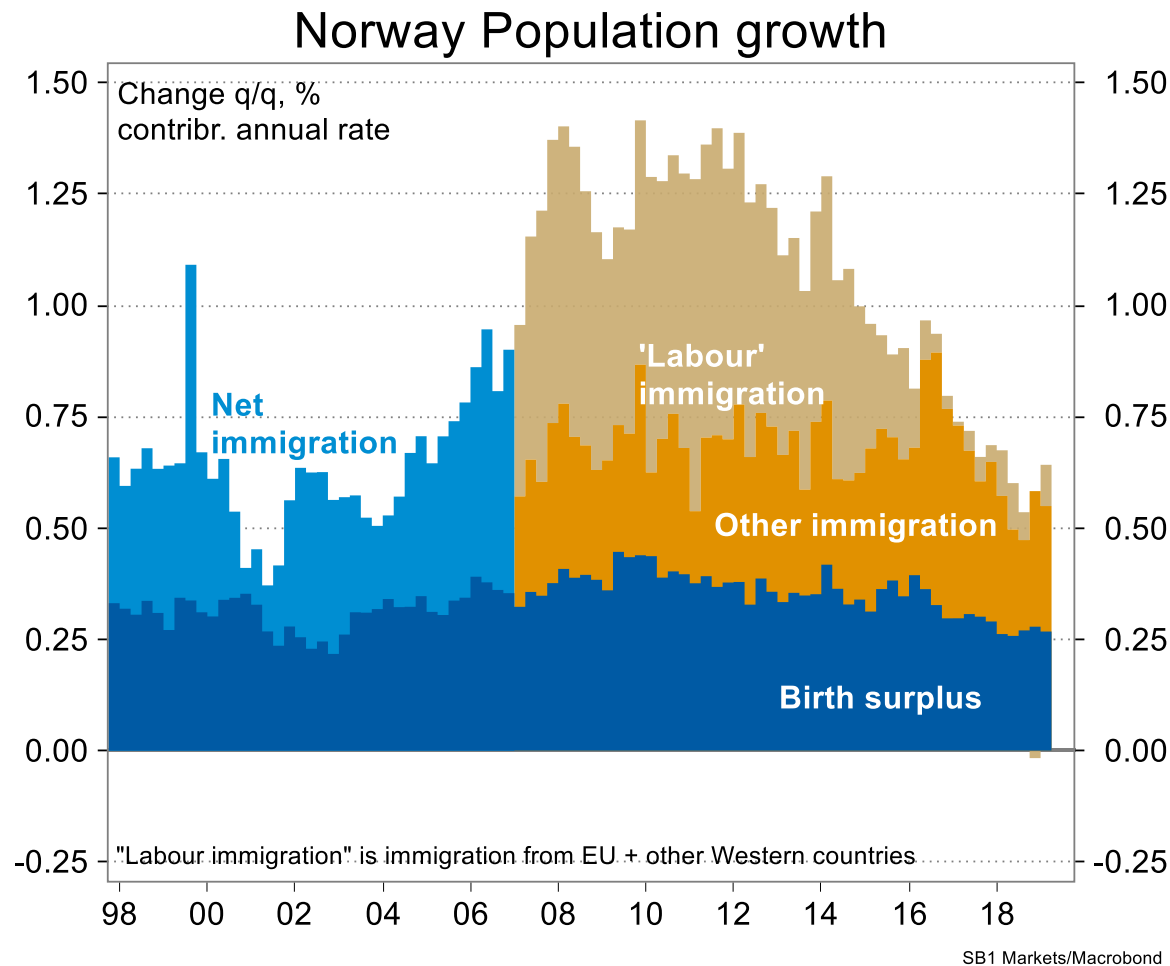
SB1 Markets/Macrobond

Norske utsikter: Alt blir ikke som før

En litt gråere økonomi, ingen krise (om bolig holder)!

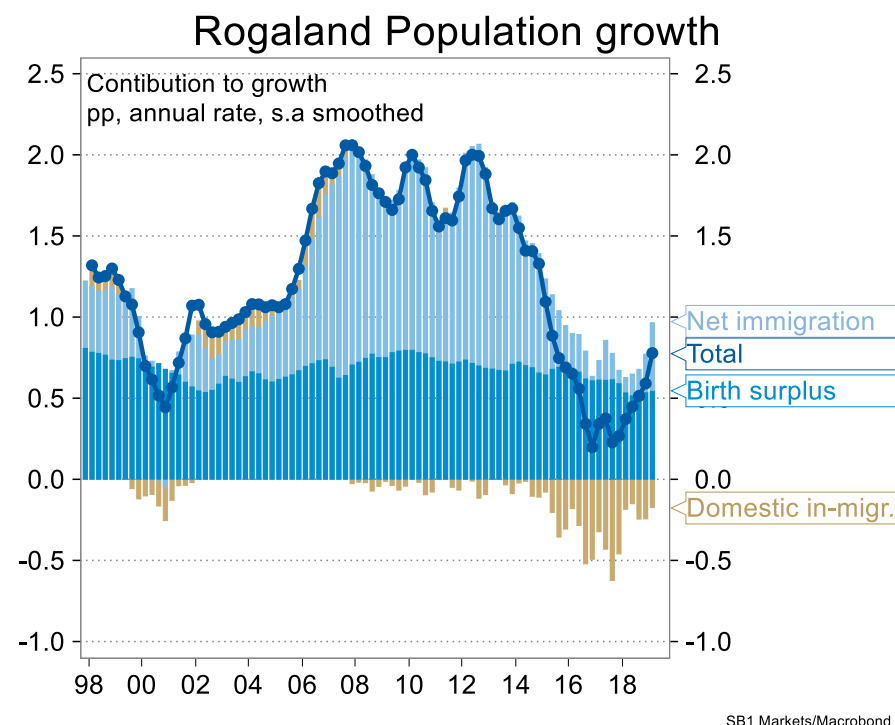
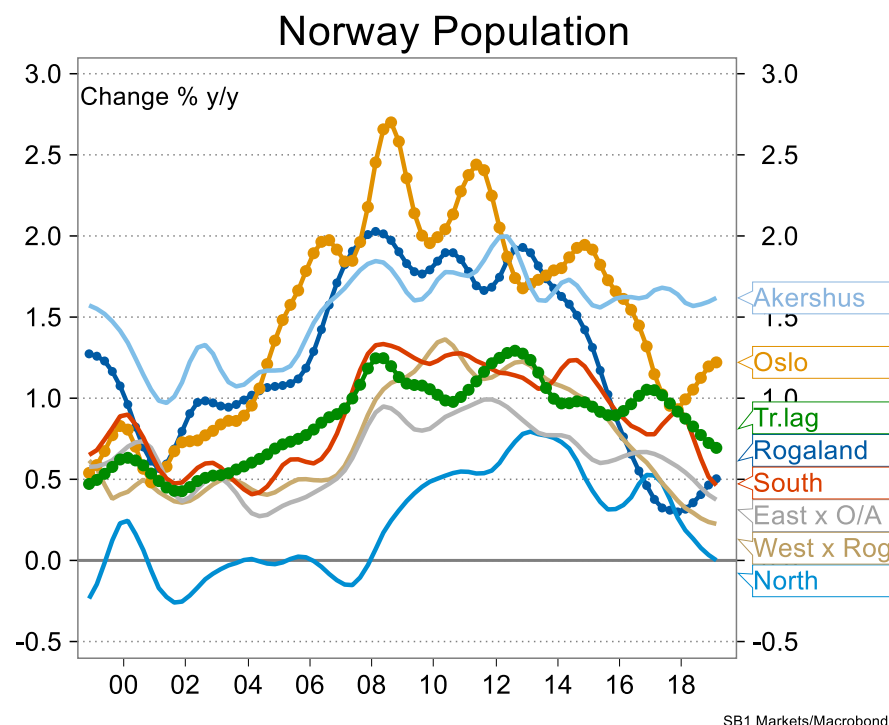
- Lavere **befolkningsvekst**
 - Lavere vekst i **produktivitet, reallønninger – og forbruk**
 - Mindre/ingen vekst i **overføringene** fra Oljefondet
 - **Oljeinvesteringene** skal opp, men ikke mye og neppe lenge
- **Kombinasjonen** av lav rente og god økonomi varer ikke evig
 - **Gjeldsveksten** må (trolig) dempes og **boligmarkedet er utsatt. Alltid, uansett**

