



## Navigatoren Norge:

# Utlendingene tilbake i norske kroner

Gauta Marius Langeland  
Joachim Bernhardsen  
Ole Håkon Eek-Nielsen

*Gjør det mulig*

# Langsom gjeninnhenting

- Varig fall i etterspørselen fra oljesektoren
- Veksten vil tilta langsomt når bremsen fra oljesektoren avtar..
- ...samtidig som veksten i den øvrige økonomien opprettholdes

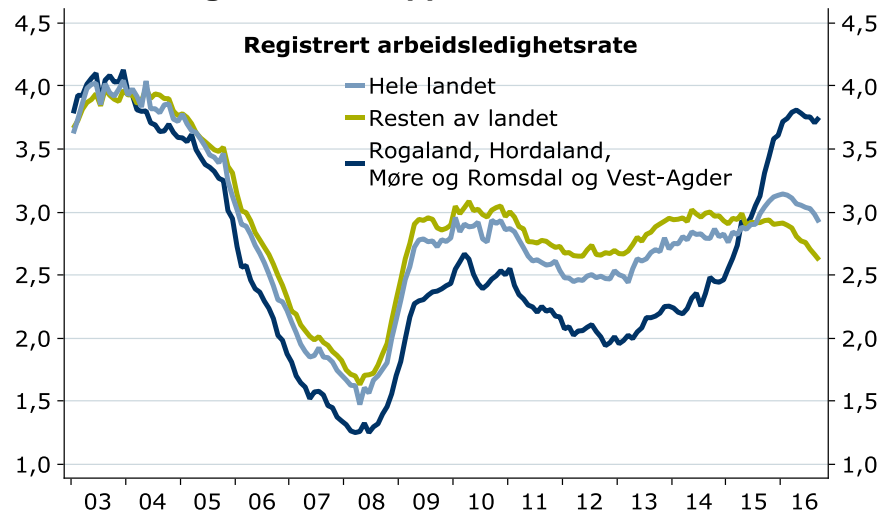
Gjennom de siste to årene har oljesektoren vært gjennom en kraftig nedtur. Det har trukket ned den samlede veksten i norsk økonomi. Bunnen i oljesektoren ser ut til å være passert, men gjeninnhenting etter oljenedturen vil bli langsom.

Et kraftig fall i oljeinvesteringene har vært hoveddriveren bak nedturen i norsk økonomi. Etter å ha falt 15 % i 2015 venter vi et fall på nye 15 % i år og 8 % neste år. I 2018 venter vi en utflating. Når fallet i oljeinvesteringene avtar vil bremsen på den samlede økonomien bli mindre. Men vi venter ingen gjeninnhenting i oljeinvesteringene. Det som var en kraftig vekstmotor i norsk økonomi for inntil et par år siden vil dermed forsvinne.

Det er ingen åpenbare kandidater som står på sidelinjen for å overta jobben som vekstmotor i norsk økonomi på samme måte som oljeinvesteringen har gjort. Lavere rente, svak krone og økt offentlig etterspørsel har imidlertid lagt forholdene til rette for at veksten har holdt seg brukbart oppe i økonomien utenom oljesektoren.

Lavere rente har gitt en stimulans til boligmarkedet. Siden begynnelsen av 2015 og fram til i dag har boligprisene steget med 15 % på landsbasis. Det har gitt en positiv vekststimulans gjennom formuesefferer og økt byggeaktivitet. Igangsettingen av nye boliger er på det høyeste nivået siden tallene begynte på midten av åttitallet, og veksten i boliginvesteringene har tiltatt. Både i år og neste år venter vi at boliginvesteringene vokser med 8 %. Boliginvesteringene har et lavt importinnhold så det vil gi et betydelig bidrag til veksten.

