

Navigatøren

Hvordan påvirker Brexit oss?

01 juli 2016

Hvordan påvirker Brexit oss?

For verden som helhet er det ikke de direkte markroøkonomiske effektene av lavere vekst i UK som betyr noe. I stedet har Brexit mulighet til å påvirke resten av verden gjennom finansmarkedene. Så lenge markedet har tro på at euroen finnes og at ECB vil være tilstede, ser det ut til at de økonomiske konsekvensene av Brexit kan bli ganske små.

Side 2

Renter

Norges Bank kutter renten i september, men dette er sannsynligvis det siste kuttet. Selv om renten snart er på hold er det lenge til det kommer på tale å normalisere styringsrenten. Det gjør oppsiden i korte renter liten og derfor er det potensiale for oppgang i den lange delen av rentekurven.

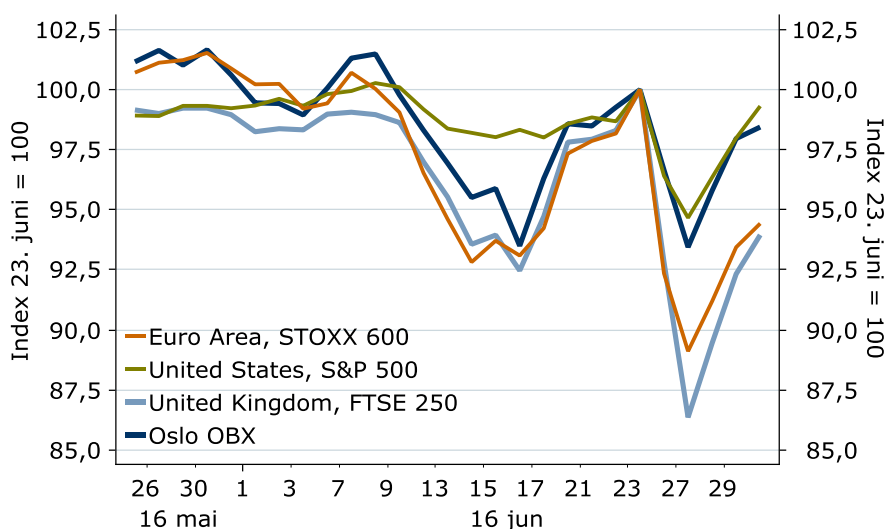
Side 5

Valuta

Brexit gir åpenbare problemer for GBP, mulig oppside for USD, men for NOK er det litt mer åpent. Norges Bank oppreviderte både rentebanen og prognosen for produksjonsgapet. Brexit kan tenkes å bidra til nedsiden i EUR generelt. Om ikke oljeprisen faller for mye, kan det sammen med en positiv sentralbank gi nedside i EURNOK også.

Side 10

Aksjemarkedene gikk mye på Brexit men har hentet seg inn igjen



Kilde: Nordea Markets and Macrobond

Kjetil Olsen
+47 22 48 79 56
kol@nordea.com

Gaute Langeland
+47 22 48 53 91
gaute.langeland@nordea.com

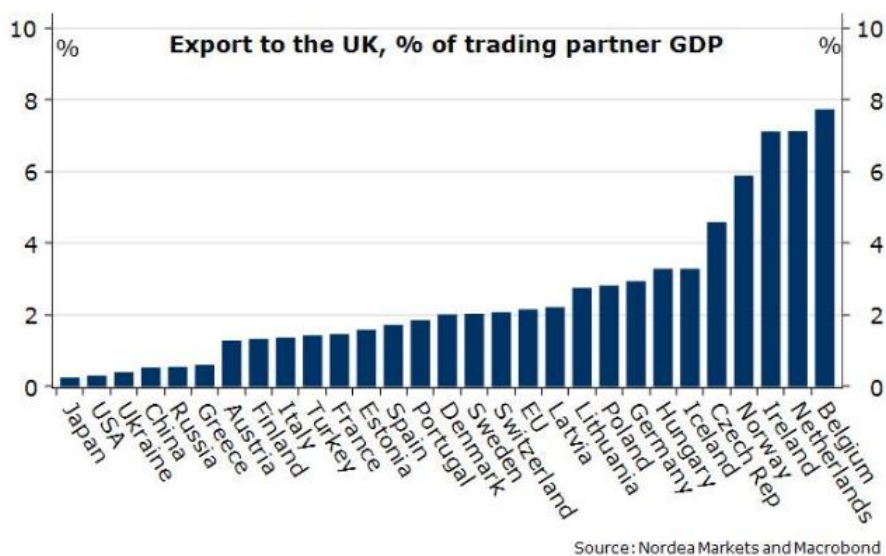
Ole Håkon Eek-Nilsen
+47 22 48 78 69
ohen@nordea.com

Hvordan påvirker Brexit oss?

At Brexit får betydning for UK er opplagt. Usikkerhet om den videre markedsadgang til det europeiske markedet for både varer, tjenester, kapital og arbeidskraft gjør at beslutninger utsettes og investeringsprosjekter blir satt på hold. Bedriftene vil bli mer forsiktig med nyansettelser og husholdningene kan komme til å møte usikkerheten med å øke sin sparing ut fra et forsiktighetsmotiv. På usikkert grunnlag er det grunn til å tro at BNP i UK kan bli 2-3 % lavere de neste par årene enn uten en Brexit.

Selv om UK er verdens femte største økonomi, vil de direkte handelsvirkningene på resten av verdensøkonomien være nokså små. Figuren viser eksporten fra en rekke land til UK som andel av BNP i eksportørlandet. Norges eksport til UK trekkes opp av olje og gasseksport, uten denne utgjør vareeksporten til UK rundt 1 % av norsk BNP. For EU som en helhet utgjør eksporten til UK rundt 2 %. Selv om importen fra UK skulle bli både 5 og 10 % lavere enn ellers som følge av Brexit, vil det kun utgjøre en tidel eller to på BNP for EU som helhet. De direkte virkningene for den globale økonomien i stort vil være enda mindre.

Figur 1: Liten direkte virkning av lavere vekst i UK



Med andre ord: for verden som helhet er det ikke de direkte markroøkonomiske effektene som betyr noe. I stedet har Brexit mulighet til å påvirke resten av verden gjennom finansmarkedene og sentimentet i husholdninger og næringsliv. Å analysere Brexit gjennom en ren makroøkonomisk analyse blir med andre ord meningsløst.

I stedet bør man se på hvordan markedene har reagert. Vi har lært fra de to siste store krisene, finanskrisen og gjeldskrisen i Europa, at der det virkelig

går galt er når likviditets- og lånesituasjonen strammes til. Det kan skje dersom finansielle aktører mister tilgangen på finansiering og blir tvunget til å selge unna aktiva til stadig fallende priser.