«Lav» befolkningsvekst – men arbeidsinnvandringen bunner nok snart



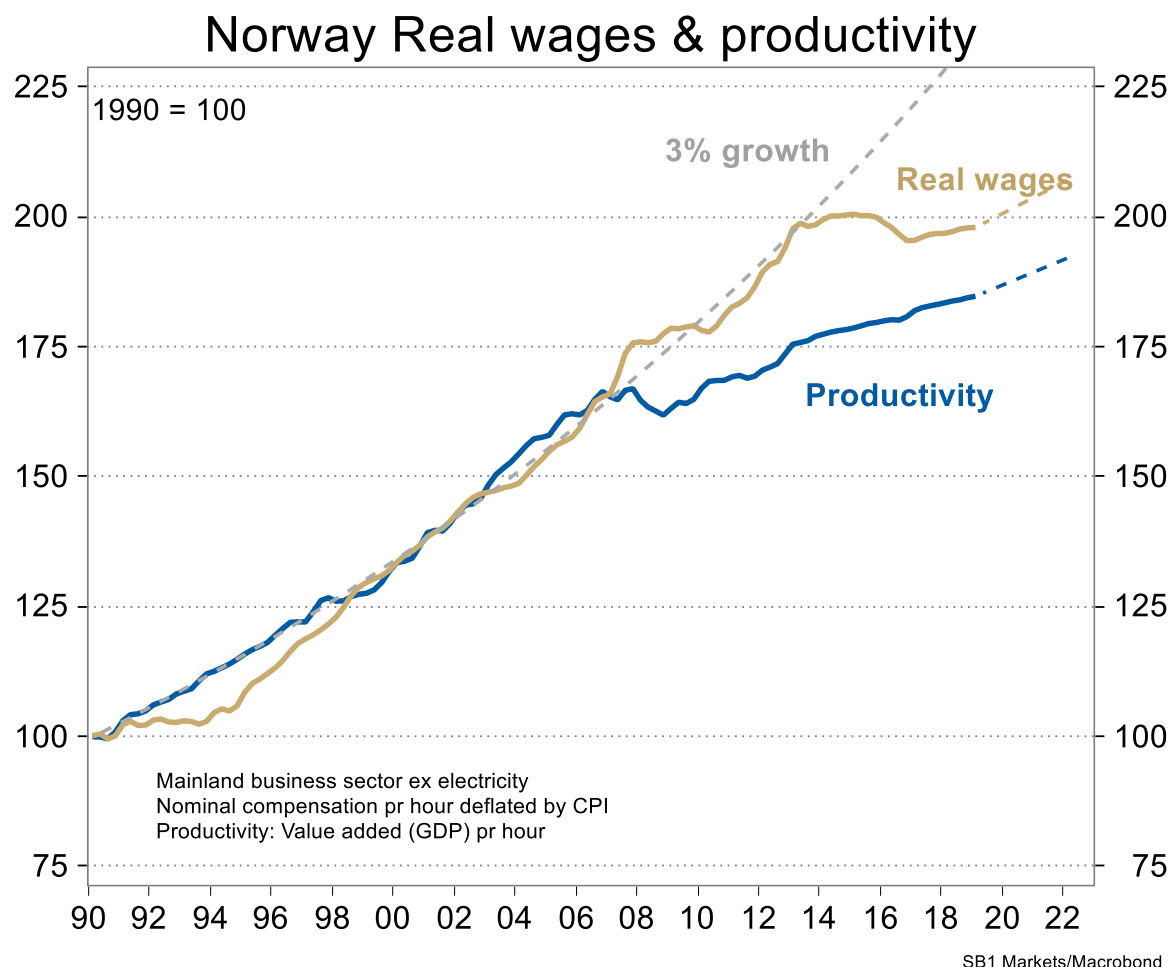
Befolkningsveksten falt overalt, mest i Rogaland, selvsagt

Fortsatt utflytting fra Rogaland til resten av landet, men nå kommer arbeidsinnvanderne tilbake!



Ny normal: Lav produktivitsvekst. Gir lav vekst i reallønn – og forbruk

Etter at norsk reallønn steg saftig de foregående 15 årene! **Et skikkelig trendskifte!**

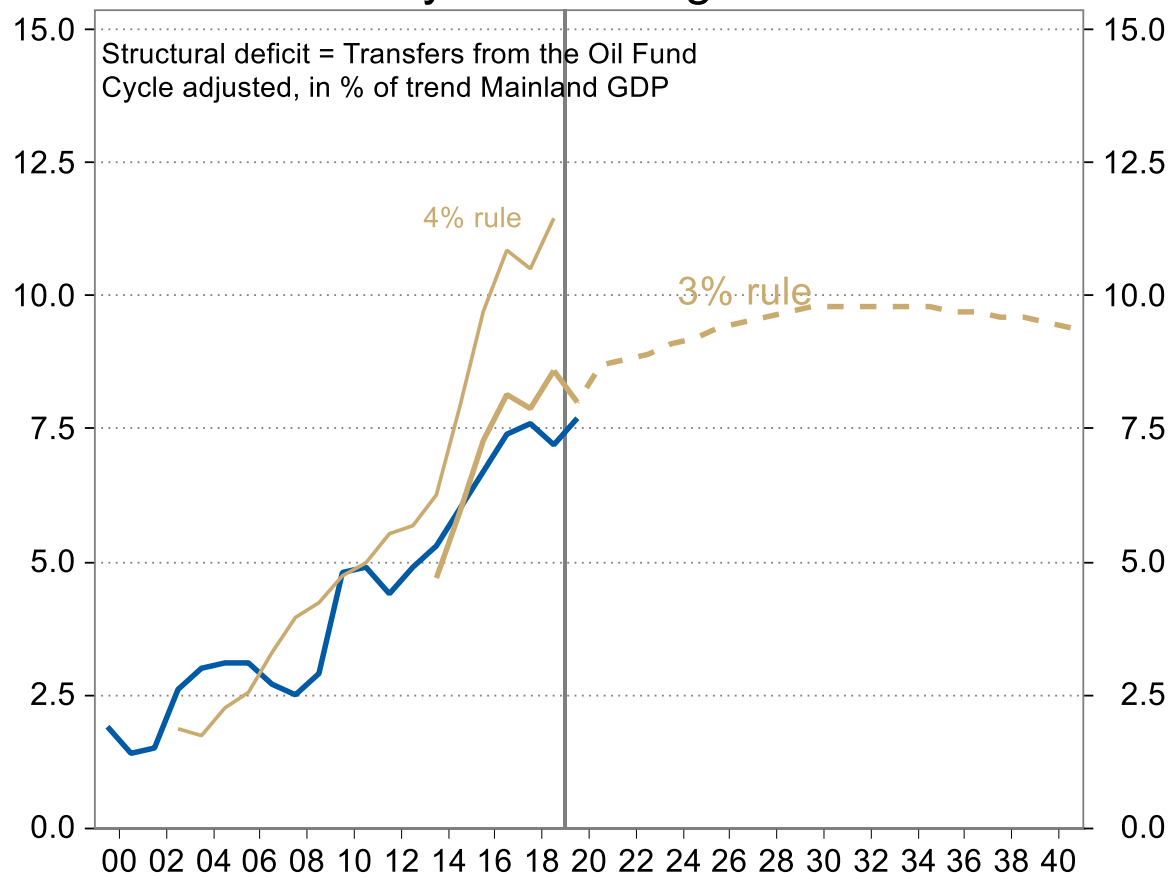


- «Før»
 - » Alt gikk vår vei
 - » 3% reallønnsvekst
- Nå
 - » Lavere vekst i produktiviteten
 - » Vi har ikke flaks med alt lenger
 - Påvirker lønnsevnene i bedriftene
 - » **Ingen reallønnsvekst fra 2013**
 - » **2019: 3% lønn, 2% KPI?**
- Hva så?
 - » Lavere vekst i forbruk
 - » Over tid, lavere boligbygging
 - » Tar lengre tid å betale ned gjeld
- **For butikkene:** Nettet spiser mye av den lave veksten!

«Oljeavhengigheten»: Norge lever ikke av oljeinntektene...

... men av realavkastningen av oljeinntekter vi allerede har spart. *Likevel: Neppe mye vekst, herfra*

Norway Ex oil budget deficit

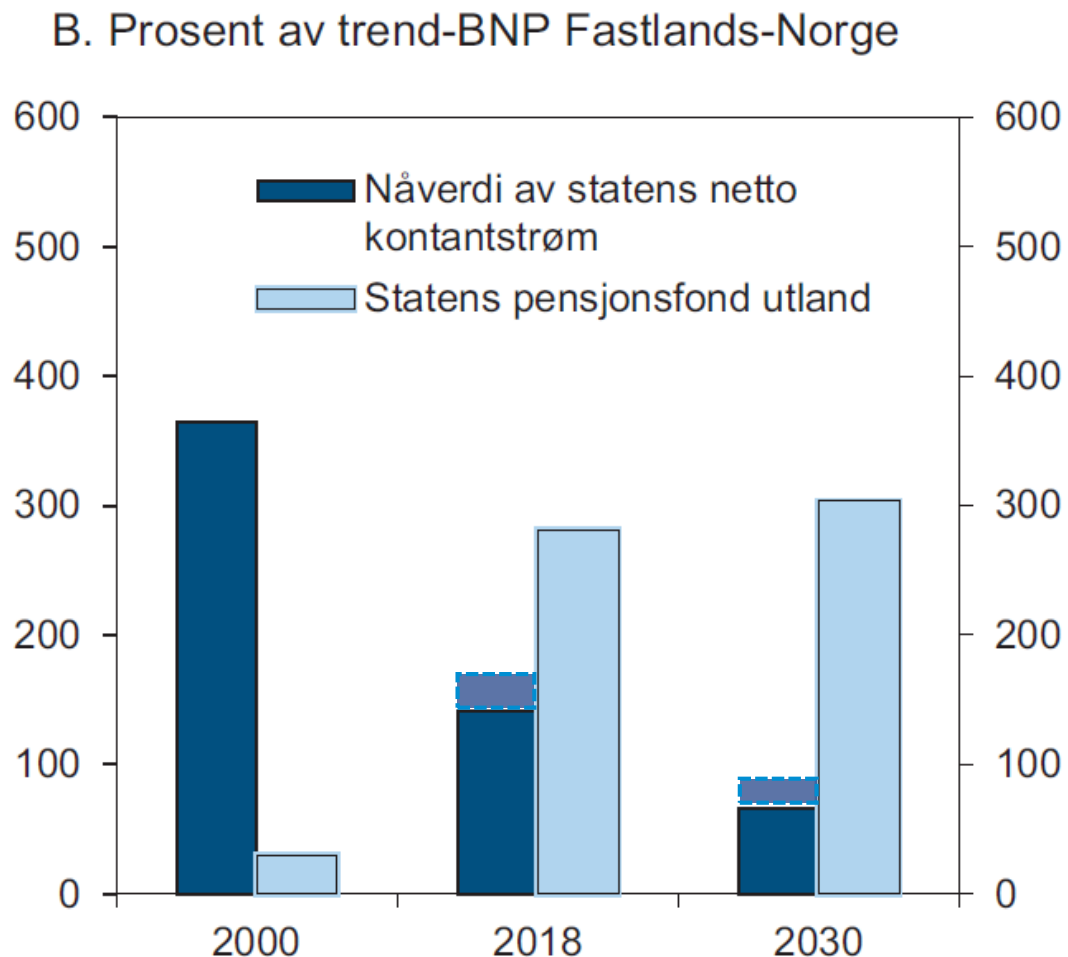


SB1 Markets/Macrobond

- **Norge og Staten går med store overskudd, ikke underskudd**
 - » Selv om vi dekker deler av statsutgiftene med «evigvarende» kapitalinntekter
- Vi kan ikke vente at oljefondet stiger like raskt – og det kan godt falle mye i verdi en vakker dag
 - » Og en vakker dag faller uansett overføringene som andel av BNP, fordi BNP vokser fra fondet
 - » Men vi blir ikke fattige av den grunn!
- **Norge er ikke en oljenasjon, slik vi var i gamle dager**
- **Vi har blitt en investornasjon** (som gir oss 8 – 9% av BNP, gratis)

