

Navigatøren: Norge over kneika

- Folk flest har fått bedre råd enn før krise
- Rentemarkedet: Asymmetrisk utfallsrom
- EURNOK: Konsolidering i oljemarkedet
- USDNOK: Drevet av et sterkt aksjemarked
- SEKNOK: NOK blir vinneren på lang sikt
- GBPNOK: Handelsavtalen som kursdriver

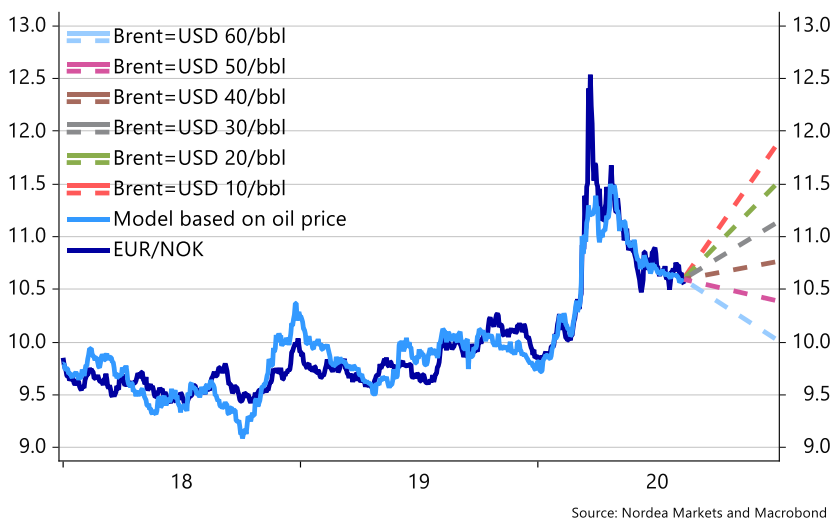
Sammendrag

Store deler av norsk økonomi har hentet seg inn etter en svært turbulent tid. De fleste som ble permittert har kommet tilbake på jobb. Detaljhandelen har hatt en rekordsommer, og det er lite som tyder på at norske forbrukere er bekymret over sin fremtidsøkonomi. Lave renter har gitt god vekst i boligprisene. Norges Bank er bekymret for boligprisgalopp og har begynt å advare med fremtidige rentehevinger.

Rentene er rekordlave og sentralbankene svært forsiktige. Men, historien viser oss at det er vanskelig å si noe sikkert om renteutsiktene et par år frem i tid. Negative renter har mistet sin appell, og det gjør at utfallsrommet fra dagens lave renter er svært asymmetrisk. De kan bli litt lavere, men mye høyere.

Oljeprisen har økt ettersom flere land har åpnet opp samfunnet. Samtidig har oljeprodusentene struppet tilbudet. Kronekursen har fulgt oljeprisutviklingen. På lengre sikt tror vi høyere oljeetterspørsel vil dra krona sterkere, men det vil ta tid.