## Arbeidsledigheten har toppet ut



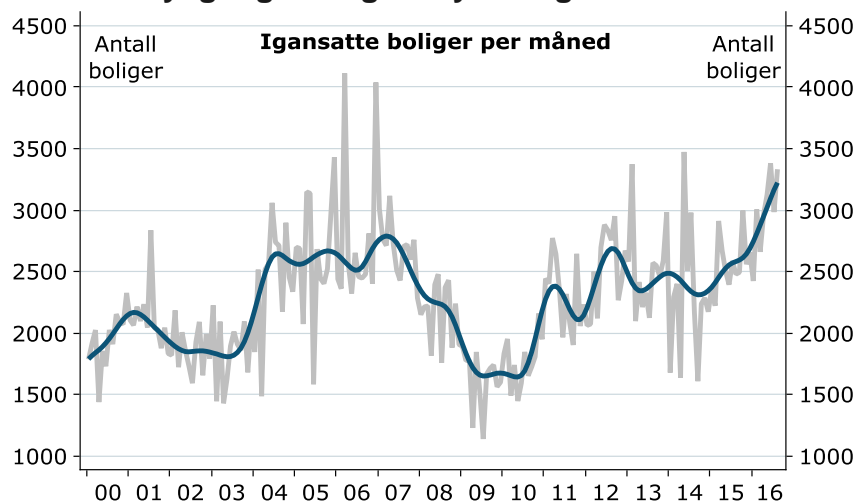
Kilde: Nordea Markets and Macrobond

Vel så vesentlig er det at veksten i privat forbruk vil holde seg brukbart oppe. Privat forbruk utgjør omkring halvparten av fastlands-BNP, og det er derfor avgjørende at veksten opprettholdes. Vi tror ikke privat forbruk vil bli noen vekstmotor fremover, men heller ingen brems. Lav, men etter hvert stigende, reallønnsvekst tilsier en relativt moderat forbruksvekst. Men lave renter og redusert usikkerhet på arbeidsmarkedet vil holde veksten oppe.

Kronen har styrket seg mye den siste tiden, men i et historisk perspektiv er den fortsatt svak. Det er også norsk økonomi avhengig av at den forblir. Kronesvekkelsen har vært en kraftig støtdemper mot oljenedturen ved at den har gitt oss en rask forbedring i konkurranseevnen. Norsk økonomi er ikke i en særstilling lenger der vi kan tillate oss et vesentlig høyere kostnadsnivå enn handelspartnere på grunn av en lønnsom oljenæring.

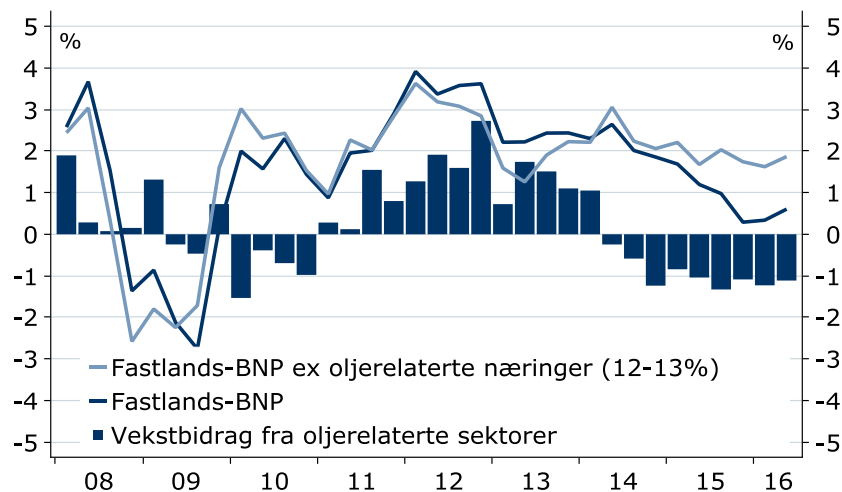
Vi venter en forsiktig gjeninnhenting etter oljenedturen. Den samlede veksten vil ta seg opp mot 2 %, men det avhenger av at kronen ikke styrker seg for mye. Hensynet til kronekursen og fortsatt behov for lave renter innebærer at det er lenge til det er snakk om renteøkning fra Norges Bank.

