

Fish Pool Priser – Hva Forteller de oss om Fremtidige Laksepriser?

Frank Asche ^a

Bård Misund ^b

Atle Øglend ^c

[Publisert i Norsk Fiskeoppdrett nr.8 2016, p.74-77.¹]

Sammendrag

I denne artikkelen diskuterer vi hva Fish Pools futurespriser sier om fremtidige laksepriser. En forutsetning for at en futureskontrakt skal gi en god sikring er at futuresprisen er et godt estimat på fremtidig spotpris. Dette finner vi at er tilfelle. I mange etablerte futuresmarkeder har futuresprisen også en såkalt prisoppdagelsesrolle. Vi finner at Fish Pool ennå ikke har denne funksjonen. Dette kan mest sannsynlig forklares med for lav omsetning av kontraktene. Dette er synd, da en slik funksjon ville gi Fish Pool en enda viktigere rolle for laksenæringen.

* Kontaktperson: Bård Misund, førsteamanuensis, Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger, N-4036 Stavanger. Telefon: +47 41681729. Email: bard.misund@uis.no.

^a University of Florida og Universitetet i Stavanger

^b Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger

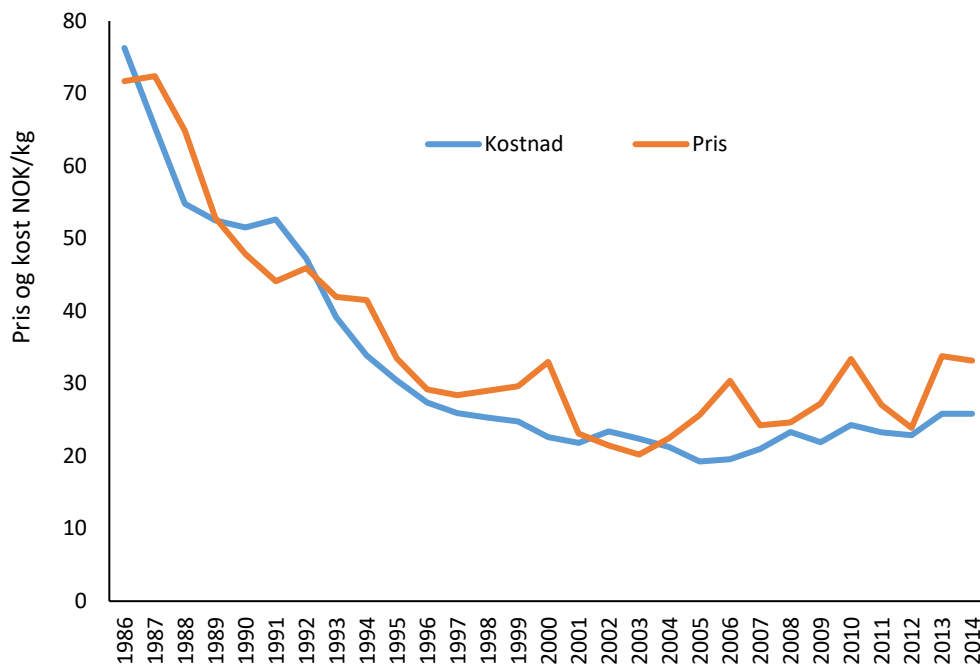
^c Institutt for industriell økonomi, Universitetet i Stavanger

Selv om sommeren mange steder har vært kjølig, går det hett for seg i laksemarkedet. Lakseprisen når stadig nye høyder, og fører til bonanzastemming blant oppdrettere, analytikere, og investorer. Når lakseprisen stadig peker oppover er det lett å glemme at oppdrettsvirksomhet, i likhet med andre råvareindustrier som for eksempel oljebransjen, er sykliske. Prisoppgang følges av prisnedgang, og vise versa. Både i 2001-2003 og 2011-2012 falt lakseprisen brått. Selv om mange er veldig optimistiske i forhold til fremtidige laksepriser og selskapenes inntjening, er det ikke til å stikke under en stol at det er høyst usikkert hva prisen til neste år blir. Et alltid aktuelt spørsmål er hva en kan en si om fremtidige laksepriser.