Figur 1: Oljeprisen er viktig for kronekursen



Ole Håkon Eek-Nielsen

Director

+47 2248 7869

ole.hakon.eek-nielsen@nordea.com

Lars Mouland

Chief FI Strategist

+47 934 80881

lars.mouland@nordea.com

Christian Tjaum

Analyst

+47 2401 1896

christian.tjaum@nordea.com



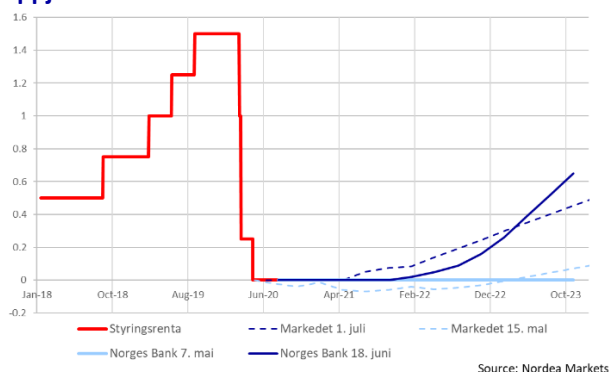
Rentemarkedet: Rentebunnen er bak oss

Norske renter har bunnet ut. Norges Bank er blitt bekymret for overoppheting i boligmarkedet og har som eneste sentralbank signalisert at rentene skal opp. Vi venter en ytterligere oppjustering av rentebanen allerede senere denne måneden, noe som vil trekke norske markedsrenter høyere. Utenlandske renter er fortsatt nær bunnivåene, og markedene priser inn uendret rente i lang tid fremover. Historien sier oss at rentene som regel ender opp langt unna det markedet priser hvis vi ser lengre enn et år inn i fremtiden. Både Norges Bank og Federal Reserve sier nei til negative styringsrenter noe som betyr at lange renter ikke kan falle mye herfra. Utfallsrommet for fremtidige renter er derimot stort på oppsiden når vi får kontroll på smittespredningen eller finner en vaksine.

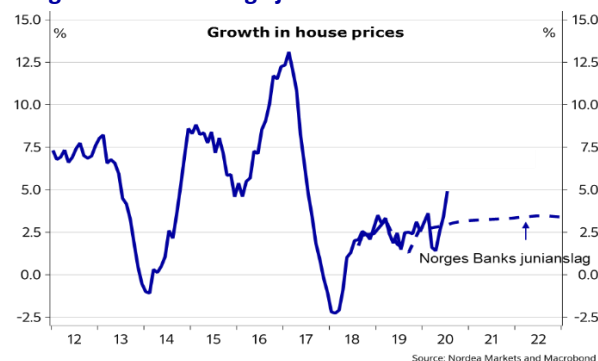
Norges Bank har snudd og vi venter ytterligere oppjustering av rentebanen denne måneden

Etter å ha varslet nullrenter «for evig» i mai, snudde Norges Bank på flisa i juni og uttrykte heller uro over raskt stigende boligpriser samtidig som de signaliserte rentehevinger i 2022. Dette gjorde at norske renter steg selv om rentene ute stod stille (se figur 2). Økonomiske indikatorer viser at store deler av norsk økonomi har hentet seg godt inn (figur 4 og 5), selv om det fortsatt er sektorer som sliter. Det er en stund til vi skal på seminarer og store konserter. Oljeprisen har steget videre siden juni, og sammen med fordelaktige skatteordninger, ser vi at nedturen i oljeinvesteringene ikke blir like bratt som vi kunne frykte. Fortsatt sterk vekst i boligprisene (figur 3) sammen med positive overraskelser i resten av økonomien gjør at vi tror Norges Bank vil heve rentebanen ytterligere på møtet senere denne måneden. Som i juni tror vi rentemarkedet vil ta hintet og sende norske markedsrenter høyere. Rentebunnen i norske renter er definitivt bak oss.

Figur 2: Markedsrentene fulgte etter når Norges Bank oppjusterte rentebanen i mai.



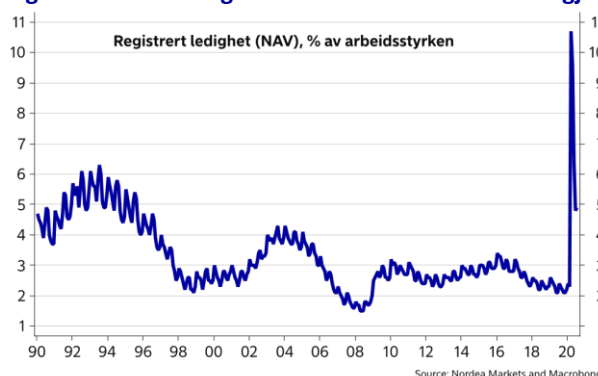
Figur 3: Boligprisene har steget langt raskere enn Norges Bank så for seg i juni



Figur 4: Detaljhandelen har tatt seg kraftig opp



Figur 5: Arbeidsledigheten har kommet raskt ned igjen



Harde smittevernstiltak har satt dype spor i rentemarkedene

I utlandet har det vært mere utfordrende å få kontroll over smittesituasjonen og tiltakene mot virusspredning har vært strengere og vart lenger. Dette har satt dype spor i mange land og gjør at sentralbankene signaliserer at det er svært lenge til de skal begynne å tenke på å heve rentene igjen. Det er derfor forståelig at de internasjonale rentemarkedene priser inn uendrede renter i mange år.