## Rekordhøy igangsetting av nye boliger



Kilde: Nordea Markets og Macrobond

## Veksten vil ta seg opp når oljebremsen avtar

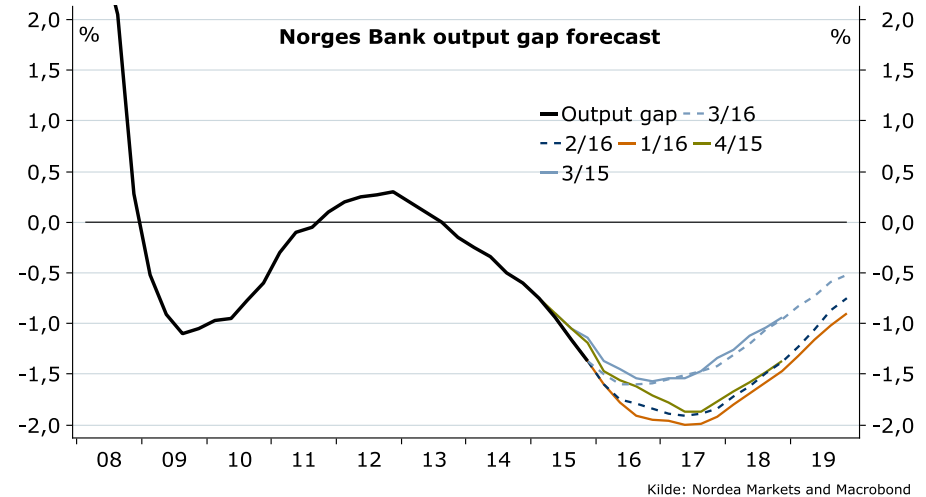


Kilde: Nordea og Macrobond

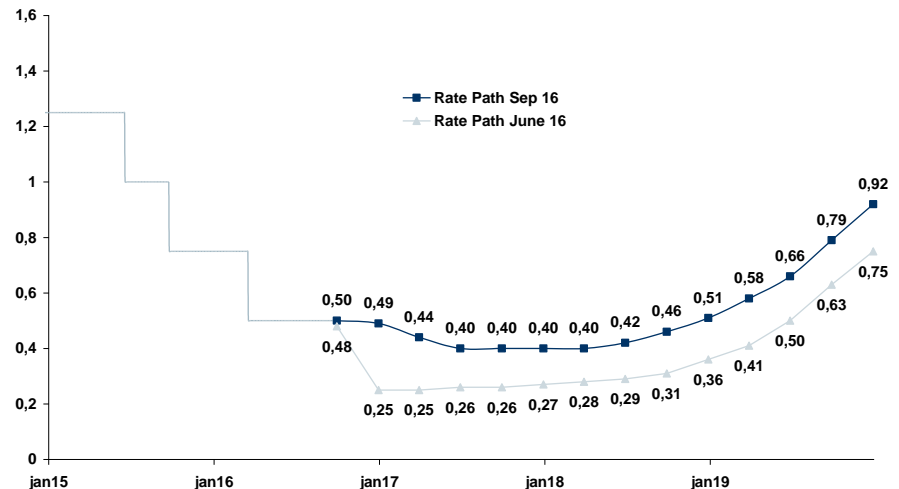
# Norges Bank: Betydelig oppjustering av rentebanen

- Norges Bank holdt renten uendret i september. Rentebanen ble løftet betydelig og Norges Bank gikk langt i å signalisere at de er ferdig med å kutte renten.
- Det er i hovedsak et mer optimistisk syn på norsk økonomi som ligger bak oppjusteringen. Norges Bank tror ledighetstoppen ligger bak oss og oppjusterte anslaget for produksjonsgapet.
- Den nye rentebanen har en rentebunn på 40bp. Bunnen nås i andre kvartal 2017, og indikerer med det 20% sannsynlighet for rentekutt på rentemøte i desember og ytterligere 20% på rentemøtet i mars, tilsammen 40% sannsynlighet for rentekutt.
- Rentebanen gir inntrykk av en sentralbank som ikke ønsker å *endre* renten.
  - Rentebunnen nås først i andre kvartal neste år. Det gir Norges Bank rom til å nedjustere rentebanen i desember hvis de skulle bli overrasket på nedsiden, uten å *kutte* renten.
  - Rentebunnen holdes på 40bp inn i 2018. Norges Bank ønsker å signalisere at det er lenge til en renteøkning for å unngå kronestyrking. Samtidig gir det rom til å oppjustere uten at det blir nødvendig å legge inn sannsynlighet for *renteøkning*.
- Vi tror Norges Bank har levert siste rentekutt i denne omgang. Kronekursen forblir en risikofaktor. Bli kronen for sterk kan Norges Bank bli tvunget til å kutte renten igjen.