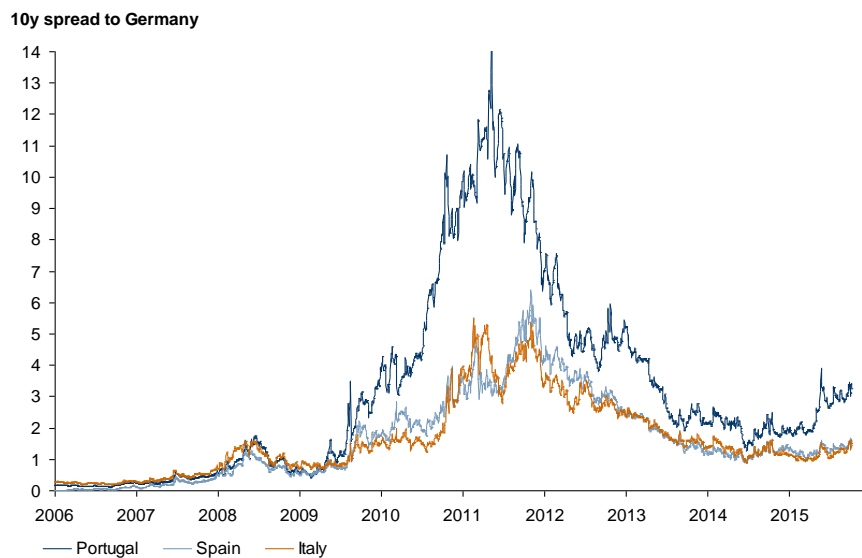
I sammenheng med en hendelse som Brexit ville dette kunne inntreffe dersom markedet skulle begynne å tro at Brexit vil spre seg til å bli en krise for det europeiske samarbeidet i stort, for euroen og for hele eksistensen av ECB. Det vil igjen avhenge av om markedet tror det kommer flere utmeldelser av EU og særlig fra et eller flere euroland.

Hva er det så som gjør at markedet potensielt har grunn til å frykte et slikt scenario? Ta en gjeldsinvestor som har lånt penger til et selskap, en bank eller stat i euroland. For henne er det ikke bare interessant å ha en formening om hvor sannsynlig det er at hun får hovedstolen utbetalt ved forfall. Hun vil også forvente å få hovedstolen utbetalt i euro. Skulle et euroland melde seg ut av EU, vil også spørsmålet om hvilken valuta hovedstolen skal utbetales i reises. Tvil om investoren får tilbakebetalt i euro eller en annen valuta (gylden, franc, pesetas...), og det påfølgende spørsmål om hva verdien av denne "nye" valutaen vil være, vil åpenbart redusere prisen på et slikt papir. Det vil kunne sette i gang en kjedereaksjon hvor andre som bruker papiret som sikkerhet for lån må hente nye penger i markedet, eller selge andre verdipapirer for å dekke opp marginkrav. Et slikt "brannsalg" kunne starte en 'vicious circle' som gjør at prisen på lån i markedet går kraftig opp. For bankene, som er navet i kredittmarkedet, kan det føre til at tilgangen på lån blir vesentlig dyrere, vanskeligere og i verste fall stopper den for enkeltbanker helt opp. Da stopper også bedriftenes tilgang på kreditt opp. Skulle hele eksistensen av euroen og av ECB stå i fare, vil ovennevnte problemstilling bli høyst aktuell.

De virkelig store konsekvensene av Brexit vil komme til syne i et slikt scenario, og frykten for en kraftig markedsreaksjon var nok en av grunnene til at Brexit har fått så mye fokus som det har fått.

Så langt har markedet håndtert Brexit bedre enn det mange hadde fryktet. Utslagene i kredittmarkedene har vært svært moderate, og i det store bildet knapt synlig. Skulle det bli reist tvil om euroen, vil for eksempel statspapirmarkedet reagere med å sende prisen ned og renta opp på lån fra de minst solide statene i euroområdet. Figuren viser utviklingen i renteforskjellen på ti års statsgjeld i Portugal, Spania og Italia på den ene siden og Tyskland på den andre. Sentralbanksjef Draghi sa 26. juli 2012 at ECB ville gjøre 'whatever it takes' for å bevare euroen. Til forskjell fra 2011 og første halvår 2012, da statsgjeldskrisa i Europa stod på som verst, er dermed ECB nå til stede med kvantitative lettelsener (kjøp av statspapirer) og billige lån til bankene. Det gjør at utslagene blir små, noe som igjen bidrar til trygghet i markedet. Så lenge markedet har tro på at euroen finnes og at ECB vil være tilstede, ser det ut til at de økonomiske konsekvensene av Brexit kan bli ganske små.

Figur 2: Små utslag i renten på statsgjelden i periferland



Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

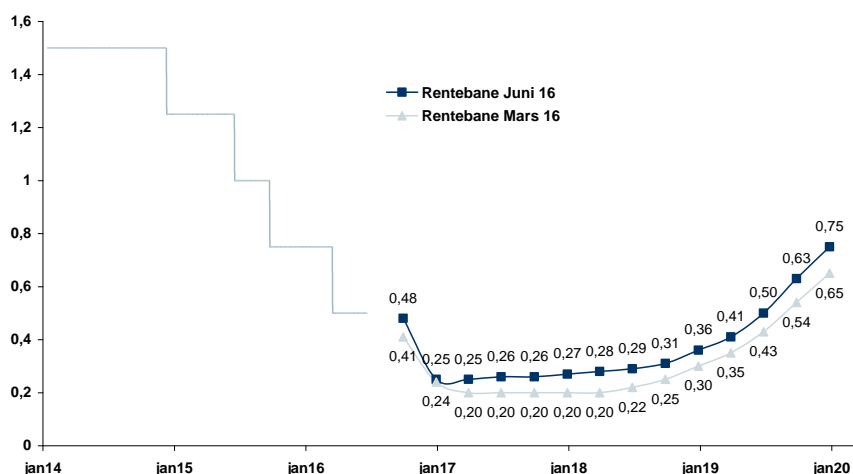
Rentemarkedet

- Norges bank kutter renten i september, men dette er sannsynligvis det siste kuttet
- Selv om renten snart er på hold er det lenge til det kommer på tale å normalisere styringsrenten
- Dette gjør oppsiden i korte renter lite og derfor er det potensiale for oppgang i den lange delen av rentekurven.

Norges Bank holdt renten uendret på juni-møtet, men hold samtidig på signalene om at renten kuttes på det neste møtet i september. I forkant av juni-møtet hadde markedet spekulert på om Norges Bank ville redusere sannsynligheten for september-kutt gitt oppgangen i oljepris, tegn i norsk økonomi om at det verste nå ligger bak oss og ikke minst akselererende boligpriser.

Dette skjedde ikke, men Norges Bank oppjusterte derimot rentebanen lengre ut. I mars-rapporten hadde rentebanen en bunn på 0,20 %, dvs en liten sannsynlighet for null-rente. I den nye rentebanen er denne sannsynligheten fjernet og i stedet er det en ørliten sannsynlighet for renteheving allerede neste år. Den nye rentebanen har en rente på 0,26 % allerede i andre kvartal neste år.