¹ Denne artikkelen er basert på "The Spot-Forward Relationship in the Atlantic Salmon Market" av Frank Asche, Bård Misund og Atle Øglend som ble publisert i *Aquaculture Economics and Management*, 2016 Vol. 20, s. 312-323 (Asche, Misund and Øglend, 2016a). Andre relevante referanser er: Asche, Dahl and Steen (2015), Asche, Misund and Øglend (2016b), Asche, Misund and Øglend (2016c), Bloznelis (2016), Dahl (2017), Dahl and Øglend (2014), Misund (2016), Misund (2018), Misund and Asche (2016), Misund and Nygård (2017), Øglend (2013), Solibakke (2012), Bloznelis (2018), Dahl and Jonsson, og Schultz and Westgaard (2018).

Det er viktig å lage prognoser på den fremtidige lakseprisen av flere grunner. Oppdrettsselskap trenger fremtidspriser for å optimalisere produksjonen og for å beregne lønnsomheten til investeringer de gjør. Analytikere og investorer må ha prisforventninger for å beregne de fremtidige kontantstrømmene for de børsnoterte lakseselskapene (MHG, BAKKA, LSG, osv.) for å kunne verdsette dem. Ikke minst er det viktig informasjon for myndigheter, revisorer og konsulenter som analyserer og evaluerer den økonomiske bærekraften til oppdrettsnæringen.

Hvordan kan en fremskaffe fremtidspriser? Læreboktilnærmingen er å begynne med å lage prognoser for tilbud og etterspørsel av laks i fremtiden. Først kan en se på etterspørselen og analysere hva en tror veksten i de ulike segmentene i markedene blir, samt deres betalingsvillighet. Så må en se på hva som driver tilførselen av laks, hva blir veksten av produksjonen og hva blir begrensningene. På kort sikt vil prisen variere avhengig av balansen mellom tilbud og etterspørsel, mens på lang sikt vil kostnadsbildet være viktig. Det er velkjent fra økonomisk teori at prisen på en vare henger sammen med produksjonskostnaden. At dette også stemmer i praksis kan en se fra historiske priser og kostnader (Figur 1). Figuren viser også betydelige sykluser i prisen rund kostnadsbanen. Denne type sykler er vanlig i de fleste råvaremarkeder, og skyldes kortsiktige markedsubalanser.



Figur 1. Historiske priser og produksjonskostnader (2014 = 100). Kilde: Fiskeridirektoratets lønnsomhetsundersøkelser Matfisk (gjennomsnitt for laks og ørret).

For de fleste selskaper vil denne typen analyser være for omfattende og arbeidskrevende. Bare de største oppdretterne vil ha kapasitet til å gjøre denne type analyser. Et annet alternativ er å kjøpe tjenester fra selskap som spesialiserer seg på denne type analyser og prognoser. I de fleste større råvaremarkeder er det også et tredje alternativ, nemlig derivatmarkedet, og da spesielt såkalte futureskontrakter. Futureskontrakter er finansielle fastprisavtaler som inngås mellom to parter, på en derivatbørs. På derivatbørsen kan selgere og kjøpere av et produkt inngå avtaler om kjøp og salg av et bestemt kvantum av produktet i fremtiden, til en pris som blir bestemt i dag. De som har inngått slike avtaler vet hvilken pris de får/må betale i fremtiden, og det er da ingen usikkerhet om prisen som oppnås. I laksenæringen finnes en slik børs, FishPool.

I lærebøkene står det at futurespriser har to viktig roller i markedet. Den ene er prissikring og den andre er prisoppdagelse. Med prissikring menes at en oppdretter (eller kjøper av laks) kan inngå futureskontrakter for å kunne sikre seg at de kan selge laksen til en bestemt pris i fremtiden. Dette er en av de viktigste rollene som futureskontrakter (og andre typer derivater) har. For at futureskontrakten skal fylle denne rollen må prisene på en futureskontrakter ikke systematisk avvike fra de spotprisene som realiseres. Dette innebærer at over tid vil verken selgere eller kjøpere i gjennomsnitt tjene eller tape på å benytte futureskontrakten. Vi finner at Fishpools futureskontrakt tilfredsstiller dette kriteriet.

