

Navigatøren: Gjeninnhentningen i rute

- Norsk økonomi bedres som ventet
- Rentemarkedet: Vaksine gir rentehopp
- EURNOK: Svingninger i aksjemarkedet dikterer
- USDNOK: Usikkerhet rundt presidentvalget
- SEKNOK: Bedre tall enn fryktet fra Sverige
- GBPNOK: Andre drivere enn Brexit

Sammendrag

Gjeninnhentningen av norsk økonomi fortsetter. Arbeidsledigheten har falt til 3.6% og kommer til å falle videre selv om det stadig blir vanskeligere å finne arbeid til de som fortsatt er ledige. Smitteverntiltakene virker enda mer innstrammende i andre land enn Norge, og en vaksine vil være kjærkommen. I USA tynger usikkerheten om presidentvalget rentemarkedet og vi tror på et løft i rentene når resultatet er klart.

Aksjemarkedet har vært den viktigste driveren for kronekursen i år. Også her tror vi en avklaring av presidentvalget vil gi et løft. Oljeprisen er fortsatt også viktig, her må nok aktiviteten i verden opp før prisene stiger ordentlig. Og, det skjer neppe før en vaksine er på plass.

Ole Håkon Eek-Nielsen

Director
+47 2248 7869
ole.hakon.eek-nielsen@nordea.com

Lars Mouland

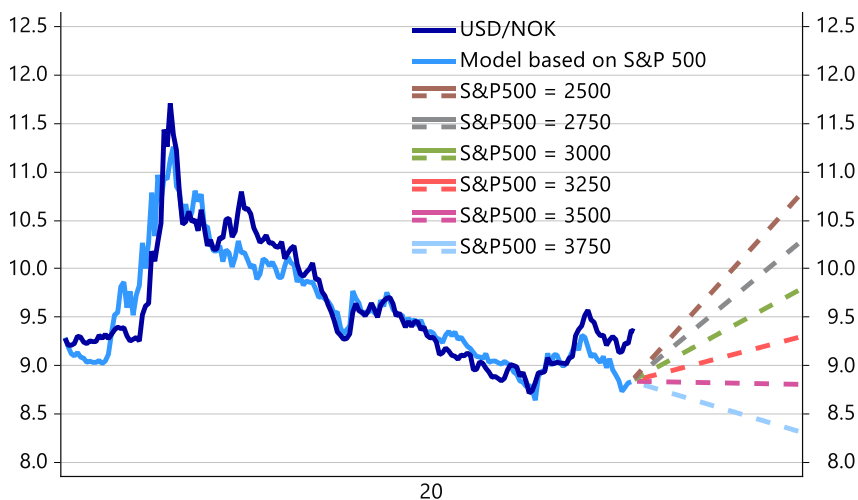
Chief FI Strategist
+47 934 80881
lars.mouland@nordea.com