Rentemarkedet er dårlig til å spå om fremtiden

Man skal imidlertid ikke stole for mye på at markedets forventninger blir realiteter. Historien viser oss at dersom vi ser noe særlig lengre enn et år inn i fremtiden, pleier utfallet som regel å bli noe ganske annet. Det amerikanske rentemarkedet har bommet med mer enn ett prosentpoeng på sine forventninger om styringsrenten om to år mer enn halvparten av tiden (figur 6).

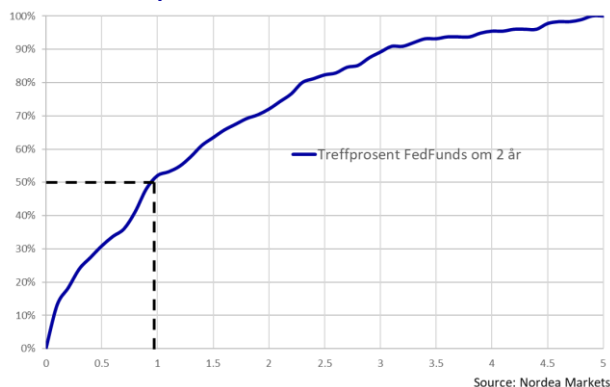
Utfallsrommet for markedsrentene er lite på nedsiden, men stort på oppsiden

Historisk har rentene oftere blitt lavere enn høyere enn renteforventningene, men nå er utfallsrommet snudd siden rentene er så nær null. Både den amerikanske sentralbanken og Norges Bank har styringsrenter på null og har uttrykt sterk skepsis mot å ta i bruk negative renter. Sentralbanker som allerede har tatt det i bruk går motsatt vei. Enten ved å heve rentene, begrense effekten av de negative rentene eller ved å ta i bruk andre virkemidler i pengepolitikken. Rentene kan dermed ikke falle stort mer, men oppsiden er stor dersom vi får en vaksine mot Covid som gjør at økonomiene kan operere som normalt igjen.

Tiltak for å sikre et fungerende pengemarked har presset ned Nibor. Neste år må markedet klare seg på egenhånd.

I tillegg til troen på at lave styringsrenter skal vare, har det lave Niborpåslaget bidratt til å senke norske markedsrenter. Stor overskuddslikviditet i både den norske og det amerikanske pengemarkedet ligger bak fallet i Nibor og er målrettede tiltak fra sentralbankene for å senke rentene ytterligere. Dette var helt nødvendig for å sikre at markedene fungerte etter uroen i mars, men nå ser sentralbanken at markedene er bedre rustet til å stå på egne ben. Flere av tiltakene vil være tilgjengelige ut året, eller litt inn i neste år, men betingelsene er ikke lenger like gunstige og vi venter at bankene heller vil finansiere seg på egenhånd. Overskuddslikviditeten vil dermed falle og pengemarkedsrentene normaliseres, noe vi tror vil skje neste år. Dette vil gi høyere Nibor og løfte norske markedsrenter.

Figur 6: Markedsprisingen to år frem har bommet med minst 1% halvparten av tiden



EURNOK: Konsolidering i oljemarkedet

Oljeprisen har tatt seg opp fra bunnivåene vi observerte i april. Over sommeren har det gått mot en konsolidering og det ser for øyeblikket ut til å være god balanse på tilbuds- og etterspørselssiden. Dette kommer også til uttrykk i kronekursen, som stort sett har beveget seg sidelengs igjennom sommeren.