Figur 1: Liten men signifikant oppjustering i rentebanen



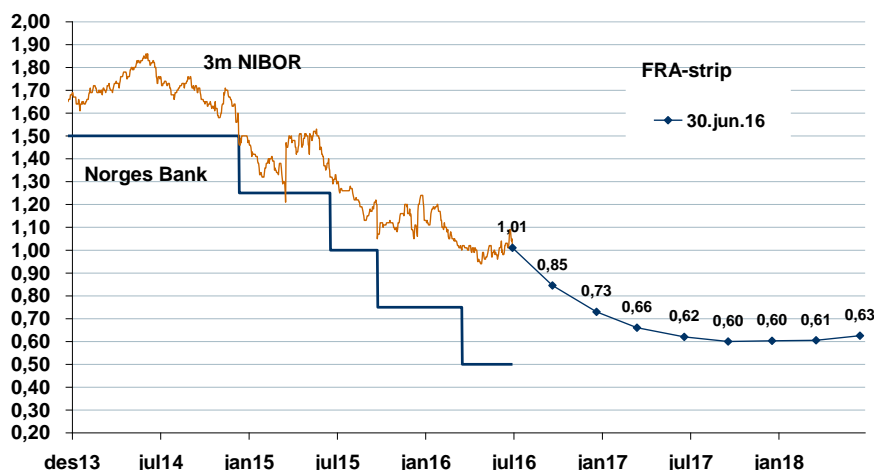
Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

Selv om denne oppjusteringen er liten mener vi den er høyst signifikant. Den bidrar til å forsterke et bilde av en sentralbank som ikke ønsker å kutte renten videre og som virker er ukomfortabel med det lave rentenivået.

Følgende uttalelse fra sentralbanken forsterker dette: "Når styringsrenten nærmer seg en nedre grense, øker også usikkerheten om virkningen av pengepolitikken. Det taler for å gå mer varsomt fram i rentesettingen og reagere noe mindre på nyheter som endrer utsiktene for økonomien, enten disse trekker i retning av en lavere eller høyere styringsrente."

I sum mener vi at Norges Bank i september mest sannsynlig leverer sitt siste kutt i denne sykkelen. Det er samtidig lenge til norsk økonomi trenger en normal rente, og selv om sentralbanken nok kunne tenkt seg en litt høyere rente etter hvert kan det ta tid før utviklingen skulle tillate det. Samtidig sier Norges Bank at "Skulle norsk økonomi bli utsatt for nye store forstyrrelser, vil hovedstyret ikke utelukke at styringsrenten kan bli negativ". Slik vi vurderer situasjonen er nedsiden i renten fortsatt større enn oppsiden, og gitt den lave risikoen for mange renteøkninger vurderer vi nytten av rentesikringer med et par års løpetid som liten.

Figur 2: Markedet forventer at NIBOR skal falle med 40bp



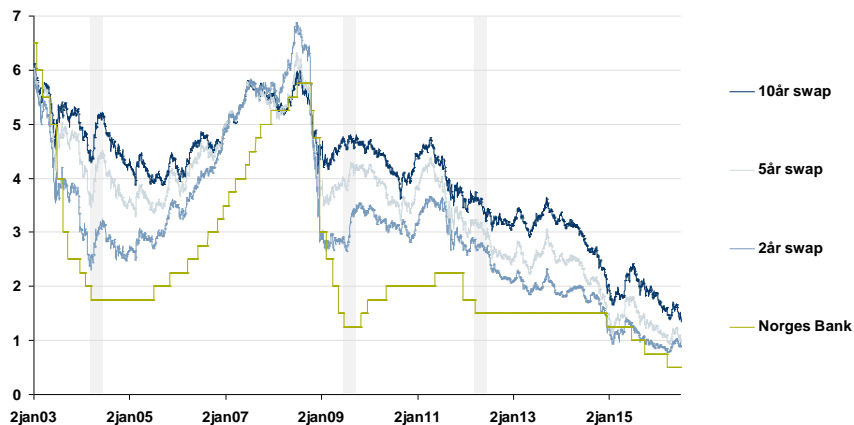
Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

Korte renter priser at NIBOR skal falle med bare 15bp frem til september, men hele 40bp det neste året. Samtidig ligger NIBOR høyt relativt til styringsrenten. Vi tolker dette som at markedet venter totalt et rentekutt og en viss inngang i påslaget. Men samtidig at det er en viss fare for at det drøyer lenger enn til september med kuttet. Dette virker slettes ikke urimelig og vi synes derfor at korte renter er fornuftig priset. At Norges Bank leverer et kutt som er ventet vil ikke i seg selv gi store bevegelser i korte renter.

Spørsmålet blir da hva som utløser den neste bevegelsen markedsprisingen av korte renter. Går det som vi venter, er Norges Bank veldig snart tilbake på hold. Historisk har det siste kuttet ved flere anledninger trigget en betydelig oppgang i spesielt de korte swaprentene. Dette henger selvsagt sammen med

at markedet stopper å fokusere på muligheten for flere kutt og i stedet priser inn muligheten for rentehevinger.

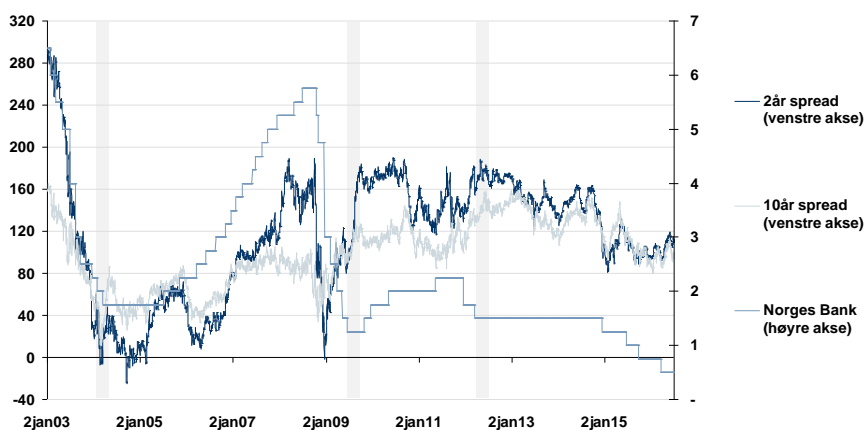
Figur 3: Det siste rentekuttet har flere ganger trigget en oppgang i swappene



Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

I grafen over var det ingen markert oppgang i swapprentene da Norges Bank foretok sitt til da siste kutt i kuttsyklelen i 2012 (markert i grått). Ser vi i stedet på spreaden til Europeiske renter som vist i grafen under, danner det seg et mer konsistent bilde: norske renter pleier å stige relativt til europeiske renter i månedene etter det siste kuttet.

Figur 4: Det siste rentekuttet har trigget oppgang i norske renter relativt til europeiske renter.



Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

Dette virker rimelig. Utviklingen i norske renter er selvsagt avhengig av både hjemlige og internasjonale faktorer. Hjemlige faktorer blir derfor en mer konsistent driver av spread til Europa enn rentenivået i seg selv.

At Norges Bank sannsynligvis skal tilbake på hold i løpet av høsten vil derfor mest sannsynlig gi en oppgang i norske renter relativ til europeiske. Avhengig av utviklingen ute bør dette gi et lite løft i de korte swappene. Løftet vil likevel være begrenset av at en normalisering av renten virker helt usannsynlig de neste par årene og at markedet derfor ikke kan prise inn mange renteøkninger.

De lange rentene fortsetter å falle. Norske lange renter har vært svært korrelert med amerikanske renter det siste par årene. Det siste fallet kan derfor forlares med (1) Brexit som trigget svakere globale vekstforventninger og en flukt inn i trygge vedpapirer og og (2) et svakt arbeidsmarkedstall fra USA forut for Brexit utsatte renteoppgangen fra Fed som var ventet i sommer.