Christian Tjaum

Analyst
+47 2248 7815
christian.tjaum@nordea.com



Figur 1: Kronekursen har vært styrt av aksjemarkedet i det siste



Source: Nordea Markets and Macrobond

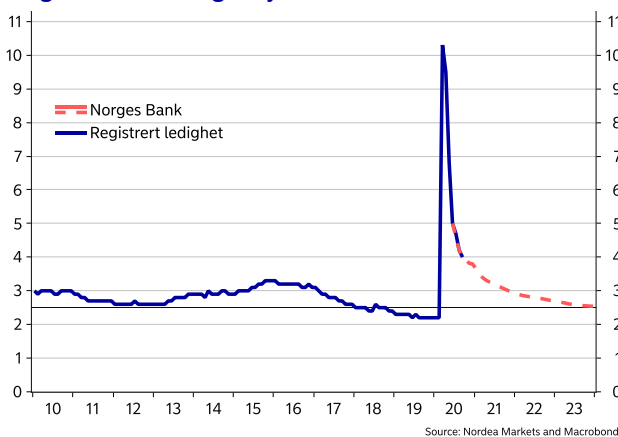
Rentemarkedet: Lave forventninger

Gjeninnhenting i norsk økonomi fortsetter. Arbeidsledigheten har falt fra over 10% til 3.6%. Norges Bank gjorde små endringer på siste rentemøte og ser fortsatt for seg å heve rentene i slutten av 2022. Økt usikkerhet forbundet med smitteøkningen den siste tiden gjør veien videre mere usikker, men dersom vi får en vaksine kan økonomien normaliseres raskere enn Norges Bank ser for seg. Lave utenlandske renter presser ned den norske rentekurven. Når det amerikanske presidentvalget er avgjort, kan det gi et løft i både amerikanske og norske renter. Nibor har også begynt å røre på seg. Lavere overskuddslikviditet har gitt flere hopp i de aller korteste rentene og det gir økt risikopremie også på 1M og 3M Nibor.

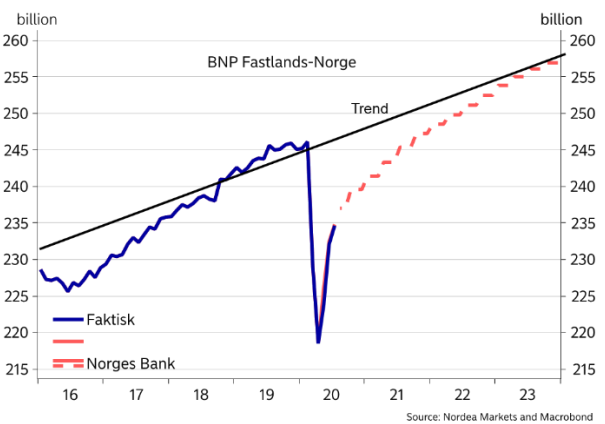
Gjeninnhenting i norsk økonomi går som forventet

Norges bank gjorde små endringer i rentebanen på møtet i september. De ser fortsatt for seg første renteheving mot slutten av 2022, omtrent da veksten ventes å være tilbake til trend og arbeidsledigheten har 2.5% i sikte. Både utviklingen i BNP og arbeidsmarkedet har gått som Norges Bank ventet i juni. Og selv om boligprisene har steget raskere, er usikkerheten blitt større i takt med økende smittetrykk. Kontroll på smittesituasjonen er en forutsetning for å få økonomien tilbake til trendvekst. Selv om arbeidsledigheten har falt med over 2/3 siden den toppet ut, er den fortsatt høy i de sektorene som er direkte rammet av smitteverntiltakene. Det må mye omstilling til dersom man skal finne nye jobber til alle disse. Men, når vi får på plass en vaksine kan tiltakene ruller tilbake og flere kan raskt komme tilbake i jobb slik at ledighetsgapet blir borte. Da går det heller ikke lang tid før det igjen blir press i arbeidsmarkedet og inflasjonsutsiktene igjen peker oppover.

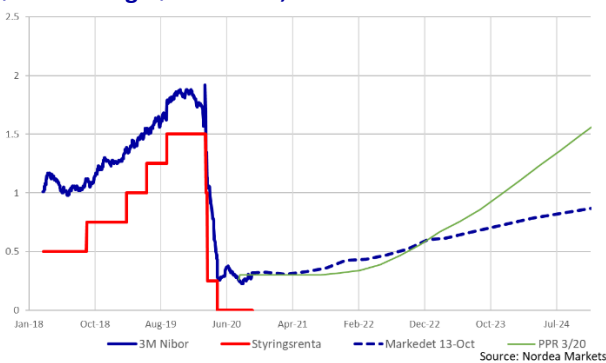
Figur 2: Arbeidsmarkedet har utviklet seg i tråd med Norges Banks anslag fra juni