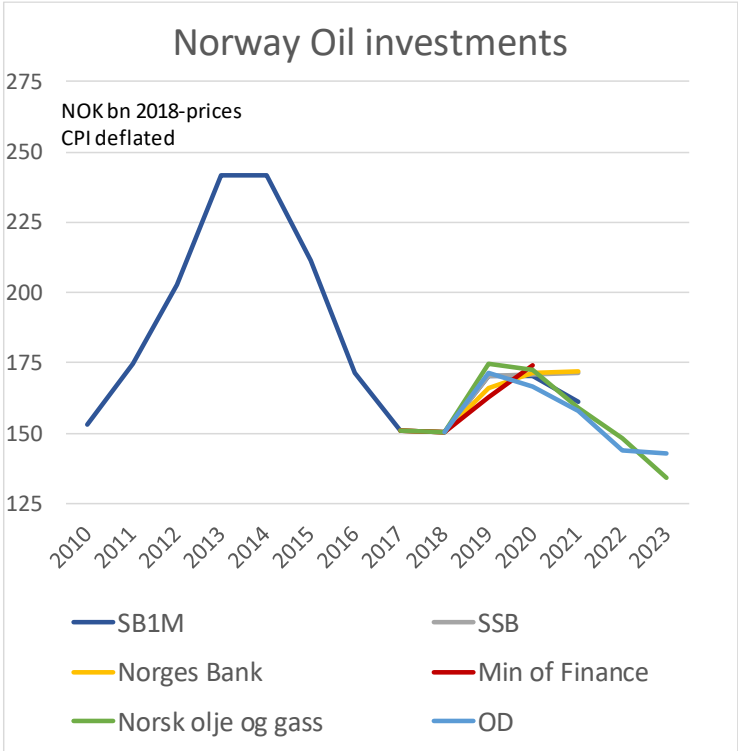
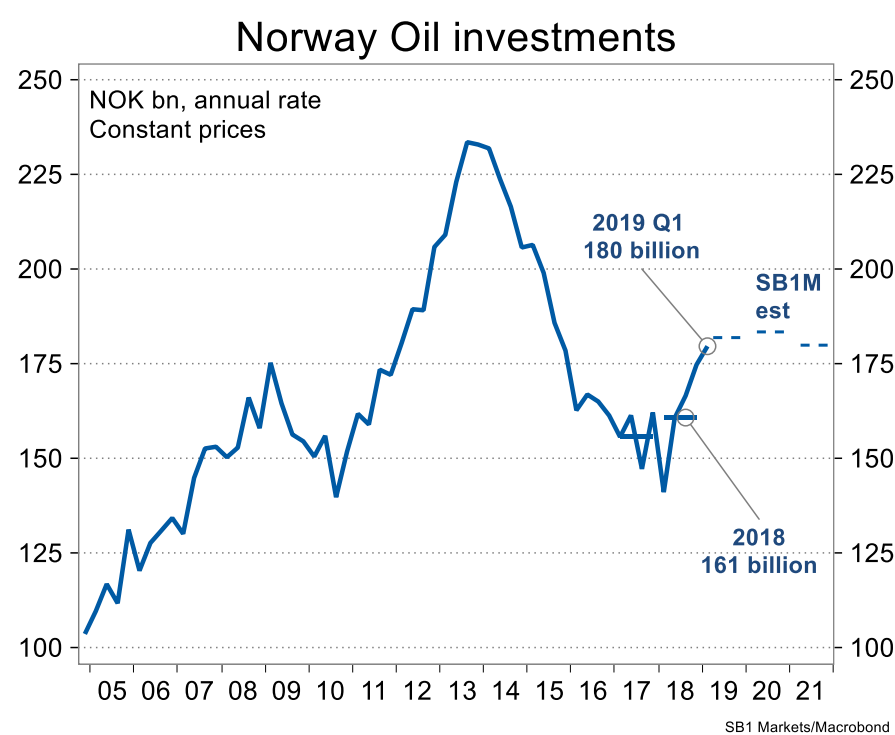
Norge blir stadig mindre en oljenasjon, mer en investornasjon

Ny risiko: Aksjekurser som har steget mye, pleier å falle mye (før de igjen har pleid å stige)



Oljeinvesteringene har steget mye allerede, ikke så mye igjen?

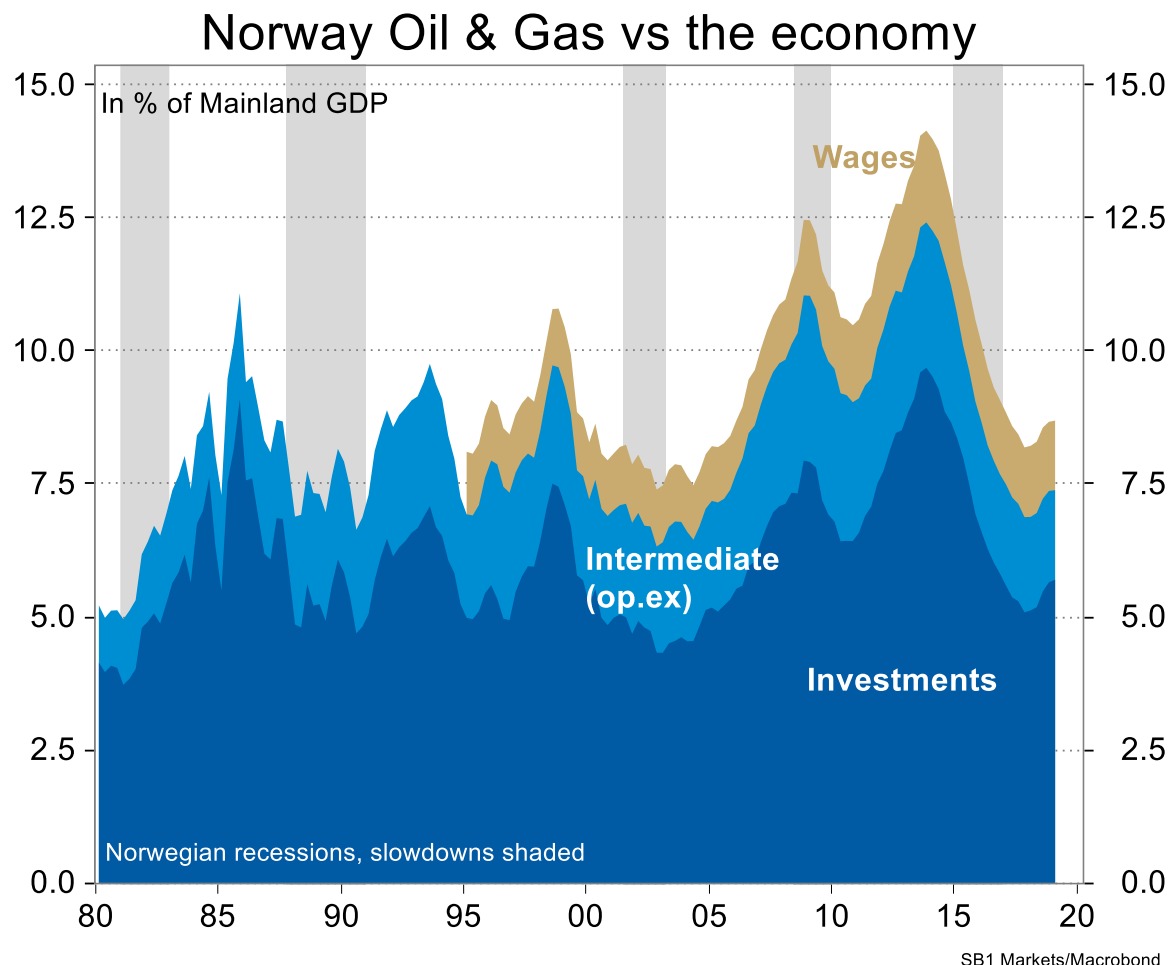
Neppe, gitt anslagene fra oljeselskapene og prognosemakerne



- Etter 2020: Nye prosjekter kan imidlertid komme til, etter at Johan Sverdrup er fullført
- Men vi møter mer konkurranse fra skifer-olje i USA
Den blir stadig billigere og de produserer mer og mer og mer

«Oljeavhengigheten»: Kraftig redusert

Etterspørselen fra oljesektoren ned fra 13,5% til 8% av BNP, største nedtur ever



- **Norge overlevde**

- » Stort bidrag fra finanspolitikken
- » "0"-rente
- » NOK-fall på 25%

- **Bankene overlevde**

- » Bankene i oljeregionen overlevde!
- » Fortsatt behov for restrukturering i supplysektoren, men mye er gjort

Et snev av tilpasningsdyktighet?