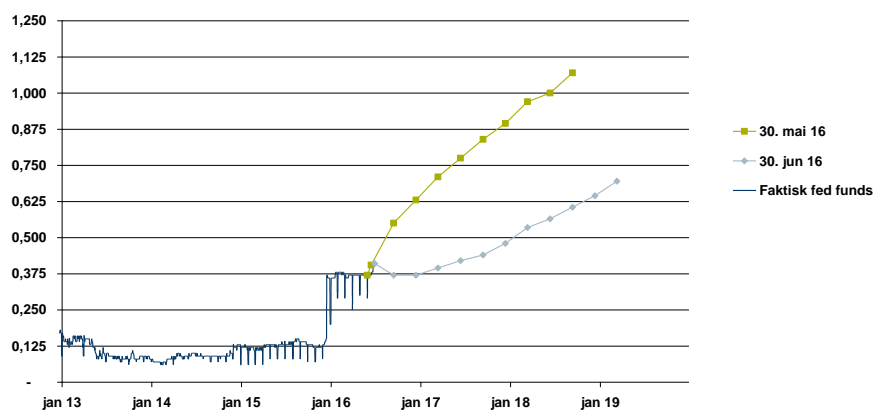
Figur 5: Det er de lange forwardrentene som virkelig har falt



Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

Ved utgangen av mai priset markedet én renteheving USA i løpet av 2016. Nå venter markedet at den neste renteøkningen fra Fed ikke kommer før utgangen av 2018. Det er en dramatisk reprising som har funnet sted.

Figur 6: Svært forsiktige forventninger til rentehevinger i USA



Kilde: Nordea Markets og Bloomberg

Dagens prising er ikke konsistent med signalene fra Fed og heller ikke våre anslag. Vi venter at Fed setter opp renten i desember og flere ganger i løpet av årene deretter. Vi mener derfor at amerikanske renter ligger for lavt og feiler å ta inn over seg at gjenninhentingen av amerikansk økonomi etter finanskrisen nærmest er over. En korreksjon høyere igjen har, gitt den sterke korrelasjonen med norske renter, potensiale for å trekke også lange norske renter høyere.

Oppsummering

Vi ser lite behov for korte sikringer siden det er lenge til det kommer på tale å normalisere styringsrenten her hjemme og potensialet for oppgang i flytende rente er derfor begrenset de nærmeste årene. Potensialet for oppgang ser mye større ut i den lange delen av rentekurven. Der er rentene svært lave og de mer frikoblet fra dagens lave styringsrenter. Dette gjør at det er fornuftig å fokusere rentesikringer i den lange delen av kurven.

Ved å benytte lange sikringer kan man oppnå ønsket durasjon med en lav sikringsgrad. Dette gir en relativt høy andel flytende. Med utsikter til lav flytende rente lenge er dette fordelaktig.

Valuta

EURNOK; Positive toner fra Norges Bank, hva betyr Brexit for NOK?

Resultatet av den britiske folkeavstemningen var negativ for NOK, i alle fall de første par dagene. Positive signaler fra Norges Bank kom i skyggen av risikoaversjon og fallende oljepris. I skrivende stund er vi imidlertid tilbake til utgangspunktet rundt 9.30.

Signalene fra Norges Banks siste rentemøte kom riktig nok før avgjørelsen i Storbritannia, men de er allikevel svært interessante. At man løfter rentebanen og faktisk ser en ørliten mulighet for renteøkning allerede neste år vitner om en sentralbank som er i ferd med å endre holdning. Man har også tatt bort muligheten for et ytterligere kutt. Dette er trolig så langt man våget å gå i frykten for at signalene skulle gi for sterk NOK. Man har også oppjustert synet på produksjonsgapet i Norge. Høyere oljepris, sterk boligprisvekst og lavere enn ventet arbeidsledighet ligger trolig bak.

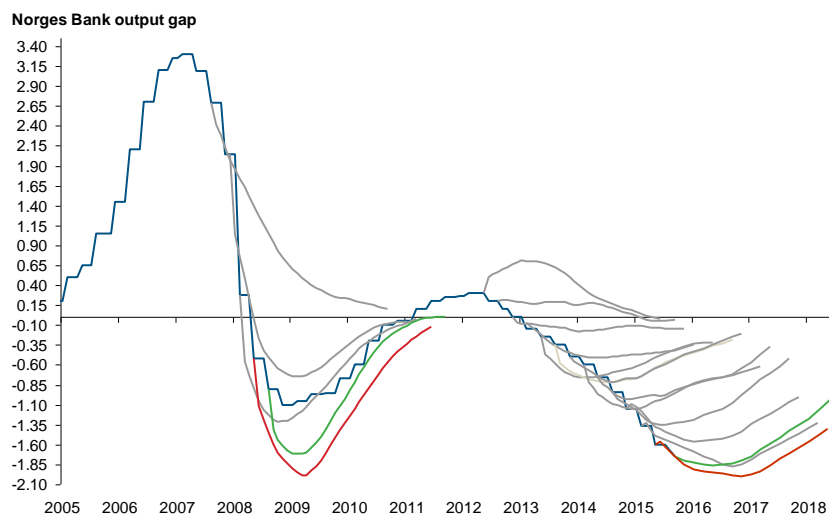
Den første oppjusteringen av produksjonsgapet samt det siste rentekuttet etter finanskrisen ble starten på en langvarig NOK-styrke forrige gang vi kom fra svake NOK-nivåer. Vi kan med andre ord være nær starten på trenden ned igjen i EURNOK (se grafene nedenfor).

Konklusjonen ville vært svært klar om ikke det var for problemstillingen Brexit. Markedene har riktig nok håndtert dette ganske fint. GBP svekket seg naturligvis mye, men fallet i aksjer, kreditt og råvarer ble egentlig relativt begrenset både i tid og dybde. Det fjerner ikke i seg selv det faktum at man har introdusert en ny ukjent for Europa. Hvordan Storbritannia håndterer selve medlemskapet er en faktor, men trolig langt mer interessant er usikkerheten knyttet til andre medlemsstater, da i sær eventuelle EUR-land.

Om spekulasjonene om hele valutaunionen gjenoppstår, blir igjen periferilandene satt under lupen. Så langt har vi sett svært små i utslag i statsrenterentenivået i land som Spania, Portugal og Italia. Om det så skulle oppstå, hvordan vil det i tilfelle påvirke EURNOK? Det vil naturligvis medføre risikoaversjon og kanskje svakere oljeetterspørsel, men trolig også svak EUR. I gjeldskrisen i 2010-2012 ble dette til slutt i sum EURNOK negativt, da godt hjulpet av en stram tilbudsside i oljemarkedet. På sitt mest ekstreme ble NOK ansett som en trygg havn. Norge som en trygg havn er i alle fall ikke dagens oppfatning, og vi kommer neppe dit med det første, men å utelukke muligheten er historieløst.