En videre kronestyrkelse begrenses av et mettet oljemarked

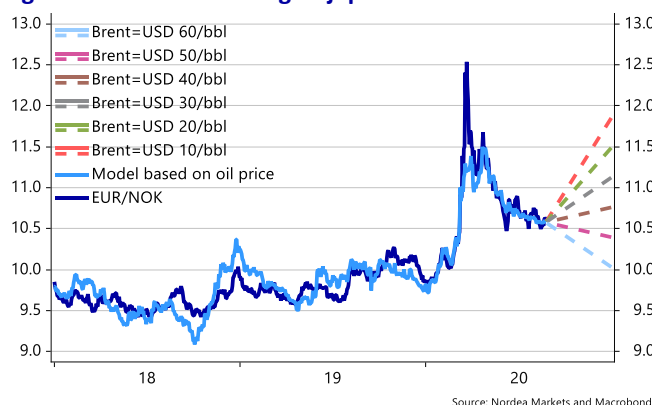
Siden forrige Navigatør har kronen vært relativt stabil. Uten videre oppgang i oljepris eller aksjemarkedet, som virker å være de sterkeste kursdriverne om dagen, ser vi få muligheter for en ytterligere kronestyrkelse på kort sikt. Oljemarkedet virker å være mettet i denne omgang, kombinert med mye ledig kapasitet hos produsentene og en svak etterspørselsside er det liten grunn til å tro at oljeprisen vil ta seg opp noe særlig før årsslutt.

Annerledeslandet Norge har klart seg godt gjennom korona, relativt sett

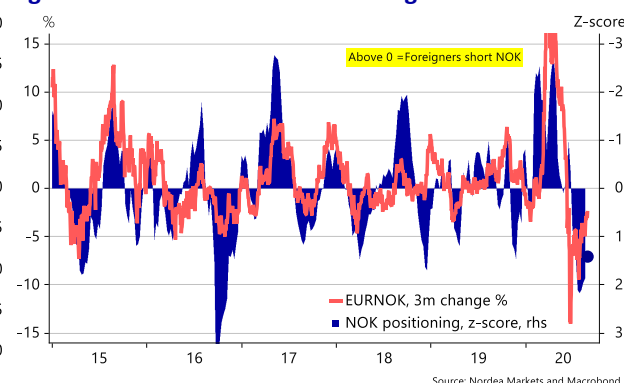
Selv om flere land har slitt som følge av nedstengninger og lavere fart i industrien, viser det seg nå at Norge har gjort det minst dårlig av flere årsaker. 1) Norske boligpriser ser ikke ut til å ha blitt negativt påvirket (snarere tvert imot) og 2) Nordmenn har i sommer brukt pengene de ellers ville brukt i utlandet her hjemme. I tillegg til disse, som i hovedsak skyldes lavere renter, har Norge en stor pengesekk (les: oljefondet) som vi har kunnet tære på ved behov. Til sammen tror vi dette har gjort at markedet har forventninger om at Norges Bank kan komme til å være først ute med å heve renten igjen, noe som potensielt kan smitte over i kronekursen.

Summen av ovennevnte faktorer tilsier høyere risiko for en svakere krone på kort sikt. Allikevel tror vi at oljeprisen på sikt vil bedre seg og at den, sammen med et sterkere aksjemarked og muligens Norges Bank, vil trekke med seg kronen. Vi opprettholder vår anbefaling om en moderat sikringsgrad for både kjøpere og selgere på kort sikt. Vi ser høyere risiko for en svakere krone den nærmeste tiden, men vårt underliggende syn er at kronen skal styrke seg på sikt.

Figur 10: EURNOK har fulgt oljeprisen tett



Figur 11: Utenlandske banker er long NOK



Tabell 1: EURNOK sikringsstrategier

	STRATEGI	KOMMENTAR	SIKRINGSGRAD
For selgere av valuta	Terminkontrakter	Høy spot (svak NOK) og høy rentedifferanse gir i sum attraktive nivåer. Usikkerhet knyttet til Corona kan medføre enda svakere NOK.	Kort sikt: Moderat Lang sikt: Høy
For kjøpere av valuta	TARF	Benytt opsjonsprodukter for å oppnå «rabatt» på valutakjøp samtidig som en ivaretar muligheten for at NOK kan styrke seg.	Kort sikt: Moderat Lang sikt: Lav

USDNOK: Drevet av et sterkt aksjemarked

Vi har over sommeren vært vitne til en videre styrkelse av kronen mot dollaren. Dette har i hovedsak vært drevet av et sterkt aksjemarked, godt markedssentiment og forventninger om rentehevinger fra Norges Bank.