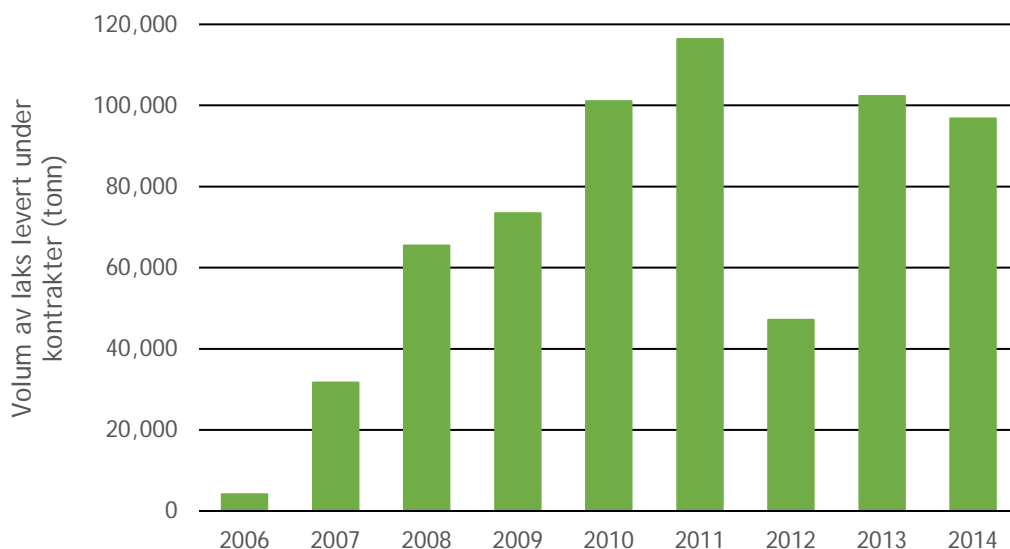
I noen råvaremarkeder har futureskontrakter også en annen viktig rolle, nemlig prisoppdagelse. Med prisoppdagelse menes at futuresprisene kan si noe om de fremtidige spotprisene. Hva den ukentlige prisen for laks vil være i uke 32-36 (august) i 2017 vet vi ikke i dag. Den er usikker. Imidlertid finnes en futureskontrakt på FishPool for levering i august 2017. I skrivende stund er den på 50.65 kr/kg. Hvis FishPool futureskontrakter har en prisoppdagelsesrolle betyr det at vi kan tolke prisen på 50.65 kr/kg som markedets forventning for spotprisen i ukene 32-36 i 2017. Aktører i næringen faktisk anvender futurespriser til dette formålet. For eksempel, så benytter Marine Harvest futurespriser for beregning av virkelig verdi av biomasse i års- og kvartalsrapporter. Ofte ser en også at kommentatorer i media viser til futuresprisene når de omtaler prisforventningene i laksemarkedet.

Når vi undersøker statistisk sammenhengen mellom FishPools futurespris og realisererte spotpriser, så finner vi at Fishpoolprisen mangler denne prisoppdagelsesrollen. Faktisk så er sammenhengen omvendt, ved at spotprisen leder futuresprisen. Dette innebærer at futuresprisen i hovedsak bestemmes av hvordan markedsforholdene på ethvert tidspunkt endrer seg, heller enn å være bestemt av analyser av markedet i fremtiden.

Hovedårsaken for den manglende prisoppdagelsesrollen synes å være lav likviditet og handel, og at Fish Pool ennå ikke har nådd et tilstrekkelig modenhetsnivå som kjennetegner mer vellykkede og etablerte derivatmarkeder som NYMEX i New York, CBOE i Chicago, og ICE i London. Figur 2 viser handel av derivatkontrakter mål i laksevolum, på Fish Pool i perioden 2006-2014. Som vi ser var det en god vekst i den første halvdel av perioden (frem til 2011), men det virker som at handelen har stagnert etter dette. Det er også interessant å legge merke til den sterke reduksjonen i omsetningen i 2012, et år med forholdsvis lave laksepriser som norske oppdrettere i liten grad sikret seg mot.

Så hvorfor har omsetningen stagnert siden 2011? Det er nærliggende å trekke frem en laksepris som stadig når nye høyder, som en viktig årsak. Når futuresprisen følger etter en spotpris som stadig øker, vil oppdrettere tjene mer på å selge til spot enn til futurespriser. Det er kun når prisen en gang i fremtiden faller over tid at nytten til futureskontrakter vil vise seg. Da vil futureskontraktene kunne dempe effekten av fallende laksepris på oppdretternes lønnsomhet. Den høyeste omsetningen av Fish Pool kontrakter var i 2011, i ett år med fallende laksepriser.

En konsekvens av en manglende prisoppdagelsesrolle er at verdien av analyser som bruker futurespriser som mål på fremtidspriser, vil bli vesentlig redusert. Et viktig spørsmål er om børssnoterte oppdrettere bør bruke futurespriser for å beregne virkelig verdi av biomasse. Implikasjonene til våre resultater er at Fish Pool priser ikke er spesielt godt egnet til dette formålet.