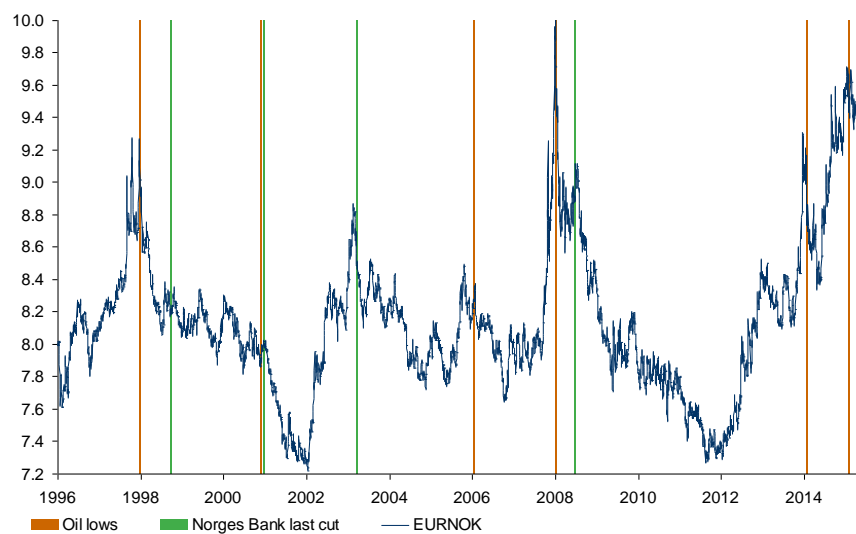
I sum lander vi på et syn om en gradvis lavere EURNOK, som vi tror vil tilta etter hvert som vi får det siste rentekuttet bak oss i september og balansen i oljemarkedet oppnås mot slutten av 2016.

Norges Bank oppjusterte produksjonsgapet



Source: Nordea Markets og Bloomberg

Det markerte starten på NOK-styrke forrige gang det skjedde



Source: Nordea Markets og Bloomberg

Problemer i Eurosonen har betydd nedsiden i EURNOK før



Source: Nordea Markets og Bloomberg

USDNOK: USD en trygg havn eller ny høyrentevaluta

USD styrket seg mot de fleste valutaene etter folkeavstemningen i Storbritannia. Dette følger i et ganske kjent reaksjonsmønster tilknyttet hendelser etterfulgt av risikoaversjon. Lavere EURUSD og GBPUSD ligger i sakens natur, NOK svekket seg mot EUR som følge av status som råvareavhengig og illikvid. Det var egentlig bare JPY som styrket seg mot USD.

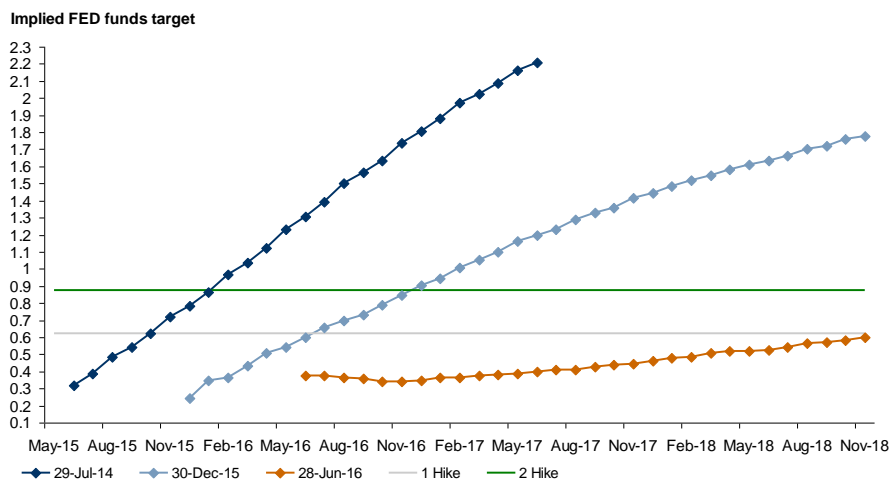
Forrige ukes tumulter medførte imidlertid også enda lavere forventninger til renteoppgangen fra FED. Markedet priser nå faktisk en marginal sjanse for rentekutt fra FED de neste månedene. Den siste måneden har for øvrig også gitt oss noen ganske svake nøkkeltall fra USA. Noen vil kanskje hevde at svakheten i sentimentindikatorerne har vært her lenge, men tjenestenæringen har egentlig holdt seg oppe, denne gangen så vi svakheter også her. Kanskje enda mer bekymringsverdig var det at tilveksten av nye jobber også skuffet i begynnelsen av juni (mai-tall). Sysselsettingstallene i USA er notorisk volatile, så vi har valgt å tolke dette som et engangstilfelle, men skulle juni-tallene bli like svake nærmer det seg tid for å revurdere inntrykket av det amerikanske arbeidsmarkedet som har vært den beste begrunnelsen for renteøkninger fra FED.

Hvordan påvirker Brexit bildet for USD? Svakere vekstutsikter og mulige problemer i kredittmarkedene er for så vidt negativt for de mulige renteøkningene fra FED. Trolig langt viktigere er effekten av faren for svak EUR i lys av disintegrasjonsspøkelse i Europa. USD vil være et åpenbart alternativ i et slikt scenario. Et slikt scenario vil også trolig by på risikoaversjon, hvilket i seg selv også normalt er USD-positivt.

I skrivende stund ser det ut til at markedet har tatt Brexit-faren med fatning. Det scenariet der dette fortsetter, men de svake utsiktene for USA ikke bedrer seg, er trolig det verste for USD. Vi holder en knapp på at arbeidsmarkedet i USA fortsatt er i bedring og i løpet av høsten vil få FED

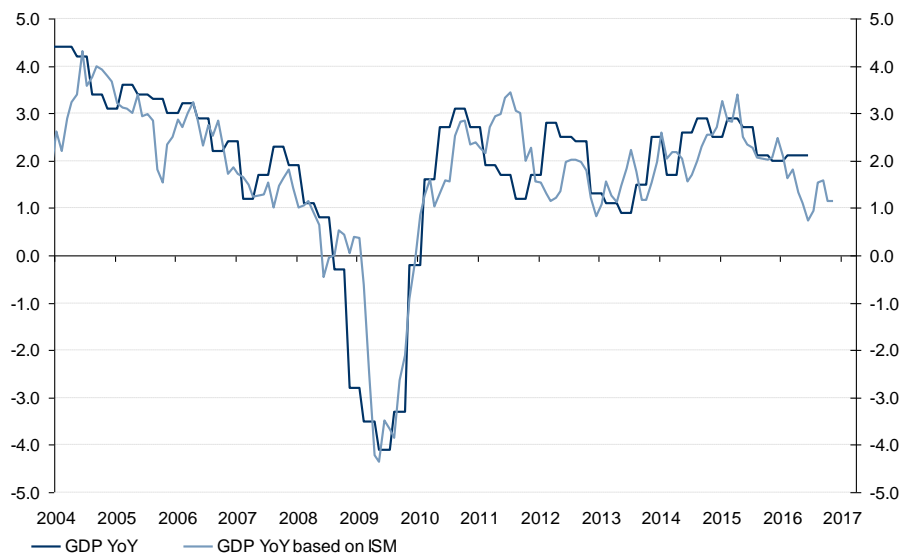
til å sette opp renten igjen og dermed styrke USD, men da i sær mot EUR. I den samme perioden ser vi også for oss sterkere NOK, dermed blir synet i USDNOK forholdsvis sideveis. Dette ble for øvrig også resultatet av gjeldskrisen i årene 2010-2012.