Norges Bank mer positive og oppjusterer produksjonsgapet



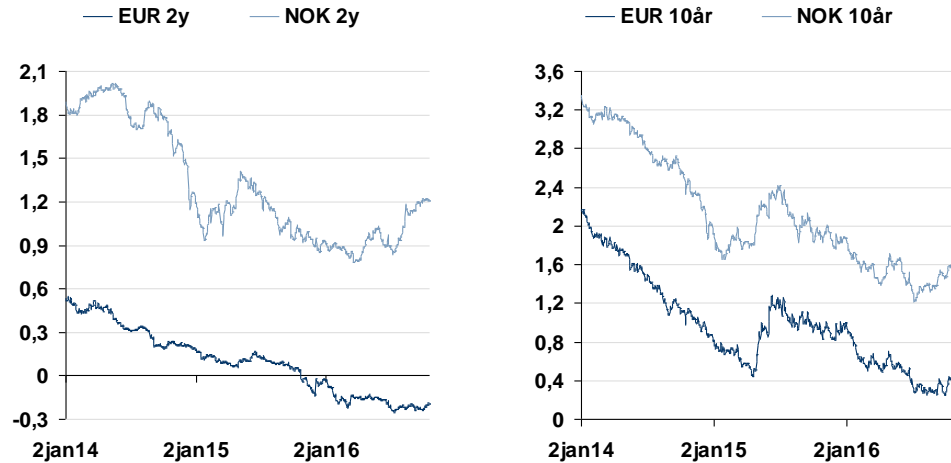
Den nye rentebanen har en rentebunn på 40bp



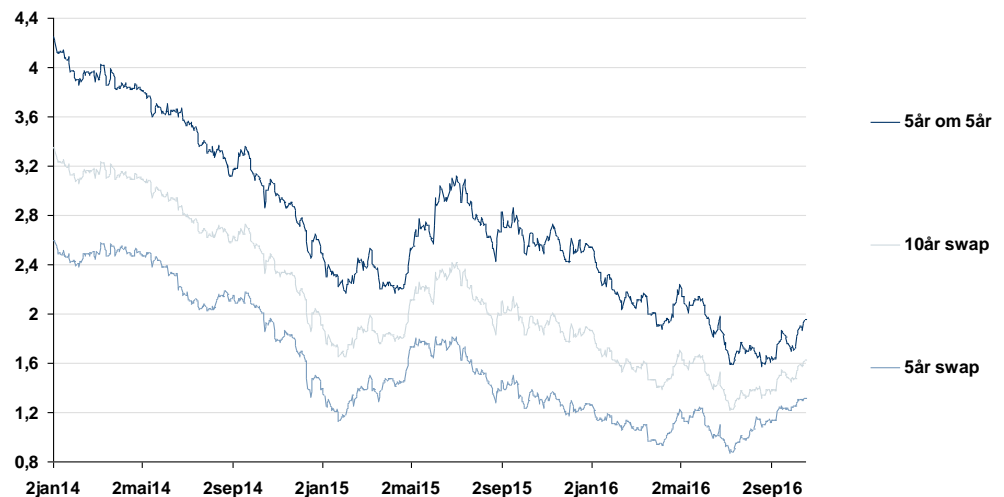
# Reprising i korte renter, lange renter noe opp i det siste

- Renteoppgangen fra i sommer har fortsatt gjennom høsten
  - Siden begynnelsen av august er 2 år 25bp og 10 år opp 30bp.
- Norske forhold står for mye av bevegelsen, men i løpet av den siste måneden har lange renter internasjonalt kommet noe opp.
  - Europeisk 5år om 5år har steget 25bp siden slutten av september. Det trekker opp norske lange forwardrenter også.
- Kurven bratter noe med den siste oppgangen i lange forwardrenter
  - Kurven fortsatt flat i et historisk perspektiv, noe som favoriserer lange sikringer sammenlignet med korte sikringer