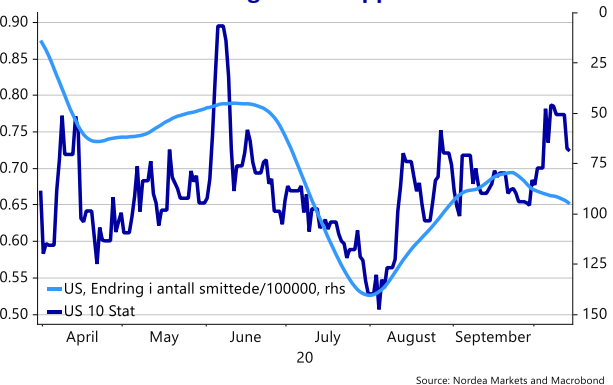
Figur 3: Norges Bank ser for seg at vekstgapet lukkes i slutten av 2022



Figur 4: Rentemarkedet er enig med Norges Bank om første heving høsten 2022, men ikke deretter.



Figur 5: Smittutviklingen er viktig for amerikanske renter. En vaksine kan gi rentehopp



Norske renter holdes nede av svak vekst ute

Rentemarkedet er enig med Norges Bank om at første renteheving nok kommer i slutten av 2022, men deretter stiger markedsrentene langt saktere enn rentebanen til sentralbanken. Lave utenlandske renter er en medvirkende årsak til denne uenigheten. Markedet har vansker med å prise inn store renteforskjeller mellom Norge og utlandet utover den nære horisonten som bestemmes av dagens styringsrente. USA og de fleste europeiske land har blitt hardere rammet av korona-pandemien enn Norge og en vaksine vil gi et betydelig løft til vekst- og renteutsiktene ute. Det vil således også gjøre det lettere for markedsrentene å følge Norges Banks anslag.

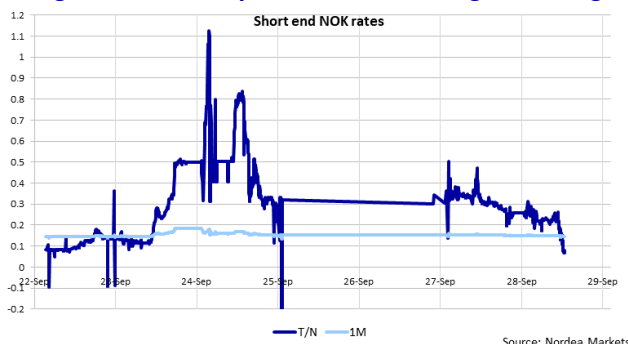
Gode utsikter til høyere renter når resultatet etter presidentvalget er klart

Usikkerheten rundt smittesituasjonen er det som preger rentemarkedet mest, men også politisk usikkerhet er merkbar. Selv om Biden leder an på meningsmålingene til det amerikanske presidentvalget, er det langt fra sikkert hvem som vinner. I verste fall vil det ta lang tid å kåre en vinner siden smitteverntiltak gjør at mange stemmer ved brevpost. Det hjelper heller ikke at Trump sår tvil om man i det hele tatt kan stole på poststemmene. Ved tidligere valg der det har vært stor usikkerhet om resultatet eller der det har blitt bytte av president, har rentene steget i ukene etter at valgresultatet har blitt klart. Vi tror det samme vil skje denne gangen. At det blir kåret en vinner er viktigere enn hvem som vinner.

Strammere likviditet har gitt litt høyere renter.

Norges bank tilbød svært billige f-lån til bankene fra midten av mars og frem til august. Dette har gjort at Nibor har holdt seg på et veldig lavt nivå til tross for høyere kredittrisiko i bankenes låneporteføljer. Nå har de fleste av disse f-lånene forfalt, og vi har sett tydelige tegn på stram likviditet i det korte kronemarkedet. Renta på korte innlån av norske kroner i valutamarkedet, som vanligvis ligger under styringsrentene, har på enkelte dager handlet over 1%. Selv om disse rentehoppene har vært korte, har de den siste uken vært med på å presse opp rentene på 1M og 3M Nibor. Med utsikter til fortsatt stram likviditet resten av året, tror vi det er rom for noe høyere Niborpremie.