Markedet priser en liten sannsynlighet for rentekutt fra FED



Source: Bloomberg

Sentimentindikatoren i USA antyder svak vekst



Source: Bloomberg

GBPNOK; Hvordan ser egentlig Brexit ut?

Folkeavstemningen gav altså flertall for at Storbritannia skal forlate EU. Resultatet var høyst uventet og GBP har naturligvis svekket seg mye i etterkant. Selv om folket har talt, er det høyst usikkert hvilket forhold man nå kan forvente å få til EU. Brexit-siden i valget har mer eller mindre eksplisitt lovt velgerne både tilgang til EUs frie marked, men også kontroll

over innvandringen. EUs ledere har på sin side sagt at fri flyt av arbeidskraft og tilgang til det åpne markedet går hånd i hånd. I skrivende stund er det uklart hvem som blir leder for de konservative og Storbritannias nye statsminister. Vedkommende får uansett en vanskelig nøtt å knekke i forhandlingene med EU. David Cameron trakk seg som statsminister og mener hans etterfølger bør avgjøre om Storbritannia skal utløse artikkel 50 i Lisboa-traktaten som setter i gang prosessen med forhandlinger om oppløsning av medlemskapet. Denne skal maksimalt ta to år.

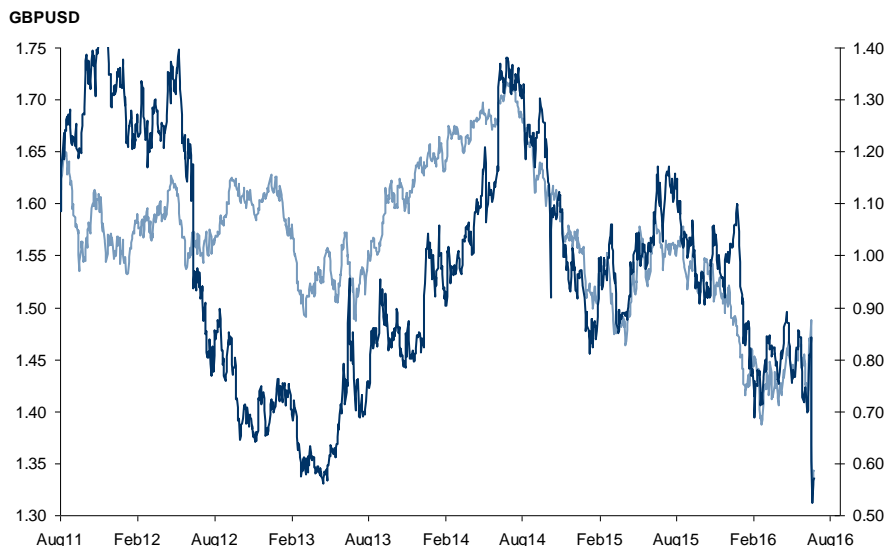
Uansett utfall, går det mot en periode i Storbritannia med veldig høy usikkerhet. Investeringsviljen vil bli lav, og både eksportindustrien og finansindustrien kan komme til å flytte virksomhet fra landet. Forbruket vil trolig også falle i lys av økte importpriser med svekkelsen av pundet. En økonomisk nedtur er nærmest hugget i sten. Avtalen man etter hvert får med EU vil avgjøre hvor stor nedturen faktisk blir.

Rentemarkedet priser nå inn rentekutt fra Bank of England. Vi tror også det kommer til å skje, men inflasjonsøkningen som det svake pundet nå kommer til å gi kan gi grunnlag for å tvile på det. På kort sikt er det uansett grunn til å tro at GBP vil holde seg forholdsvis svak. På lengre sikt bør man nok også legge til at GBP nå er historisk veldig svakt. Vi ser altså for oss at svekkelsen kan gå enda litt lenger på kort sikt, men tror også på en viss gjeninnhenting etter hvert. I GBPNOK blir summen av dette en viss nedside for så å flate ut på nivåene nær 11.00.

Historisk svakt pund



Konsistent med økte forventninger om rentekutt fra Bank of England



SEKNOK; Selv ikke Svensk økonomi vokser inn i himmelen

Svensk BNP-vekst har vært høy over lang tid. Kanskje hjulpet av en viss bedring i eksportmarkedene, men først og fremst drevet av innenlandsk etterspørsel. Fallende renter har laget en positiv spiral med økt kjøpekraft, økt forbruk, og stigende boligpriser. Legg til vekst i offentlig etterspørsel og BNP-veksten har egentlig blitt fantastisk høy.

Nå ser det ut til at festen går mot slutten. Selv om Riksbanken skulle ønsket å kutte mer ville trolig ytterligere kutt ikke ha påvirket boliglansrentene noe særlig. SEK sluttet å svekke seg for halvannet år siden og aksjemarkedet har vært flatt omtrent like lenge. Faktorene som drev oppgangen vil med andre ord forsvinne og/eller avta. Med en nærmest eksplosiv boligprisvekst bak seg, finnes det naturligvis en viss fare for en bratt nedtur også. Kraftig renteoppgang kunne utløst noe slikt, men med lav inflasjon og utsikter til enda lavere, er det lite som antyder noe slikt.

Sverige vil også, som mange andre, få negative impulser fra en mulig Brexit. Landet har også vært nevnt blant mulige kandidater til neste land ut av EU. I våre øyne svært usannsynlig, men om markedet i et irrasjonelt øyeblikk skulle få det for seg, bør man kanskje ikke bli direkte overrasket.

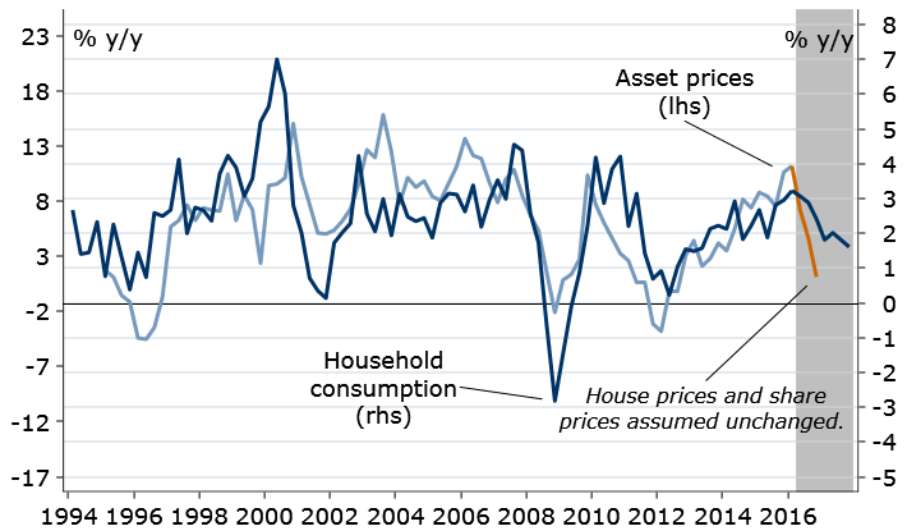
Mens Norge kanskje ser ut til å bunne ut, ser altså Sverige ut til å toppe ut. Det bør bety nedsiden i SEKNOK. En tilstramming av tilbudssiden i oljemarkedet kan også få en viss betydning her. Forholdet mellom aksjer og oljepris beskriver utviklingen i SEKNOK ganske godt. Begge valutaene er nok litt utsatt for risikotentimentet, men NOK naturligvis mer for oljepris enn SEK. Tilbudssiden i oljemarkedet burde være forholdsvis uavhengig av risikotentimentet, hvilket også burde bety at oljeprisen burde fortsette å stige mer (falle mindre) enn aksjemarkedet.