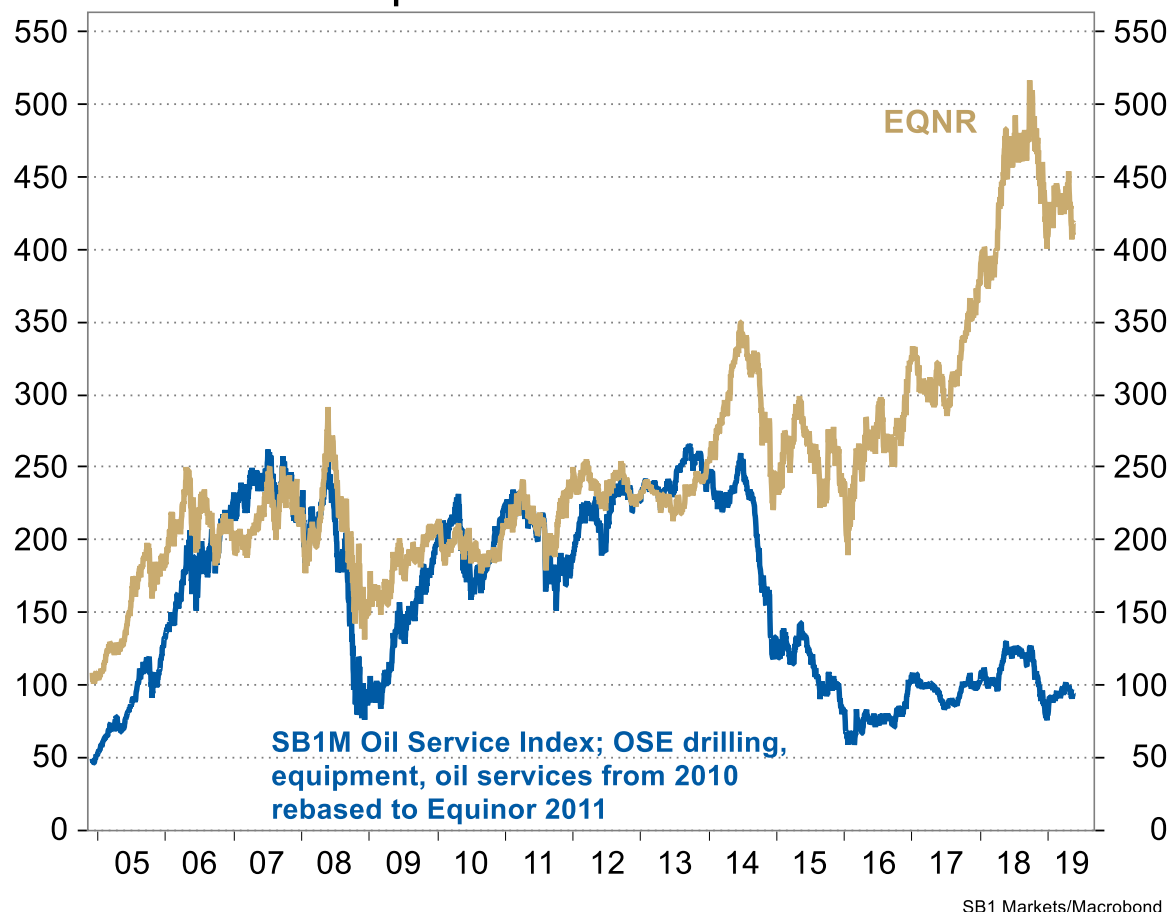
- **Hva med de neste rundene ned?**

- » De kommer, men de bør være til å leve med? Mot 0 om 30 – 50 år?

Alle sår er selvsagt ikke leget: Oljepris, E&P-aksjer tilbake. *Ikke oil-service*

Service hadde det «for bra» før smellen – og etterpå satt de igjen med altfor mye kapasitet

Equinor vs Oil Service

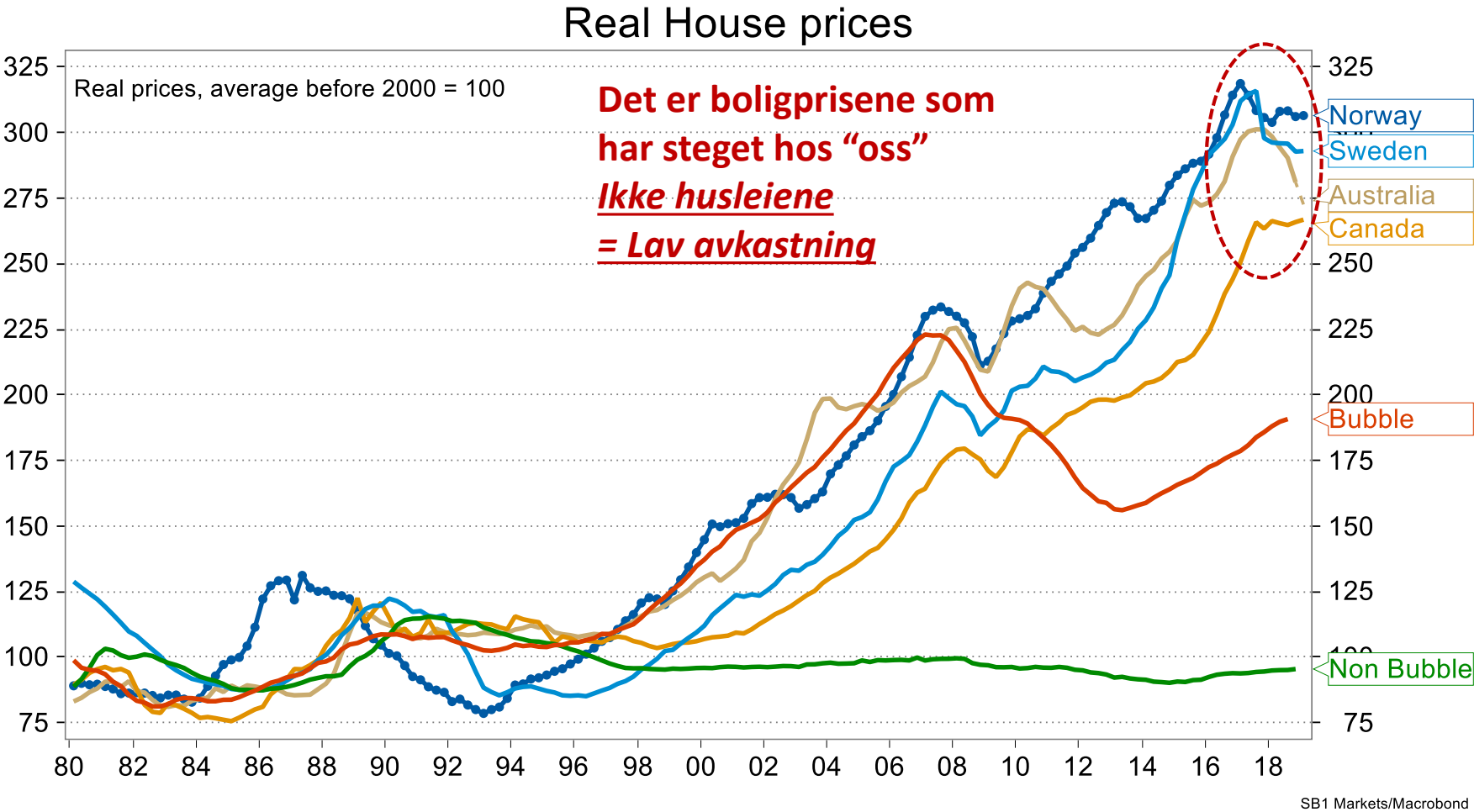


- **Equinor doblet i verdi siden oljeprisen var USD 100++**
» ... Men i NOK ikke like bra...
- **Oil service mer enn halvert siden oljeprisen var USD 100++**
» Ingen avkastning på oil service siden 2006. Og noen selskaper er helt borte..
- ... og det hadde gått galt, selv om oljepris eller -investeringer ikke hadde falt, **tilbudet ble uansett altfor stort!**

Oljeselskapene vant, leverandørene tapte

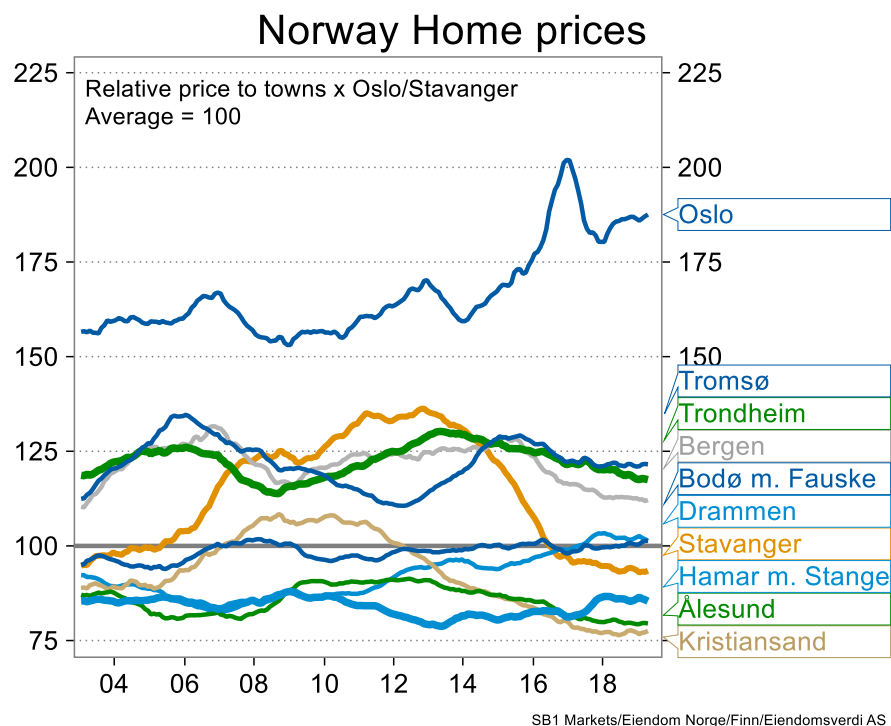
Boligprisene ganske normale, der folk flest bor

Men noen steder er de mye høyere enn før. Der de har lånt mye, med lav rente i OK økonomi