Figur 6: 25. september handlet korte norske renter over 1% og de har vært høye ved flere anledninger siden også



EURNOK: Svingninger i aksjemarkedet dikterer

Siden sommeren har oljeprisen vært forholdsvis stabil. Nivåer under \$40/bbl. har blitt observert, men det virker som om markedet for øyeblikket er i god balanse og prisen har stabilisert seg på lavt 40-tall. Den største driveren har derfor vært aksjemarkedet som fikk seg en liten knekk i september.

Aksjemarkedet påvirket valutakursen mer enn oljeprisen i det siste

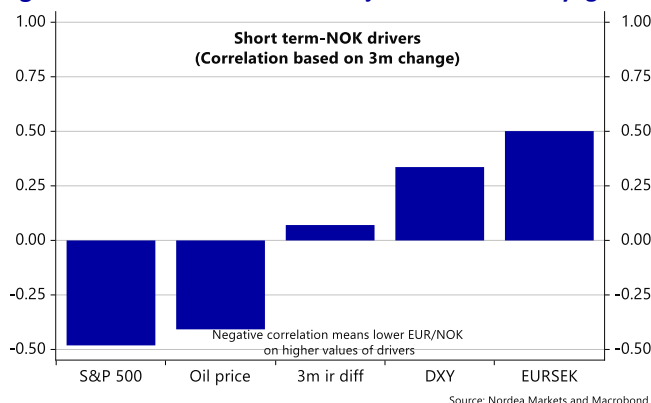
EURNOK-krysset er typisk drevet av oljepris og sentiment i aksjemarkedet. Når oljemarkedet nå er mettet, kombinert med mye ledig kapasitet hos produsentene og foreløpig svak etterspørselsside, ser vi få argumenter for at oljeprisen skal opp med det aller første. Hoveddriveren for NOK blir da aksjemarkedet, særlig når det er så volatilt som nå.

Den alminnelige oppfatningen er at sammenhengen mellom valutakurs og aksjemarkedet eksisterer fordi investorene selger seg ut av de mindre likvide valutaene som norske kroner når det globale risikosentimentet surner, og kjøper «trygge havner». Det gir et inntrykk av at kronkursen styres av et spekulativt motiv. Selv om det nok også er innslag av spekulative motiver, er trolig hovedgrunnen til den tette linken mellom aksjemarkedet og kronkursen å finne her hjemme.

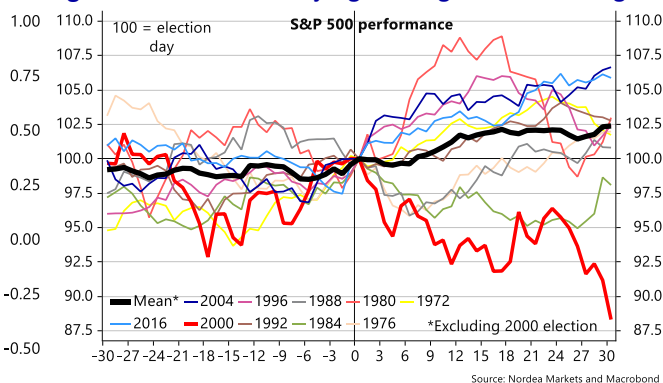
Valutakurs og aksjemarked har en mekanisk sammenheng på grunn av norske liv- og pensjonsselskaper

Norske liv- og pensjonsselskaper har store deler av sin forvaltningskapital plassert i utenlandske verdipapirer. Siden de har norske forpliktelser, velger de å sikre disse plasseringene mot valutatap. Det innebærer at de selger utenlandsk valuta og kjøper kroner i terminmarkedet. Men siden disse valutaterminene gjøres i faste beløp, blir valutasingringen for stor når de utenlandske aksjeverdiene faller. De må da kjøpe tilbake valuta og selge kroner tilsvarende de verdiene de nå har tapt i aksjemarkedet. Det gir en direkte «mekanisk» sammenheng mellom aksjefall og kronesalg, og det motsatte når aksjemarkedet stiger.