Norske forhold har drevet den korte delen av kurven



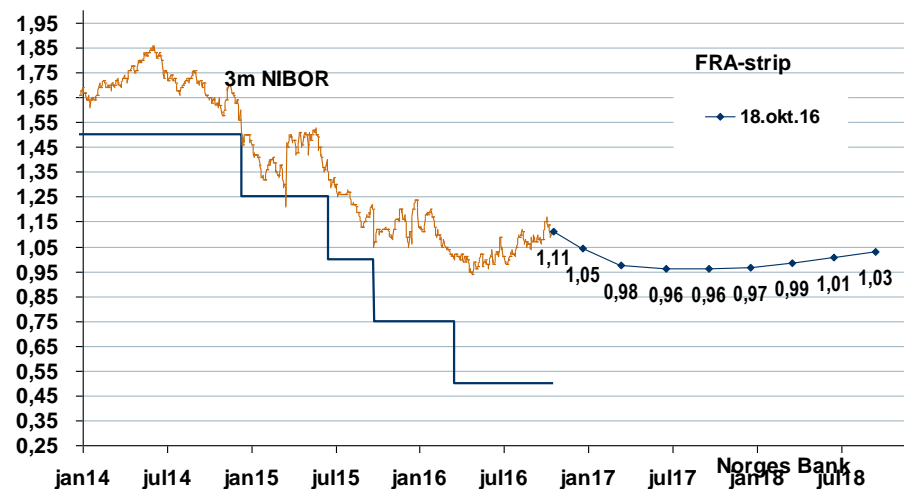
Også de lange forwardrentene har kommet litt opp



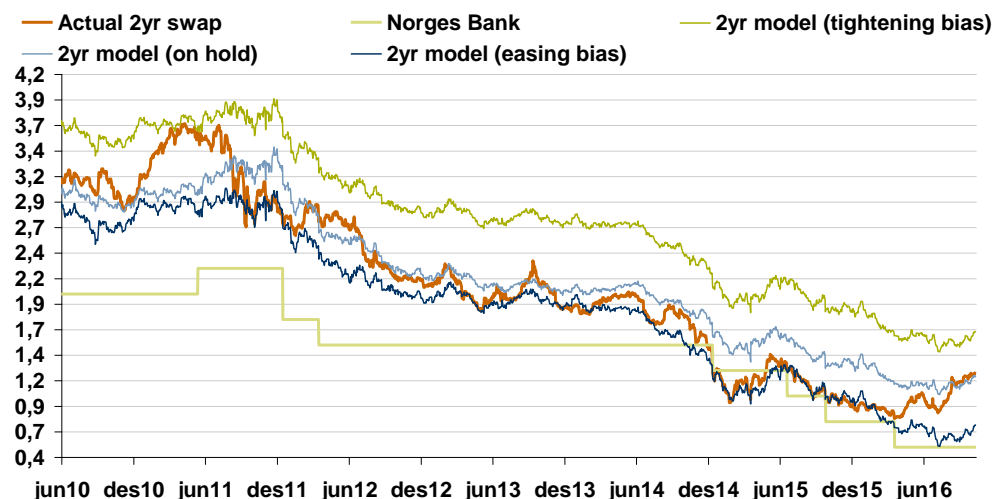
# Korte renter: Lite oppsidepotensiale i korte renter

- FRA-strippen har skiftet opp med mellom 20 og 30 bp siden begynnelsen av august.
- Reprisingen i den korte delen av kurven skyldes hovedsakelig norske forhold.
  - Gjennom sommeren og høsten har de norske nøkkeltallene vært sterke og bunnen i norsk økonomi synes å være passert
- Oppgangen i FRA-stripen har tatt ut mye av inverteringen vi så i sommer. Stripen er fortsatt invertert med 15bp på det meste, men vi tror det skyldes forventninger til inngang i risikopåslaget, og ikke forventninger til rentekutt fra Norges Bank
- Vår modell for prising av korte renter bekrefter at korte renter nå er konsistente med at Norges Bank er tilbake på hold. Ytterligere renteoppgang i korte renter krever derfor at markedet skulle begynne å prise renteøkning. Det er ikke noe vi ser for oss
- NIBOR har holdt seg høy, og differansen til styringsrenten er omkring 60bp