Amerikanske børser noterer
«all time high»

Faktisk er krysset lavere enn det stod i før virusutbruddet og omtrent der det var ved begynnelsen av året. Hoveddriveren for kronestyrkelsen har vært et brennhet aksjemarked. Eksempelvis har S&P500 indeksen i USA lagt på seg mer enn 50% siden bunnoteringen i mars og har aldri tidligere vært så høy som nå. Dette gjør at investorer ofte flytter pengene sine ut av trygge havner, som den amerikanske, og plasserer de i mindre trygge havner, som den norske. I tillegg skal det nevnes at den amerikanske sentralbanken har brukt både flere og større finansielle virkemidler enn sentralbanker flest. For det første hadde de, som en av få andre, mulighet til å sette rentene ned. For det andre har de trykket penger som aldri før, noe som har oversømmet markedet med dollar og dermed svekket dens verdi.

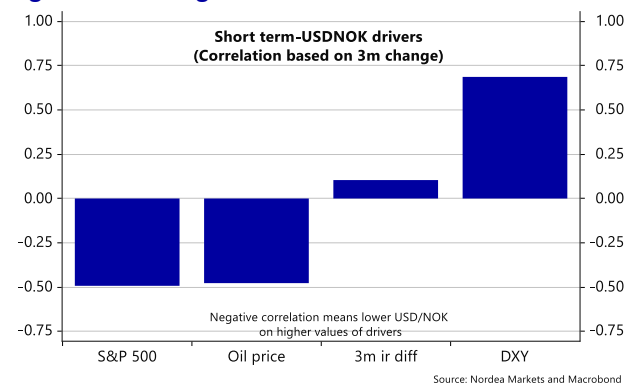
Fed setter alle kluter til

Grunnet strammere likviditet er det mulig vi får en litt sterkere dollar på kort sikt, men vårt hovedscenario er fremdeles at dollaren skal svekke seg fremover. Potensielle trusler som vi anser sannsynlige er korreksjoner i aksjemarkedet og ubalansen i oljemarkedet. Og tilslutt er det selvfølgelig ikke til å stikke under en stol at virussituasjonen nok vil kunne påvirke valutamarkedet, også i tiden som kommer.

Figur 12: USDNOK har falt med høyere aksjepriser



Figur 13: De viktigste driverne for USDNOK



Tabell 2: USDNOK sikringsstrategier

	STRATEGI	KOMMENTAR	SIKRINGSGRAD
For selgere av valuta	Selge valuta via terminer	Høy spot (svak NOK) og høy rentedifferanse gir i sum attraktive nivåer	Kort sikt: Moderat Lang sikt: Høy
For kjøpere av valuta	Premienøytrale opsjonsstrategier	Benytt opsjonsprodukter for å oppnå «rabatt» på valutakjøp samtidig som en ivaretar muligheten for at NOK kan styrke seg.	Kort sikt: Moderat Lang sikt: Lav

SEKNOK: NOK blir vinneren på lang sikt

Gjennom sommeren har det vært forholdsvis lave svingninger i SEKNOK. SEK holder seg ofte bedre enn NOK i urolige tider, slik at veien fremover i stor grad vil avgjøres av det globale risikosentimentet.

NOK er mer risikosensitiv enn SEK.

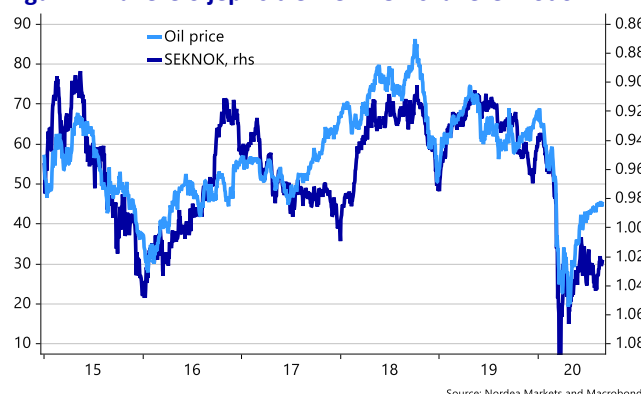
Igjennom sommeren har krysset beveget seg sidelengs og er ikke tilbake til paritet (1:1) som det var helt i begynnelsen av pandemien.