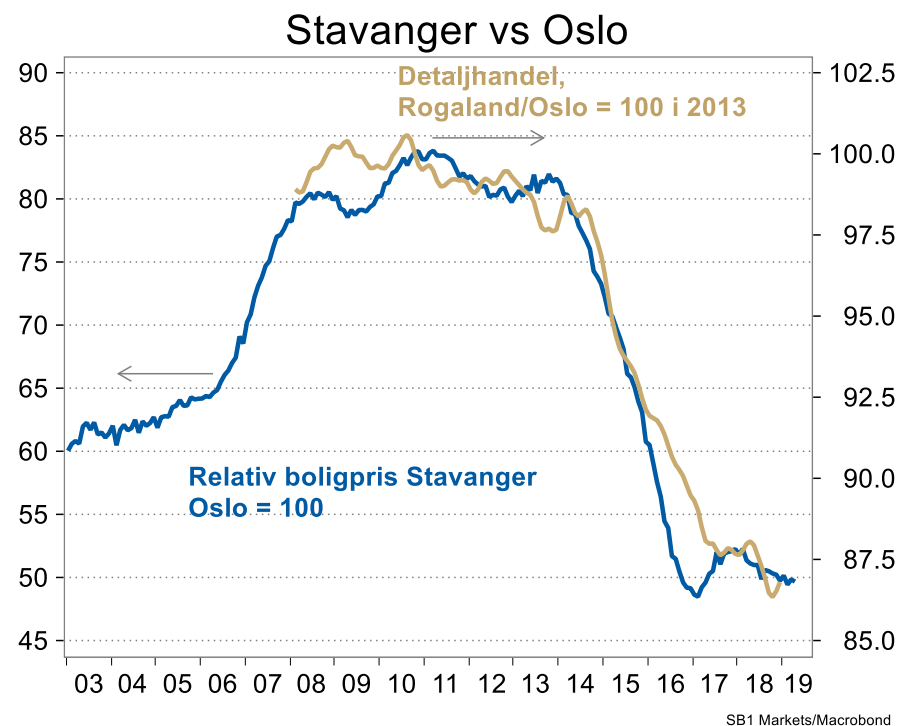
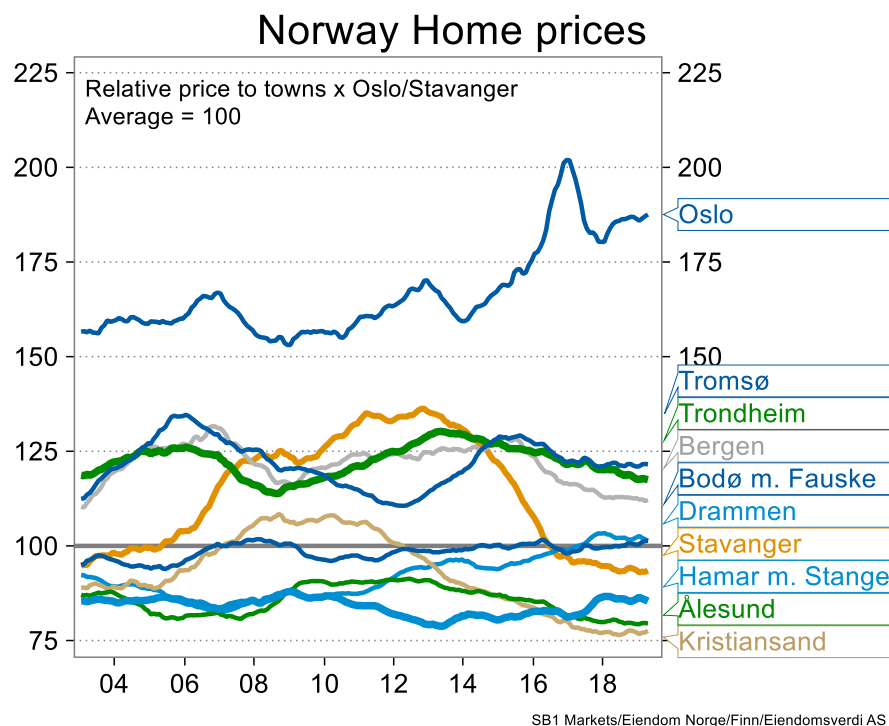
Oslo og Stavanger har gått egne boligveier, men ellers er mye likt

Stavanger var nr. 2. Nå nr 10 av 16. Bak Bodø m/Fauske, men foran Hamar m/Stange



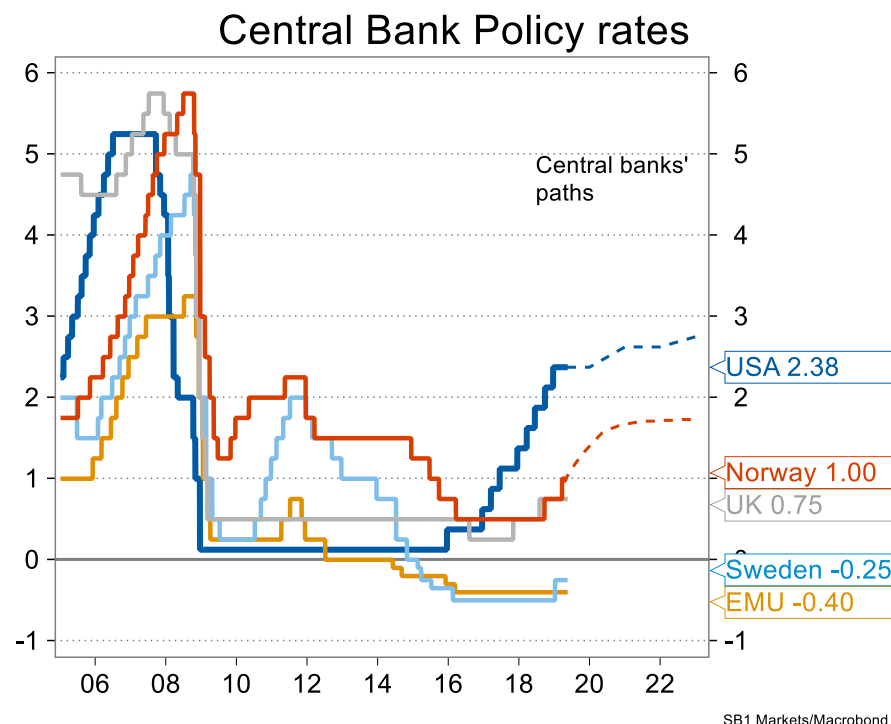
Boligprisene i Stavanger ned 40% vs Oslo. Detaljhandelen i Rog. ned 13% vs Oslo

... og Rogaland ned 5%, målt i volum. Og det er ikke særlig liv i hverken boligpriser eller handel ennå?



Etter 9 renteøkninger fikk Fed i USA kalde føtter. Vil være «tålmodig»

ECB også parkert av ny svakhet i deler av europeisk økonomi. Men Norges Bank kjører på!

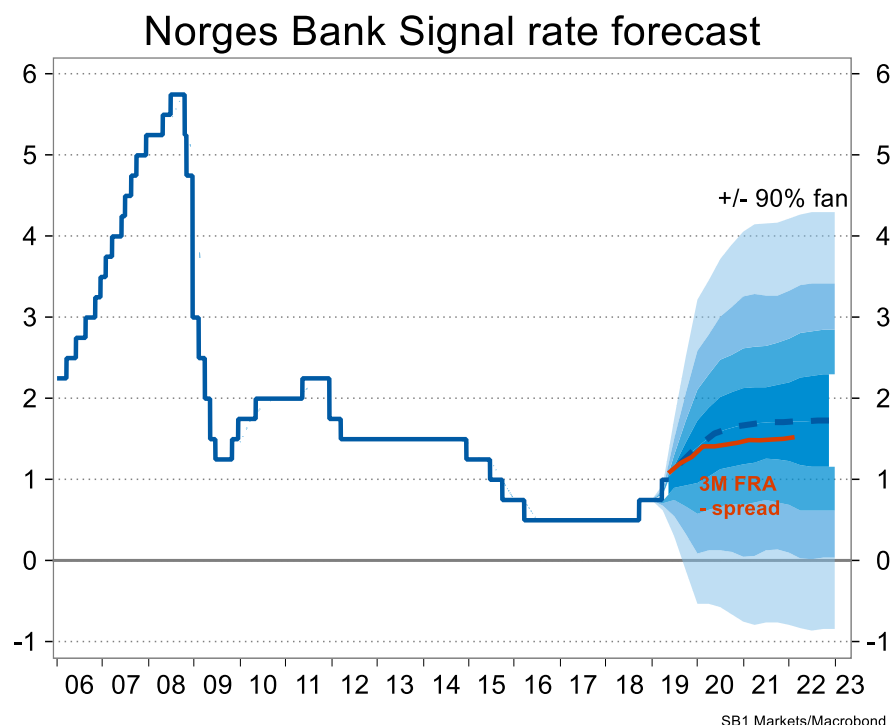


Styringsrentene

- **USA har hevet renten 9 x**, planla 3 x til. Nå venter Fed kun en renteheving til, i 2020. To hevinger ble tatt ut av banen i 2019. **Markedet venter kutt i år og neste år**
- **Canada har hevet 5 x**, **UK 2 x**, sier mer (men Brexit..)
- **EMU** kom ikke i gang, har utsatt første heving til '20
- **Sverige 1 x** i desember, men det tar tid før neste gang
- **Norge har hevet 2 x**, melder 3 til, den neste i juni, så i desember