Figur 7: Driverne av EURNOK – aksjemarkedet veier tyngst



Figur 8: Amerikanske aksjer går vanligvis bra etter valget



Tabell 1: EURNOK sikringsstrategier

STRATEGI	KOMMENTAR	SIKRINGSGRAD
For selgere av valuta Korridor	Høy spot (svak NOK), høy volatilitet og høyt skew 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: Usikkerhet rundt presidentvalget

Presidentvalget i USA vil påvirke kronekursen, men det viktigste blir om vi får en klar vinner, ikke hvem det blir. I tiden frem til det skjer finnes det noen interessante muligheter for kjøpere og selgere av valuta.

Rekordmange forhåndsstemmer, men frykt for at det kan ta tid før resultatet er klart

Joe Biden leder klart på de fleste meningsmålinger, men erfaringen de siste årene er at man ikke helt kan stole på disse. Usikkerheten er også preget av at det kan ta lenger tid enn vanlig før vinneren er klar. Coronapandemien gjør at andelen poststemmer blir klart høyere enn ved tidligere valg. Det kan derfor ta flere uker før alle stemmene er talt. Donald Trump har dessuten sådd tvil om han i det hele tatt vil akseptere et eventuelt valgnederlag. At investorene er bekymret for et slikt utfall kan leses av premien det koster å sikre seg mot aksjefall som er på et meget høyt nivå i november.

At det blir et tydelig valgresultat vil, isolert sett, føre til et positivt risikosentiment

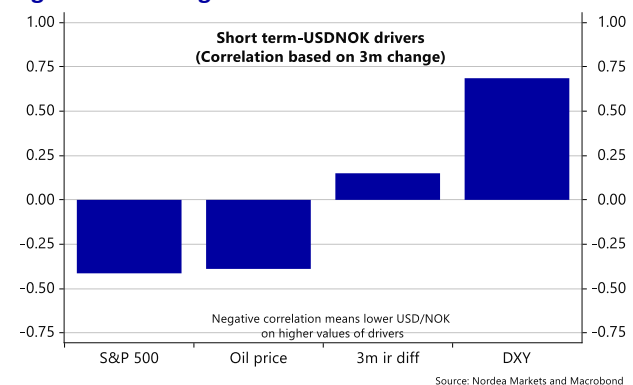
Vi tror at tiden frem mot et valgresultat er klart vil være preget av «rufsete sjø» og blandet stemning i aksjemarkedene, noe som sannsynligvis vil smitte videre over på NOK. Når stormen derimot har roet seg, anser vi sannsynligheten for risk-on som høy og tror NOK vil styrke seg inn mot årsslutt.

Den høye usikkerheten kombinert med store markedssvingninger, mener vi åpner for noen veldig interessante muligheter for både kjøpere og selgere av valuta. Selgere kan inngå en korridorløsning hvor man handler spot mellom to nivåer, et gulv og et tak. Kjøpet av gulvet finansieres av et samtidig salg av taket, og på grunn av volatilitetsskewet blir dette intervallet skjevt på oppsiden. For kjøpere mener vi TARFs, hvor man kan handle valuta under spotkurs mot en forpliktelse til å handle dobbelt under et gitt nivå, kan være en god løsning for deler av valutabehovet. Både for å oppnå en rabattert kurs, men også fordi man for tiden får en uvanlig høy rabatt grunnet den høye volatiliteten.

Figur 9: USDNOK har falt med høyere aksjepriser



Figur 10: De viktigste driverne for USDNOK



Tabell 2: USDNOK sikringsstrategier

	STRATEGI	KOMMENTAR	SIKRINGSGRAD
For selgere av valuta	Korridor	Høy spot (svak NOK), høy volatilitet og høyt skew 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

SEKNOK: Bedre tall enn fryktet fra Sverige

Siden sommeren har SEKNOK testet nivåer ned mot paritet (1:1), men har den siste tiden kommet opp en del, i takt med bedre enn fryktede makrotall fra våre naboer i øst. SEK holder seg ofte bedre enn NOK i urolige tider, slik at veien fremover i stor grad vil avgjøres av det globale risikosentimentet.