Markedet tror ikke lengre på rentekutt i september



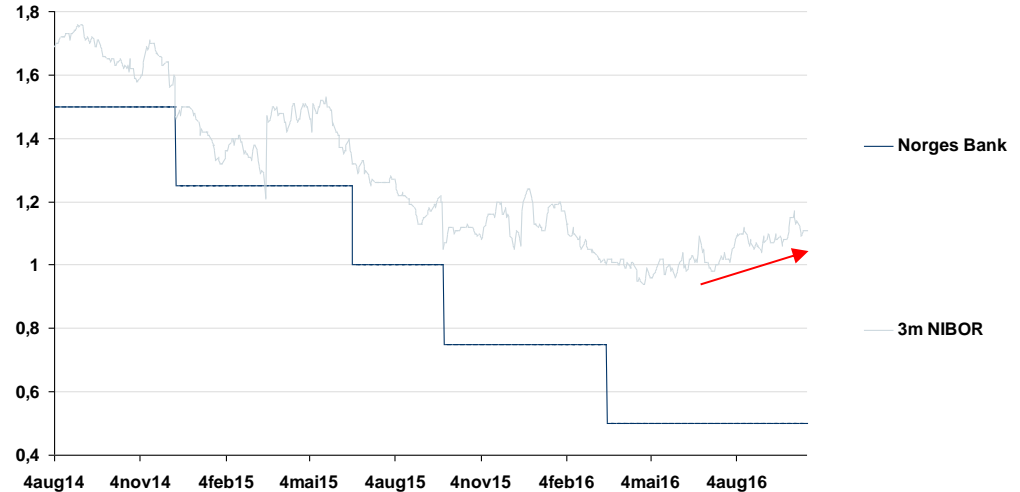
Modell for prising av korte renter basert på Norges Banks signaler



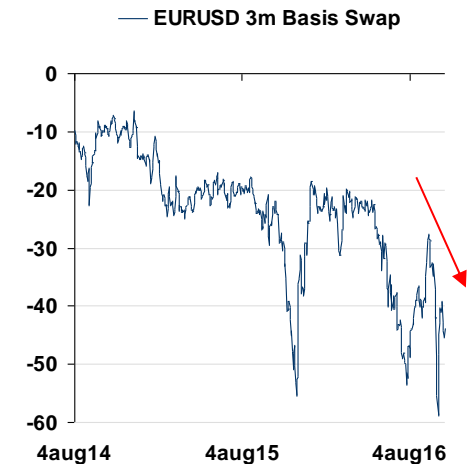
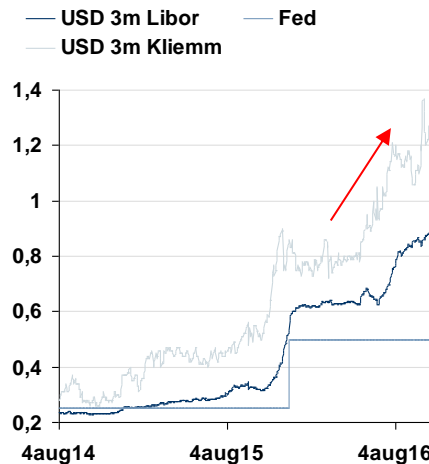
# Pengemarkedet: Høyere påslag drevet av utviklingen i USD

- NIBOR er fortsatt høy sammenlignet med styringsrenten..
  - Differansen til styringsrenten har over de siste par månedene ligget omkring 60bp. Historisk har differansen mellom NIBOR og styringsrenten ligget omkring 25bp.
  - Oppgangen i påslaget henger sammen med økning i kostnaden for USD funding som danner grunnlaget for måten NIBOR settes på
    - Både USD Libor og USD Kliemm (prisen på USD-finansiering for europeiske banker) har steget betydelig.
    - Dette henger også sammen med fallet i 3m EURUSD basis swap (som viser at kostnaden med å få USD funding i bytte med EUR funding har steget)
- Vi mener at denne utviklingen er drevet av to forhold
  - Pengemarkedsreform i USA: Dette innebærer en endring i rammebetingelsene for pengemarkedsfond, der mange fond blir avskåret fra å investere i bankgjeld og rentene i pengemarkedet stiger som en konsekvens
  - Kvantitative lettelser fra den Europeiske sentralbanken fører til økning i mengden EUR i sirkulasjon. Dette gjør at EUR blir mindre ettertraktet og det blir dyrere å bytte til seg USD finansiering.
  - Risikoaversjon og høy etterspørsel etter dollar i forbindelse med usikkerhet rundt europeiske banker