Vi ser altså for oss en brukbar nedside i SEKNOK.

Oljeprisen kan komme til å stige relativt til aksjemarkedet

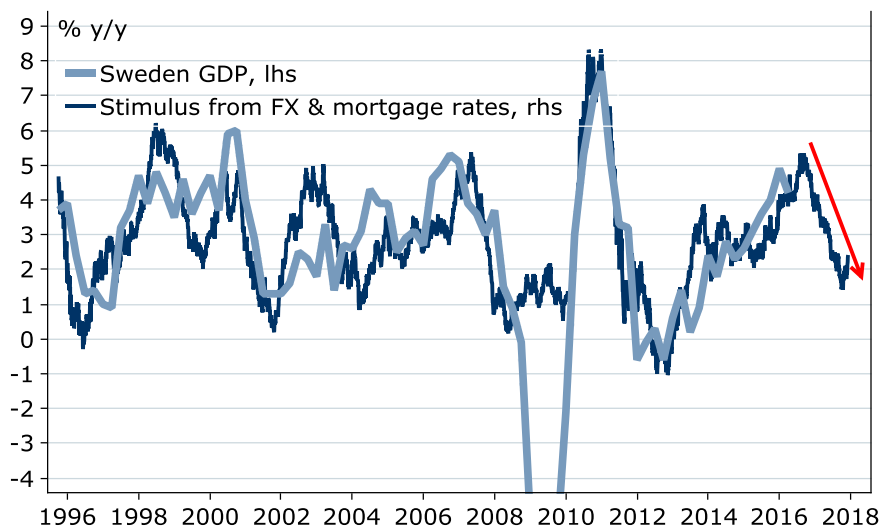


Svensk økonomi går tom for stimulan



Source: Nordea Markets and Macrobond

Svensk økonomi går tom for stimulans



Source: Nordea Markets and Macrobond

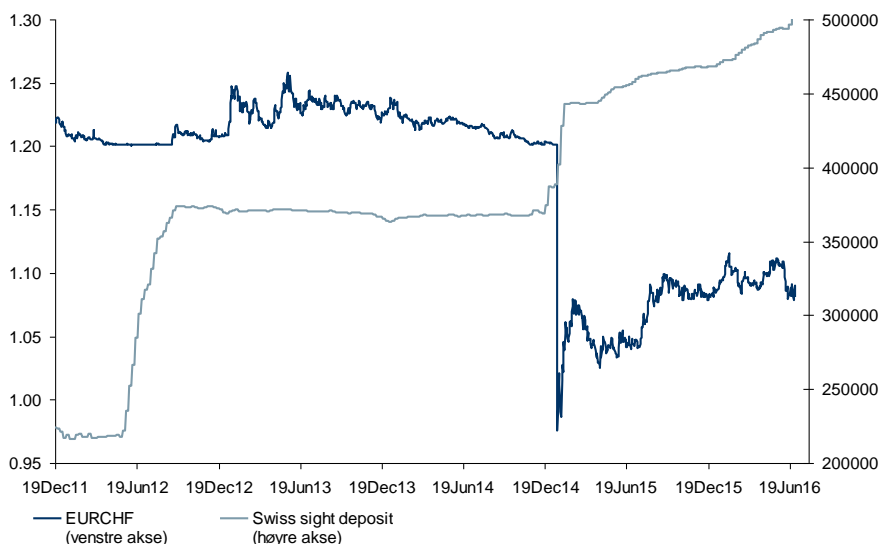
CHF/NOK; CHF - en tryggere havn enn NOK

Bevegelsen i CHF etter at valgresultatet ble kjent minner mye om det skjedde under gjeldskrisen. Frykten for konsekvensene for Europa og Euroen får CHF til å fremstå som en trygg havn. CHF styrket seg på det meste med 3.5 % mot EUR. Siden NOK svekket seg mot EUR, ble bevegelsen her på det meste hele 6.8 %.

Sveits har på sin side også utfordringer med sterk valuta. Inflasjonen er negativ selv om renten er sterkt negativ og sterkere valuta kan gjøre vondt verre. På fredag i forrige uke intervenserte derfor sentralbanken, hvilket også ble bekreftet fra sentralbankhold. Det har etter hvert blitt ganske tydelig at man søker å holde EURCHF høyere enn nivåene rundt 1.05 – 1.10. SNB har også tidligere sagt at intervensjoner kan bli aktuelt. Dermed var ikke dette noen stor overraskelse, det bekrefter trolig også at vi kan vente mer av dette dersom det blir nødvendig.

Vi har lenge ventet en svekkelse av CHF. Brexit setter i alle fall denne svekkelsen på hold. Fremdeles er imidlertid CHF svært sterk og på lang sikt burde det være rom for en viss svekkelse. Vi har nedjustert forventningene noe, men ser fortsatt for oss en noe svakere CHF mot EUR og dermed naturligvis også mot NOK.

SNB intervensjoner i valutamarkedet



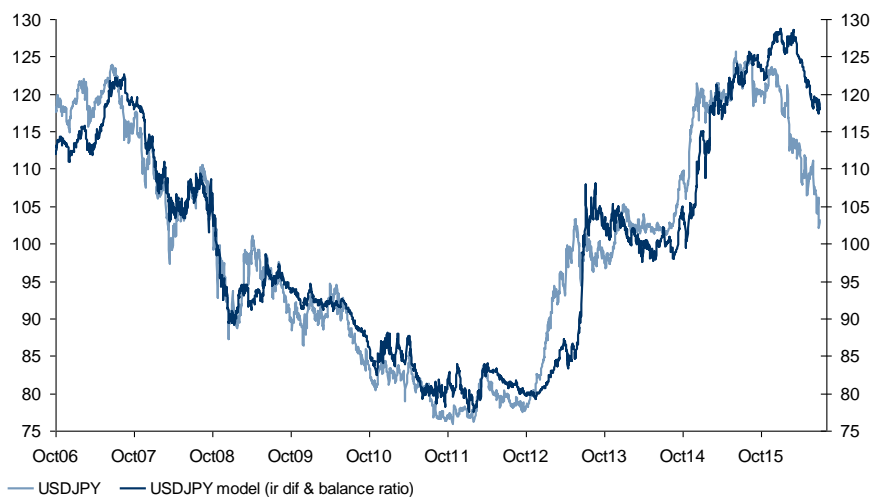
JPYNOK; JPY også en trygg havn, men egentlig ikke særlig gjestmild

JPY var faktisk den valutaen som styrket seg aller mest på Brexit. På samme måte som med CHF er dette egentlig forholdsvis normalt. Fra et analytisk ståsted kan man forsvare retningen også med det faktum at fallende amerikanske renter ofte er JPY-positivt. Man kan nok også se den siste JPY-styrken som en konsekvens av posisjoneringsen i forhold til renteøkninger fra FED. Rundt juletid trodde de fleste (FED inkludert) at amerikanske renter skulle settes opp mye. I valutamarkedet posisjonerte man seg for en slik utvikling ved å selge JPY og kjøpe USD. Gjennom 1. halvår av 2016 har stadig flere inntatt synet om at FED vil måtte utsette renteoppgangen. Dermed har man gått motsatt vei i USDJPY.