Figur 2. Omsatt volum under derivatkontrakter handlet på Fish Pool. Kilde: Fish Pool årsrapporter.

Oppsummering

FishPools futureskontrakter fungerer etter hensikten i sin viktigste rolle ved det ikke er systematiske forskjeller på futurespriser og realisererte spotpriser. Dette gjør at futureskontrakten er et godt virkemiddel for å sikre seg mot prissvingninger. I forhold til mer moderne futuresmarkeder mangler imidlertid kontrakten en viktig prisoppdagelsesrolle. Dette betyr at den har en begrenset nytte for å kunne si noe om fremtidige spotpriser. Oppdrettere og andre aktører i markedet bør derfor være forsiktig hva de bruker futuresprisene til. Grunnen til denne manglende prisoppdagelsesrollen er mest sannsynlig tynn handel og lav likviditet.

De fleste derivatmarkeder feiler kort tid etter at de ble etablert. Rekefuturesmarkedet i Minneapolis, som er en av svært få andre futureskontrakter som har vært tilbudt i sjømatmarkedet, er et eksempel på dette. Alle aktørene i laksenæringen er tjent med at dette ikke skjer for Fish Pool. Det er viktig å tenke på at Fish Pool kan ha to viktige roller for oppdrettsnæringen. For det første: prissikring når en virkelig trenger det, og for det andre; en kan bruke prisene som prisprognoser for fremtiden. I futuresmarkeder hvor prisoppdagelsesrollen fungerer, er dette vanligvis den beste prediksjonen på fremtidige priser. Hvis oppdrettsnæringen ønsker å beholde et marked for både prissikring og for informasjon om fremtidige spotpriser, må de bruke markedet aktivt.

Referanser

Asche, F., Dahl, R.E. and M. Steen (2015). Price volatility in seafood markets: Farmed vs. wild fish. *Aquaculture Economics and Management* 19(3), 316-335.

Asche, F., Misund, B. and A. Oglend (2016a). "Determinants of the futures risk premium in Atlantic salmon markets." *Journal of Commodity Markets*, 2(1), 6-17.

Asche, F., Misund, B. and A. Oglend (2016b). "The spot-forward relationship in Atlantic salmon markets." *Aquaculture Economics and Management* 20(2), 224-235.

Asche, F., Misund, B. and A. Oglend (2016c). "Fish Pool Priser – Hva Forteller de oss om Fremtidige Laksepriser?" *Norsk Fiskeoppdrett* 8/2016, 74-77.

- Bloznelis, D. (2016). Salmon price volatility: A weight-class-specific multivariate approach. *Aquaculture Economics and Management* 30(1), 24-53.
- Bloznelis, D. (2018). Hedging salmon price risk. Forthcoming in *Aquaculture Economics and Management*
- Dahl, R.E. (2017). A study on price volatility in the aquaculture market using value-at-risk (VaR). *Aquaculture Economics and Management* 21(1), 125-143.
- Dahl, R.E. and A. Oglend (2014). Fish price volatility. *Marine Resource Economics* 29(4), 305-322.
- Dahl, R.E. and E. Jonsson (2018). Volatility spillover in seafood markets. Forthcoming in *Journal of Commodity Markets*.
- Misund, B. (2016). Verdirelevansen av å rapportere biologiske eiendeler til virkelig verdi. En studie av norske lakseoppdrettselskaper. *Praktisk Økonomi og Finans*, 2016/4, 437-451.
- Misund, B. (2018). Common and Fundamental Risk Factors in Shareholder Returns of Norwegian Salmon Producing Companies. Forthcoming *Journal of Commodity Markets*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3056133
- Misund, B. and F. Asche (2016). Hedging efficiency of Atlantic salmon futures. *Aquaculture Economics and Management* 20(4), 368-381. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3056153
- Misund, B. and R. Nygard (2017). Big Fish: Valuation of the world's largest salmon farming companies. UiS Working Papers in Economics and Finance. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3037400
- Oglend, A. (2013). Recent trends in salmon price volatility. *Aquaculture Economics and Management* 17(3), 281-299.
- Schultz, P. and S. Westgaard (2018). Optimal hedging strategies for salmon producers. Forthcoming in *Journal of Commodity Markets*.
- Solibakke, P.B. (2012). Scientific stochastic volatility models for the salmon forward market: Forecasting (unconditional moments). *Aquaculture Economics and Management* 16(3), 222-249.