Påslaget har økt gjennom sommeren og er nå på ca 60bp



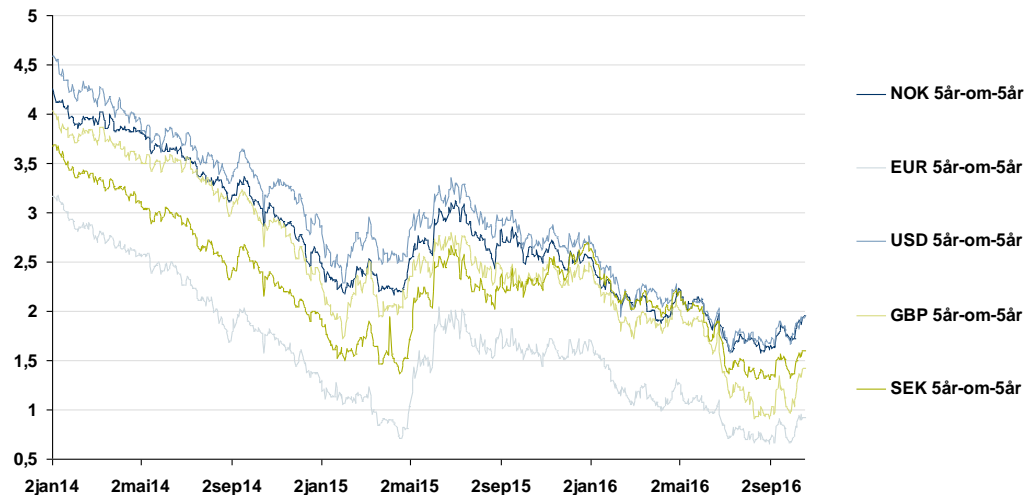
Økningen i påslaget henger sammen med en tilsvarende utvikling i USD



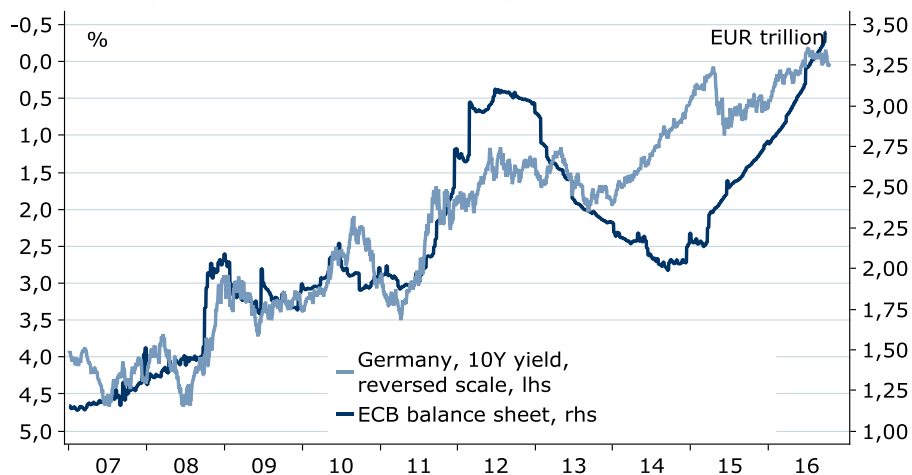
# Lange renter: Oppgang i lange forwards internasjonalt

- Lange forwardrenter har siden slutten av oktober steget internasjonalt.
- Som grafen til høyre viser finner vi bevegelsen i alle de viktigste markedene våre. I euro er 5år om 5år opp omkring 25bp. Det har slått over i høyere renter også i Norge.
- Oppgangen i de lange forwardrentene startet etter rykter om at ECB, den dagen det vil bli aktuelt å avslutte obligasjonskjøpene, vil gjøre det gradvis.
- At ECB skal avslutte obligasjonskjøpene gradvis når den tid kommer virker som en rimelig harmløs nyhet. At rentemarkedet likevel reagerer såpass kraftig viser hvor nervøst markedet er når det gjelder slike nyheter.
- ECBs obligasjonskjøp skal per i dag avsluttes i mars. Vi tror at ECB kommer til å utvide kjøpene med ytterligere et halvt år utover det.
- Samtidig er det mer oppmerksomhet rundt effektene av sentralbankenes politikk.
  - Bank of Japan avsto nylig fra å utvide obligasjonskjøpene og kutte renten til mer negativt. Fokuset ble endret til å sikte mot et nivå på 10års statsrente. Motviljen til ytterligere lettelse viser at BoJ er nær grensen for sine økonomiske virkemidler.