Renten skal videre opp. Om noe ikke går skikkelig galt

Norges Bank hevet til 1% i mars og vil heve igjen i juni og desember, sier den

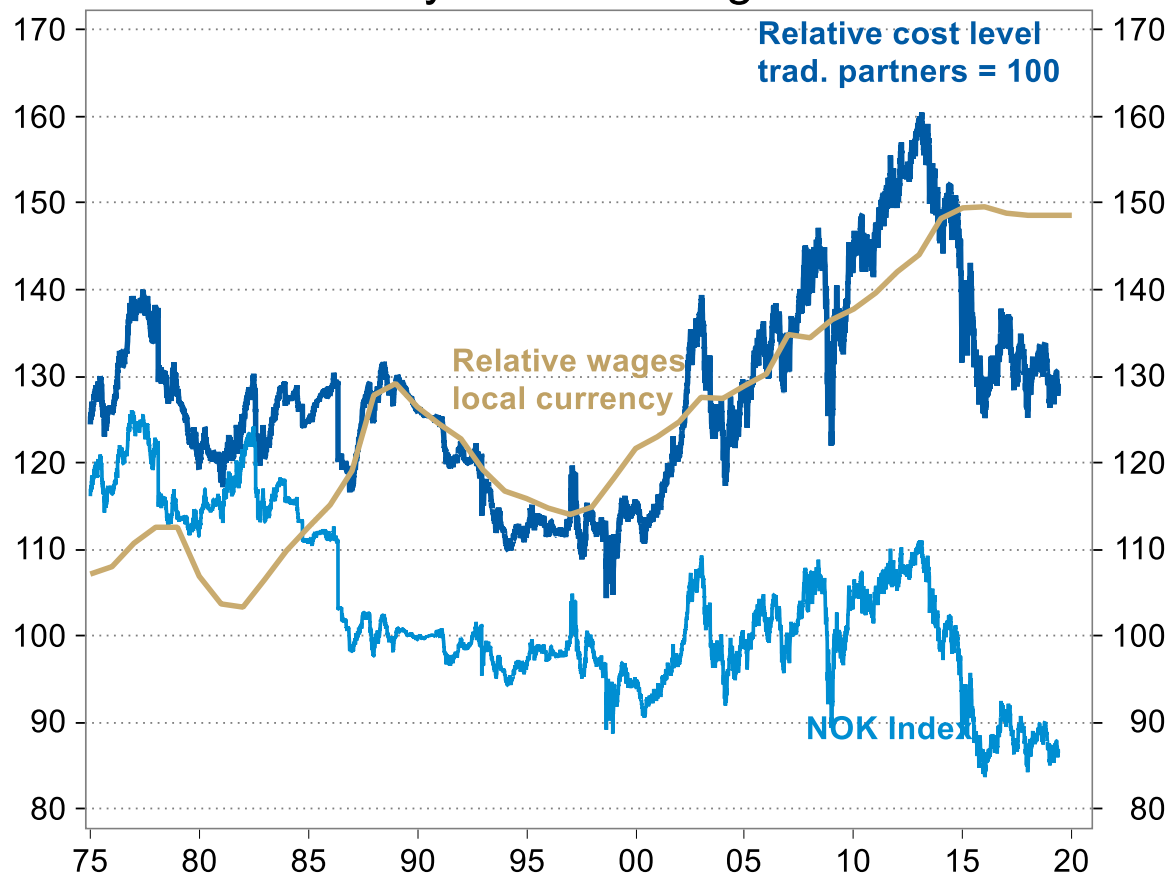


- **Norges Bank hever renten fordi veksten er god, ledigheten faller og prisveksten er over målet**
 - » NOK er fortsatt svak
 - » Og så er det fortsatt driv opp i boligpriser og gjeld...
- ***Vi tviler sterkt på at kombinasjonen av en god økonomi og samtidig lav rente består***
 - » Enten skal renten opp
 - » Eller økonomien ned
- **Som det ser ut i dag: Renten skal videre opp, og markedet har til slutt tatt det inn over seg!**
- **Bankene har begynt å heve utlånsrentene**
- **Men: Norges Bank kan raskt bli parkert**
 - » For mange har lånt for mye og tåler lite
 - » Noe kan gå galt i verden rundt oss. Rentene ute har falt mye de siste ukene

Kronekursen er unormalt svak, men kostnadsnivået er trolig passe

NOK ikke opp selv om oljeprisen har steget (fra bunnen) og Norges Bank har hevet renten

Norway Relative wage level



SB1 Markets/Macrobond

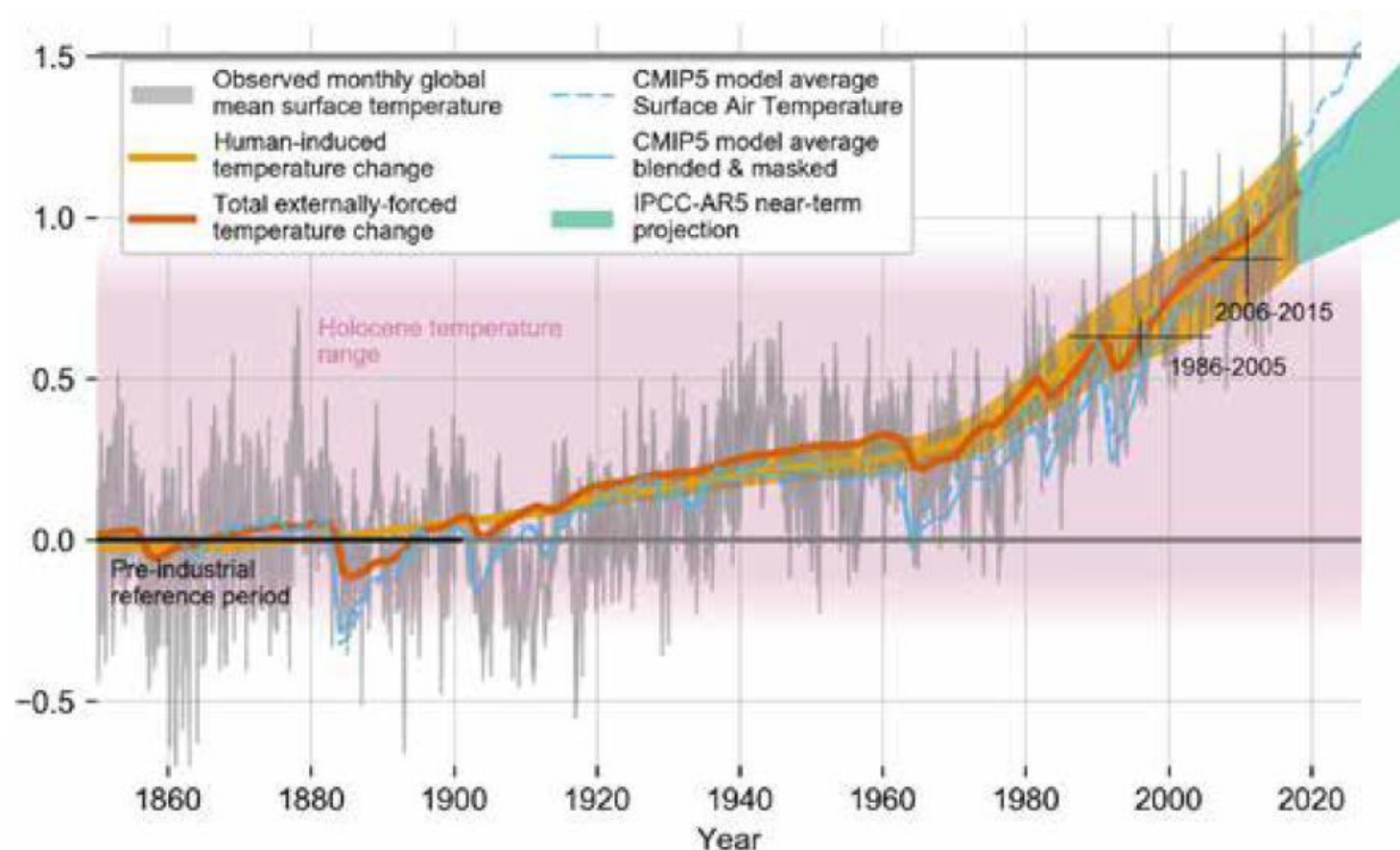
Mye annet er også viktig

- **Kostnadsnivået var for høyt i 2013**
 - » Fordi norske lønninger hadde steget mye for lenge
- **Norsk økonomi vokser ikke raskest lenger**
- **Olje betyr mye mindre for Norge enn før**
 - » Og Oljefondet mer

Det grønne skiftet: Tror det har kommet for å bli...

Trump og “ytre høyre” er ikke med. Men de aller fleste andre er det! *Det er noe som skjer nå*

Global temperature change, from 1850 – 1900 average



Hvem av dere er helt sikre på at Greta tar helt feil?



Hvem av dere er helt sikre på at Greta tar helt feil?

Eller på at nesten alle som forsker på klima tar helt feil?



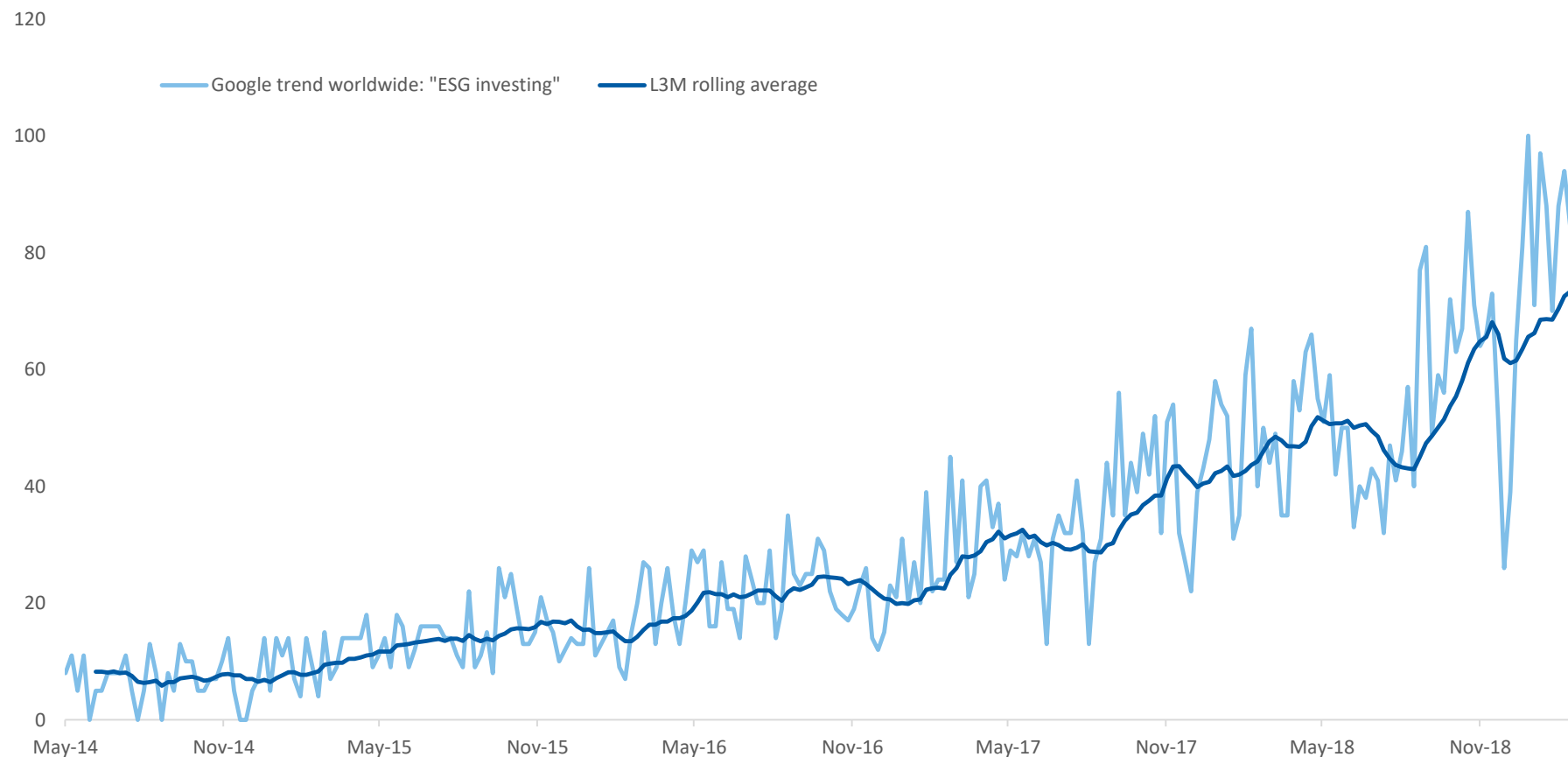
Hvem av dere er helt sikre på at Greta tar helt feil?