Det amerikanske presidentvalget vil kunne påvirke en NOK som vanligvis er mer risikosensitiv enn SEK

Overskriftene som driver sentimentet den neste måneden vil være det amerikanske presidentvalget og trolig nyheter om coronasmitte. Særlig førstnevnte tror vi i stor grad vil prege aksje- og valutamarkedet den neste måneden. Et ryddig valg med en klar seier vil sannsynligvis føre til et bedre sentiment som i tur vil være positivt for NOK. Det motsatte tilfellet vil være et utfall som minner om valget i 2000 mellom Bush og Gore. Da ble resultatet avgjort i høyesterett lenge etter valgdagen og aksjemarkedet falt om lag 10 prosent i mellomtiden.

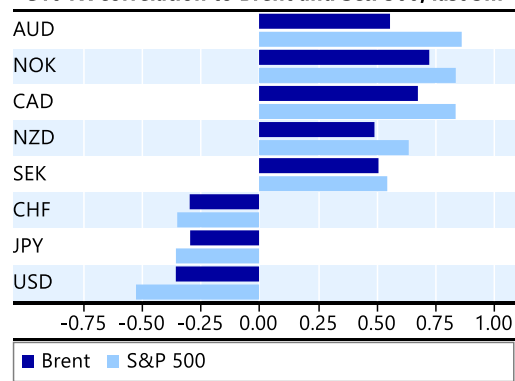
Vi har også sett at smittetall kan påvirke sentimentet og at dette igjen slår over i kronekursen. Dersom smittetallene fortsetter å øke, vil frykten igjen kunne bre seg på verdens børser og dra med seg NOK til et svakere nivå.

På sikt tror vi sentimentet vil bedre seg og at NOK vil bli sterkere. Selgere av SEK anbefales derfor å ha høy sikringsgrad både på kort og lang sikt. Kjøpere av SEK kan med fordel benytte premienøytrale opsjonsstrategier, men anbefales kort løpetid på terminsikringer.

Figur 11: NOKSEK har kommet ned igjen



Figur 12: NOK er mer påvirket av markedsure
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: Andre drivere enn Brexitforhandlinger

Den siste oppdateringen rundt forhandlingene om Brexit er at det fremdeles er betydelig avstand mellom Storbritannia og EU. NOK har de siste månedene vært drevet av andre faktorer enn nevnte forhandlinger, også mot det britiske pundet.

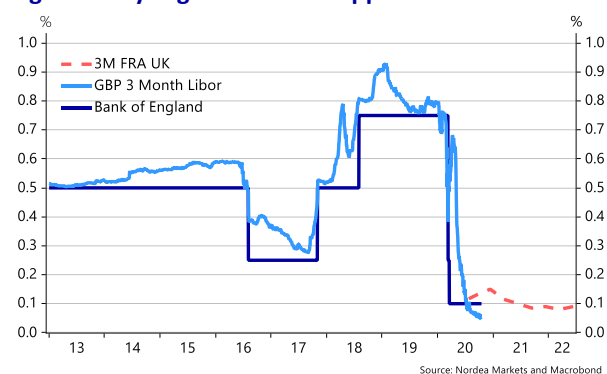
Status i forhandlingene om en handelsavtale virker ikke å påvirke så mye enda

Valutakrysset ser fortsatt ut til å være drevet mer av aksjemarkedet og virusnyheter enn politiske nyheter fra Storbritannia. Sannsynligvis fordi fristen, som egentlig utgår ved nyttår, fremdeles er et stykke frem i tid. Selv om EU ønsker at UK 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.

Figur 13: GBPNOK preget av svak NOK og sterk GBP



Figur 14: 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