Blir det verre må Riksbanken gjøre mer QE mens Norges Bank må kjøpe mer NOK

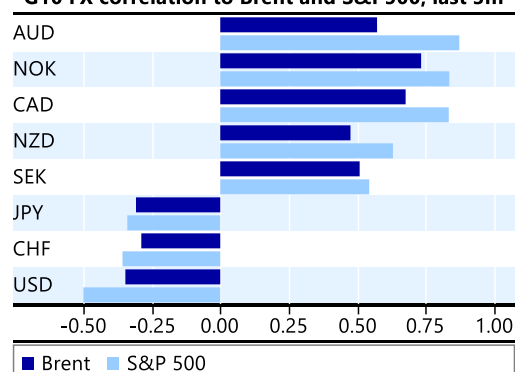
SEK har også fått noe støtte av at Riksbanken virker motvillig til å kutte renten igjen som følge av koronapandemien. På kort sikt kan nok SEK styrke seg mer, men trolig vil det være kortvarig. Det innebærer at vi over tid har mer tro på NOK enn på SEK. I den grad situasjonen i de nordiske økonomiene skulle forverre seg innebærer det trolig rentekutt og QE fra Riksbanken, mens for Norge innebærer det trolig enda kraftigere økning i de offentlige utgiftene. Det betyr at kronekjøpene vil øke ytterligere om det går enda dårligere. Det kan beskytte NOK mot SEK. Vi anser det også som sannsynlig at Norges Bank hever renten tidligere enn de til nå har annonsert, noe som vil gjøre NOK relativt mer attraktiv enn sin svenske bror.

Selgere av SEK anbefales dermed en høy sikringsgrad både på kort og lang sikt. Kjøpere av SEK kan med fordel benytte premienøytrale opsjonsstrategier, men anbefales kort løpetid på terminsikringer.

Figur 14: Lavere oljepris trekker NOK svakere mot SEK



Figur 15: NOK er mer påvirket av markedssuro
G10 FX correlation to Brent and S&P500, last 3m



Nordea and Macrobond

Tabell 3: SEKNOK sikringsstrategier

	STRATEGI	KOMMENTAR	SIKRINGSGRAD
For selgere av valuta	Selge valuta via terminer	Høy spot (svak NOK) og høy rentedifferanse gir i sum attraktive nivåer	Kort sikt: Høy Lang sikt: Høy
For kjøpere av valuta	Premienøytrale opsjonsstrategier	Benytt opsjonsprodukter for å oppnå «rabatt» på valutakjøp samtidig som en ivaretar muligheten for at NOK kan styrke seg.	Kort sikt: Lav Lang sikt: Lav

GBPNOK: Handelsavtalen som kursdriver

Den norske kronen er omtrent tilbake til der den var mot GBP ved årets begynnelse. Etter en sommer med små bevegelser forventer vi at det kan komme større utslag når det skal avgjøres om det blir en forlengelse av forhandlingene eller om det blir en endelig avtale mellom EU og UK.

Handelsavtalen vil påvirke i større grad utover høsten

Etter en periode hvor valutamarkedet i stor grad har vært drevet av aksjemarkedet og virusnyheter, blir det utover høsten sannsynlig at politikken vil være toneangivende, særlig for det britiske pundet. Fristen for forhandlingene mellom EU og UK går ut ved nyttår og selv om førstnevnte ønsker at sistnevnte forlenger forhandlingene, virker britene mest interessert i det motsatte. Det at partene virker å være såpass langt fra hverandre mener vi vil gjøre GBP til en utrygg kandidat å satse på mot NOK. Bestcase slik vi ser det er at forhandlingene blir forlenget. Skulle allikevel GBP påvirkes av andre faktorer gjennom høsten og vi går inn i årets siste kvartal uten en avtale, vil vi utvilsomt gå en interessant og sannsynligvis volatil GBP-vinter i møte.