Eller på at nesten alle som forsker på klima tar helt feil? *Diskuter deretter svarene med dine barn*

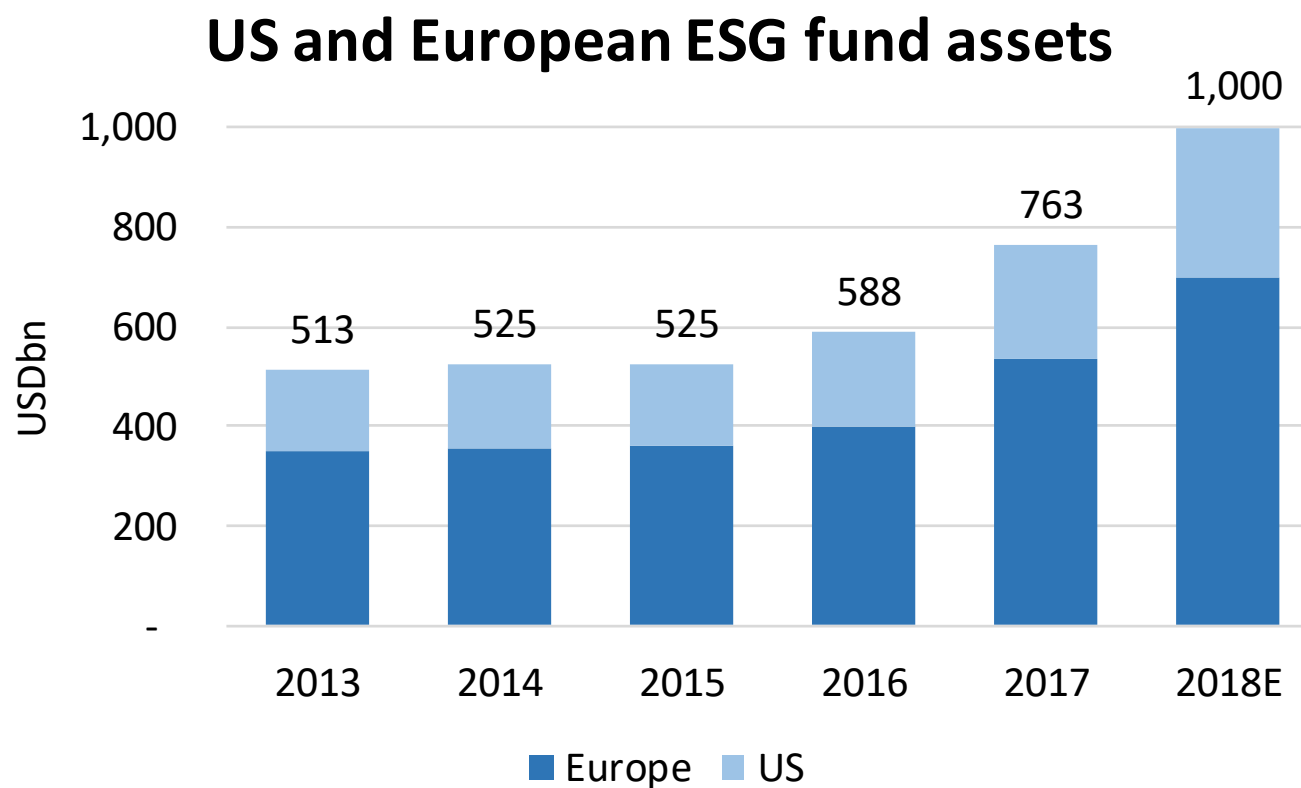


Flere og flere snakker om bærekraftige investeringer – i alle sektorer

Google trend, worldwide: «ESG investing»¹

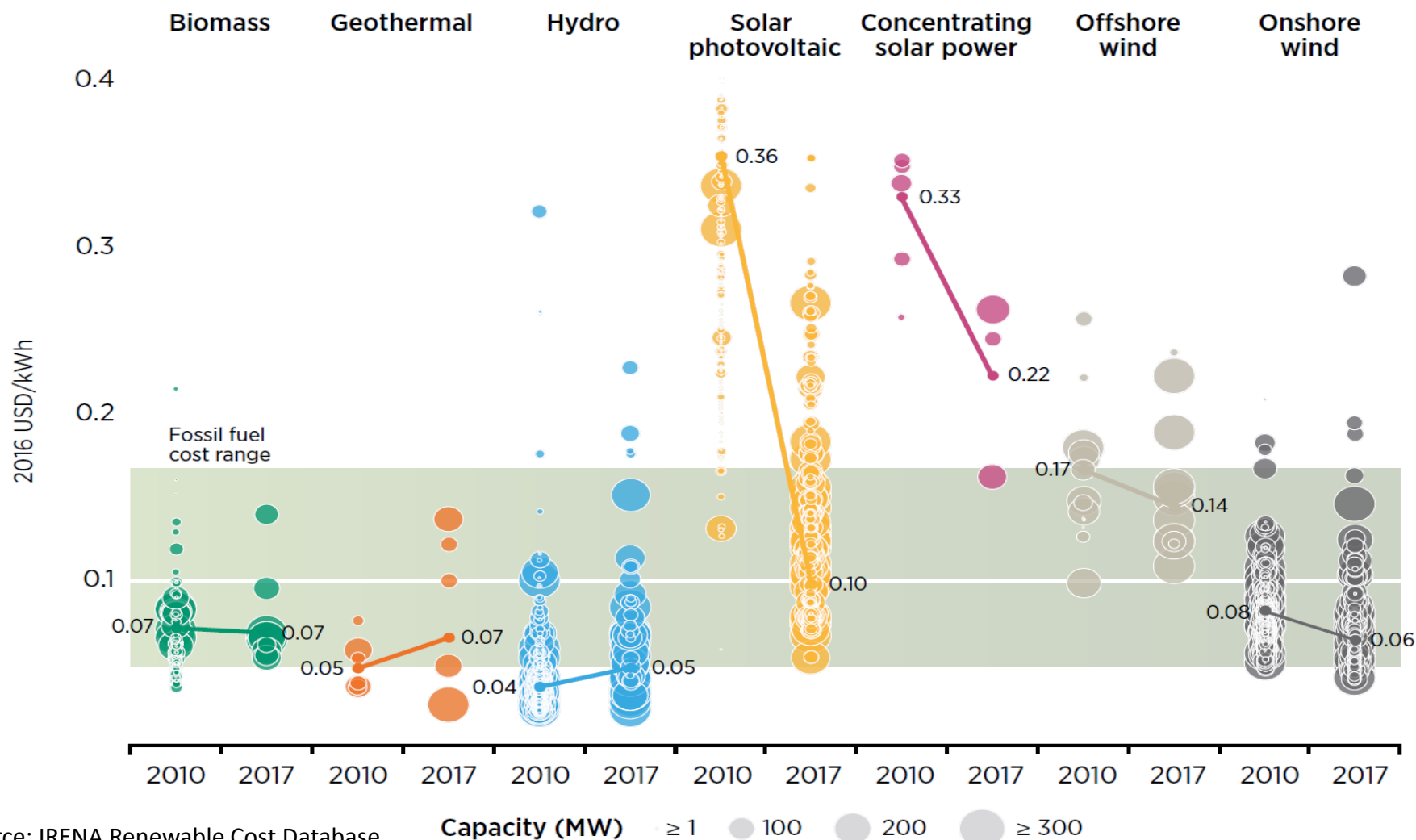


Kapitalen begynner å røre på seg!