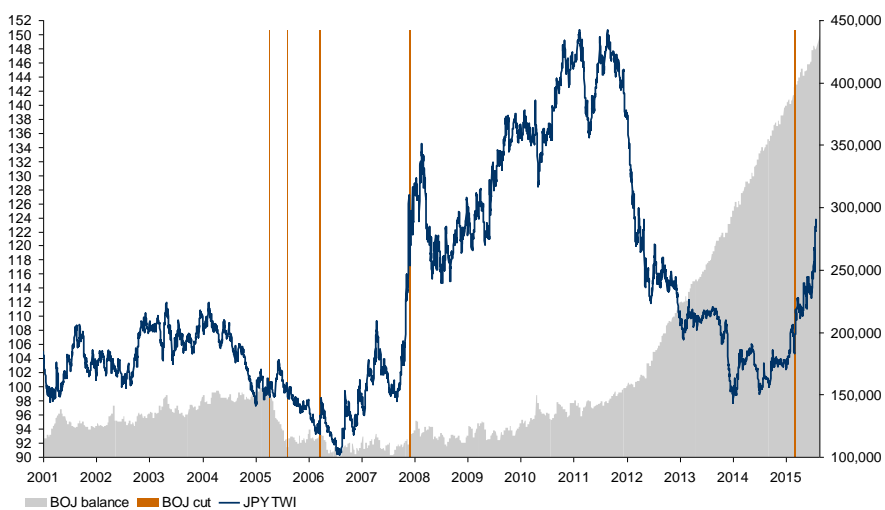
I et kjøpekraftsperspektiv er JPY også en svak valuta, det kan også ha motivert markedsaktører til å kjøpe JPY og selge USD. Om man ser seg rundt i verden er det kanskje letter å finne valutaer man har lyst til å selge enn kjøpe, JPY kan ha blitt det beste alternativet.

Kanskje man kan forklare retningen i JPY, men det skal også være sagt at Bank of Japan (BOJ) fremdeles driver et stort QE-program som burde trekke JPY nedover. I lys av Brexit i forrige uke sa også sentralbanksjef Kuroda og finansminister Aso at man, i samarbeid med resten av G7, overvåket situasjonen i markedene nøye. Videre at BOJ ville tilføre likviditet dersom det ble nødvendig. Kanskje viktigst av alt; man vil komme med fornuftige tiltak dersom valutakursbevegelsene blir ekstreme. Nivåene rundt 100 i USDJPY har av mange blitt ansett som kritiske for BOJ. På fredag handlet vi 99.02 på det laveste. Uttalelsene fra BOJ kan kanskje sees på som verbal intervensjon. Nedsiden i lange amerikanske renter begynner da også å bli mer begrenset. I sum taler dette for en utflating av JPY-styrken vi har sett den siste tiden. Med vårt syn om renteøkninger fra FED ser vi etter hvert for oss at trenden vil snu og at USDJPY kommer opp og JPYNOK kommer ned.

Fallende lange renter bidrar til nedsiden i USDJPY



Pengetrykking og rentekutt – hvor mye hjelper det egentlig



Prognoser

Valutakurser mot NOK

	01.jul.16	3M	6M	1Y	2Y
USDNOK	8,376	8,519	8,241	8,286	7,727
EURNOK	9,305	9,200	8,900	8,700	8,500
JPYNOK	0,082	0,082	0,078	0,077	0,070
SEKNOK	0,989	1,000	0,967	0,967	0,966
DKKNOK	1,251	1,236	1,195	1,168	1,141
CHFNOK	8,583	8,519	8,165	7,768	7,522
GBPNOK	11,132	10,952	10,854	11,154	11,184

Swaprenter

	01.jul.16	3M	6M	1Y	2Y
USA					
3M	0,65	0,65	0,85	1,30	1,55
2Y	0,75	0,90	1,20	1,70	2,05
5Y	0,96	1,20	1,60	2,10	2,45
10Y	1,32	1,55	2,00	2,35	2,50
Euroland					
3M	-0,28	-0,30	-0,35	-0,35	-0,35
2Y	-0,20	-0,20	-0,20	-0,10	0,00
5Y	-0,09	-0,10	0,00	0,15	0,25
10Y	0,38	0,40	0,50	0,70	0,90
Norge					
Styringsrente	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M	1,01	0,75	0,70	0,65	0,65
2Y	0,89	1,00	1,00	0,90	0,95
5Y	0,95	1,15	1,20	1,25	1,40
10Y	1,32	1,45	1,55	1,75	2,00

Note: De 2-, 3-, 5- og 10-årige rentene over er alle swaprenter.

Valutakurser mot USD

	01.jul.16	3M	6M	1Y	2Y
USDJPY	102,593	104,00	105,00	108,00	110,00
EURUSD	1,111	1,080	1,080	1,050	1,100
GBPUSD	1,329	1,286	1,317	1,346	1,447
USDCHF	0,976	1,000	1,009	1,067	1,027
USDSEK	8,472	8,519	8,519	8,571	8,000
USDNOK	8,376	8,519	8,241	8,286	7,727

Valutakurser mot EUR

	01.jul.16	3M	6M	1Y	2Y
EURJPY	113,986	112,32	113,40	113,40	121,00
EURGBP	0,836	0,840	0,820	0,780	0,760
EURCHF	1,084	1,080	1,090	1,120	1,130
EURSEK	9,413	9,200	9,200	9,000	8,800
EURNOK	9,306	9,200	8,900	8,700	8,500

Pengemarkedsrenter og 10 årig stat

	01.jul.16	3M	6M	1Y	2Y
GBP 3M	0,56	0,30	0,30	0,30	0,30
GBP 10Y	0,80	0,80	0,80	0,90	1,00
SEK 3M	-0,53	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40
SEK 10Y	0,23	0,41	0,56	0,95	1,30

Nordea Markets is the name of the Markets departments of Nordea Bank Norge ASA, Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Finland Plc and Nordea Bank Danmark A/S. The information provided herein is intended for background information only and for the sole use of the intended recipient. The views and other information provided herein are the current views of Nordea Markets as of the date of this document and are subject to change without notice. This notice is not an exhaustive description of the described product or the risks related to it, and it should not be relied on as such, nor is it a substitute for the judgement of the recipient. The information provided herein is not intended to constitute and does not constitute investment advice nor is the information intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument. The information contained herein has no regard to the specific investment objectives, the financial situation or particular needs of any particular recipient. Relevant and specific professional advice should always be obtained before making any investment or credit decision. It is important to note that past performance is not indicative of future results. Nordea Markets is not and does not purport to be an adviser as to legal, taxation, accounting or regulatory matters in any jurisdiction. This document may not be reproduced, distributed or published for any purpose without the prior written consent from Nordea Markets.

Nordea, Markets Division