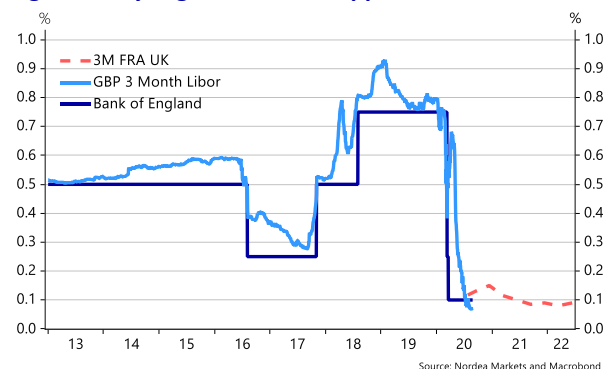
BoE går for QE heller enn negativ styringsrente

Når det gjelder den britiske sentralbanken diskuteres det nok om hvilke virkemidler man kan ta i bruk for å styrke økonomien. Skal man ty til yield curve-kontroll eller er negative styringsrenter det mest fornuftige verktøyet? For øyeblikket virker verdens sentralbanker å unngå negative styringsrenter så langt det lar seg gjøre. Vi tror dette gjelder BoE også og at flere kvantitative lettelsener er veien de velger å gå. Dette vil også være med på å svekke GBP.

Figur 16: GBPNOK preget av svak NOK og sterk GBP



Figur 17: Styringsrenten blir neppe lavere



Tabell 4: GBPNOK sikringsstrategier

	STRATEGI	KOMMENTAR	SIKRINGSGRAD
For selgere av valuta	Selge valuta via terminer	Høy spot (svak NOK) og høy rentedifferanse gir i sum attraktive nivåer	Kort sikt: Høy Lang sikt: Høy
For kjøpere av valuta	Premienøytrale opsjonsstrategier	Benytt opsjonsprodukter for å oppnå «rabatt» på valutakjøp samtidig som en ivaretar muligheten for at NOK kan styrke seg.	Kort sikt: Lav Lang sikt: Lav

Nordea Markets er handelsnavnet for Nordeas internationale kapitalmarkedsaktiviteter.

Oplysningerne i dette materiale er udelukkende ment som generel information og henvender sig alene til de modtagere, som materialet er rettet mod. Vurderinger samt øvrige oplysninger i materialet er gældende pr. udgivelsesdatoen og kan ændres uden varsel.

Dette er ikke en udtømmende beskrivelse af det omtalte produkt eller de dermed forbundne risici, og der gives ingen garanti for, at oplysningerne er nøjagtige eller komplette. Materialet er gennemgået omhyggeligt, og vurderingerne er foretaget efter vores bedste skøn.

Oplysningerne i dette materiale er ikke investeringsrådgivning og skal ej heller ses som et tilbud om eller en opfordring til køb eller salg af finansielle instrumenter. Oplysningerne heri tager ikke højde for bestemte modtageres investeringsformål, finansielle situation eller behov. Det tilrådes altid at indhente relevant og konkret professionel rådgivning, inden der træffes investerings- eller kreditbeslutninger. Det bemærkes, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast.

Hvor materialet indeholder en analyse af priser eller markedsforhold for et derivat og det ellers ikke er undtaget i henhold til de gældende regler i U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC), er materialet godkendt til distribution i USA til "US persons", der har status som godkendte modparter fra et CFTC perspektiv. Nordea Bank Abp er en registreret swap dealer i CFTC. Enhver derivattransaktion med "US persons" skal gennemføres i overensstemmelse med reglerne i Dodd-Frank Wall Street Reform og Consumer Protection Act.

Nordea Markets er ikke rådgiver for så vidt angår juridiske, skattemæssige, regnskabsmæssige eller lovgivningsmæssige forhold. Dette dokument må ikke gengives, distribueres eller offentliggøres uden forudgående skriftligt tilsagn fra Nordea Markets.

Nordea Bank Abp, Satamaradankatu 5, FI-00020 NORDEA, Finland, domicil Helsinki, Virksomhedsnummer 2858394-9 Yderligere information om Nordea er tilgængelig på www.nordea.com