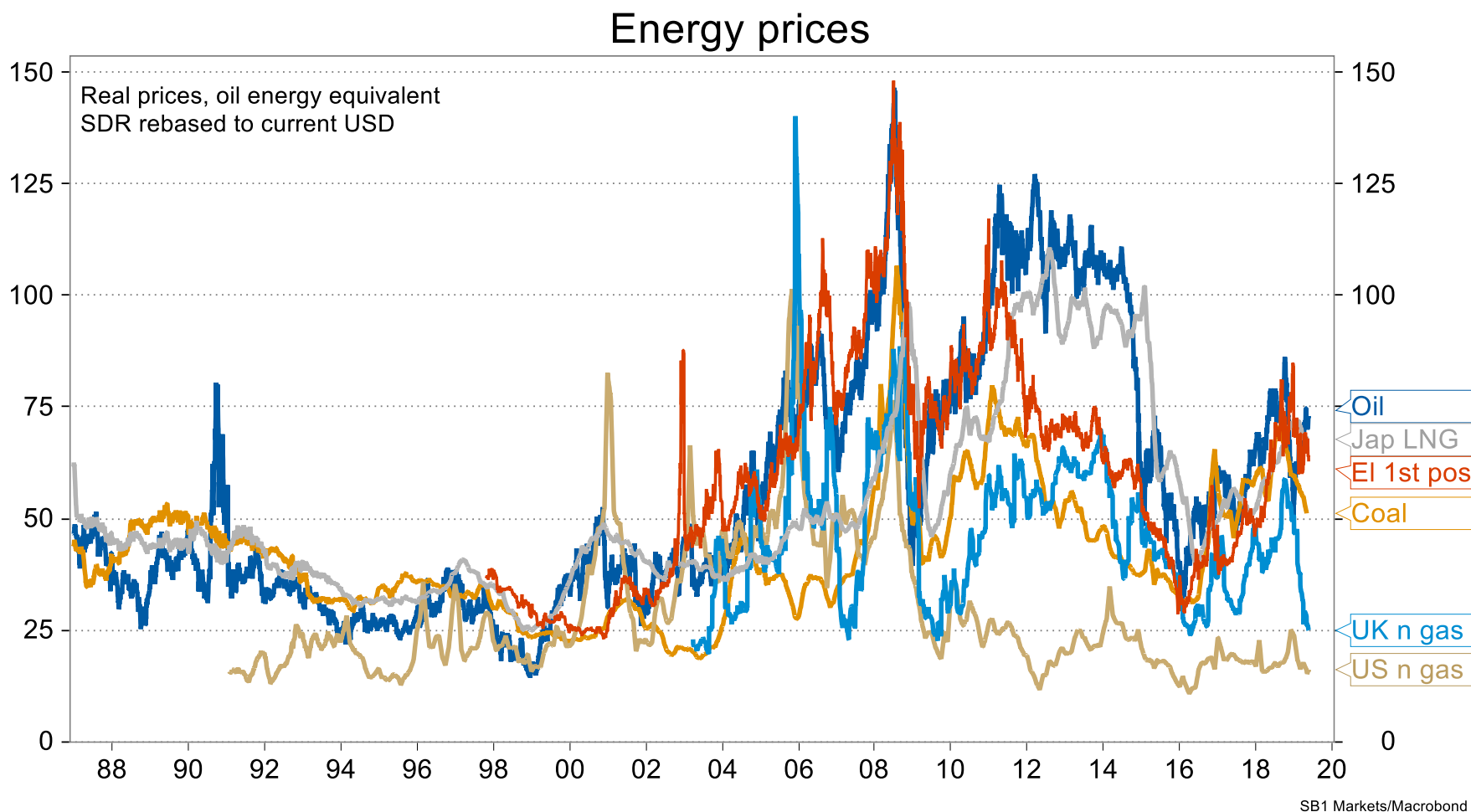
Fornybar blir billigere og billigere

Global levelised cost of electricity from utility-scale renewable power generation



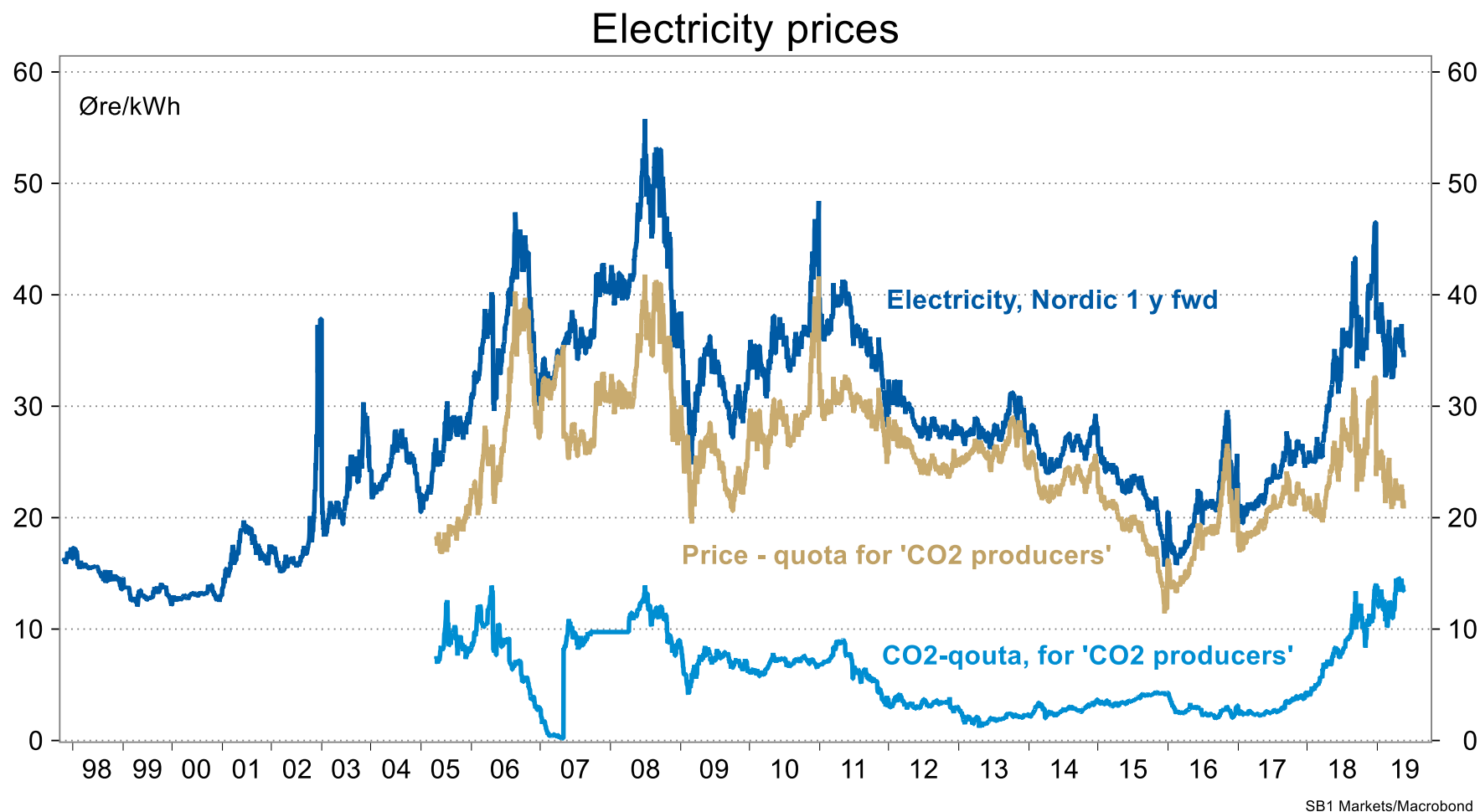
Energimarkedene henger ganske tett sammen!

Over USD 70/fat: Skiferolje i USA blir for lønnsom. Og karbonprisene begynner å bite. Og gass...



Den europeiske C02-prisen har steget kraftig, tilsvarer nesten 15 øre/kWh

Kvoteprisen gir nå et prispåslag på 67% på «fossil-strøm»



Men det er ikke over, ennå

- **Vi kommer ikke til å slutte å bruke olje eller gass i 2025 eller 2030**
- **Skiferolje fra USA vil trolig slite med å dekke veksten i etterspørselen de neste årene**
- **Viktigere: Produksjonen i eksisterende felt faller svært raskt uten ny-investeringer, 5 – 10%**
 - » Ingen rimelige scenarier for oljeetterspørsel gir så stort fall som 0-investeringer vil føre til
 - » Investeringene i olje og gass vil bli lavere «enn før», men neppe dramatisk mye lavere
 - » «Stranded resources» trolig et overdrevet problem

IMPORTANT DISCLOSURES AND CERTIFICATIONS

The analyses and statements in this note (the 'Note') must be seen as marketing material and not as an investment recommendation within the meaning of the Norwegian Securities Trading Act of 2007 paragraph 3-10 and the Norwegian Securities Trading Regulation 2007/06/29. The Note is for clients only, and not for publication, and has been prepared for information purposes only by SpareBank 1 Markets AS ("SpareBank 1 Markets"), an investment firm organized under the laws of Norway. The Note shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes.

SpareBank 1 Markets, subsidiaries, affiliated companies, and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (individually, each a "SpareBank 1 Markets Party" collectively, "SpareBank 1 Markets Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Note. SpareBank 1 Markets Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, nor for the results obtained from the use of the Note, nor for the security or maintenance of any data input by the user. The Note is provided on an 'as is' basis. SpareBank 1 Markets Parties disclaim any and all express or implied warranties, including but not limited to, any warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use, freedom from bugs, software errors or defects, that the note's functioning will be uninterrupted or that the note will operate with any software or hardware configuration. In no event shall SpareBank 1 Markets Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Note, even if advised of the possibility of such damages. Any opinions expressed herein reflect SpareBank 1 Markets' judgment at the time the Note was prepared and SpareBank 1 Markets assume no obligation to update the Note in any form or format.

The Note is not an offer to buy or sell any security or other financial instrument or to participate in any investment strategy. The Note should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. No SpareBank 1 Markets Party is acting as fiduciary or investment advisor in connection with the dissemination of the Note. While the Note is based on information obtained from public sources that SpareBank 1 Markets believes to be reliable, no SpareBank 1 Markets Party has performed an audit of, nor accepts any duty of due diligence or independent verification of, any information it receives. Confidentiality rules and internal rules restrict the exchange of information between different parts of SpareBank 1 Markets and this may prevent employees of SpareBank 1 Markets who are preparing the Note from utilizing or being aware of information available in SpareBank 1 Markets which may be relevant to the recipients of the Note.

This Document may not be taken, transmitted or distributed directly or indirectly into the United States, Canada, Australia or Japan.