Lange forwards kommer opp



ECBs obligasjonskjøp har holdt lange renter lave

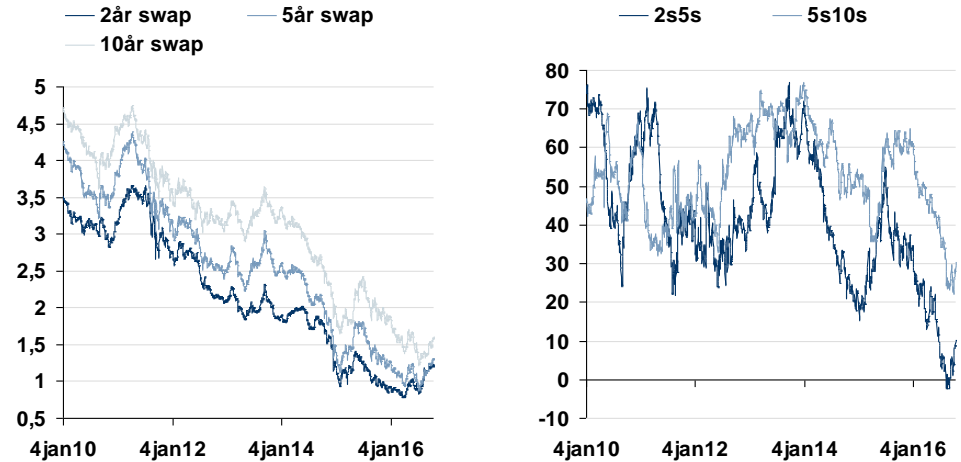


Source: Nordea Markets and Macrobond

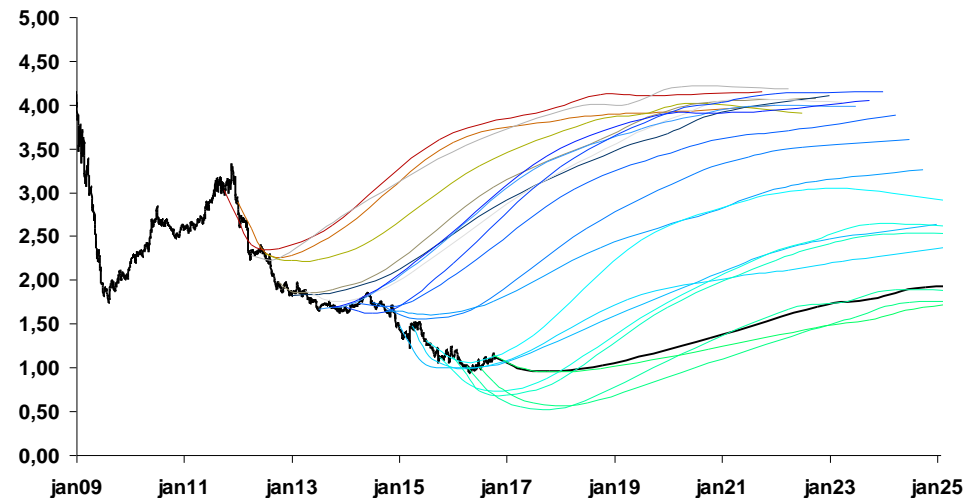
# Lange renter: Flat kurve og lavt nivå

- Reprisingen av synet på Norges Bank har trukket opp rentene langs hele kurven, men har selvsagt hatt størst effekt på de korte rentene.
- Lange forwardrenter har den siste tiden kommet noe opp som følge av internasjonale forhold.
- Grafen nede til høyre viser utviklingen i forventet NIBOR på forskjellige tidspunkter. Dagens kurve skiller seg ut ved at den er unormalt flat. Reprisingen av Norges Bank i sommer løftet korte renter, men hadde liten effekt på de lange forwardrentene.
- Med tanke på nivået på korte renter kan vi si at kurven er spesielt flat. Når korte renter er lave vil markedet normalt vente en normalisering av renten innen de neste 5 årene. Det er ikke tilfelle nå.
- Vi tror det er lite oppsidepotensiale i korte renter. I tillegg er lange sikringer billige sammenlignet med korte sikringer når kurven er såpass flat som nå.
- Dette tilsier at det er fornuftig å plassere rentesikringer i den lange delen av kurven. Skulle markedet flytte rentøkninger nærmere vil det først og fremst slå ut i rentene et par år frem i tid.

Kurven bratter noe, men fortsatt flat i et historisk perspektiv

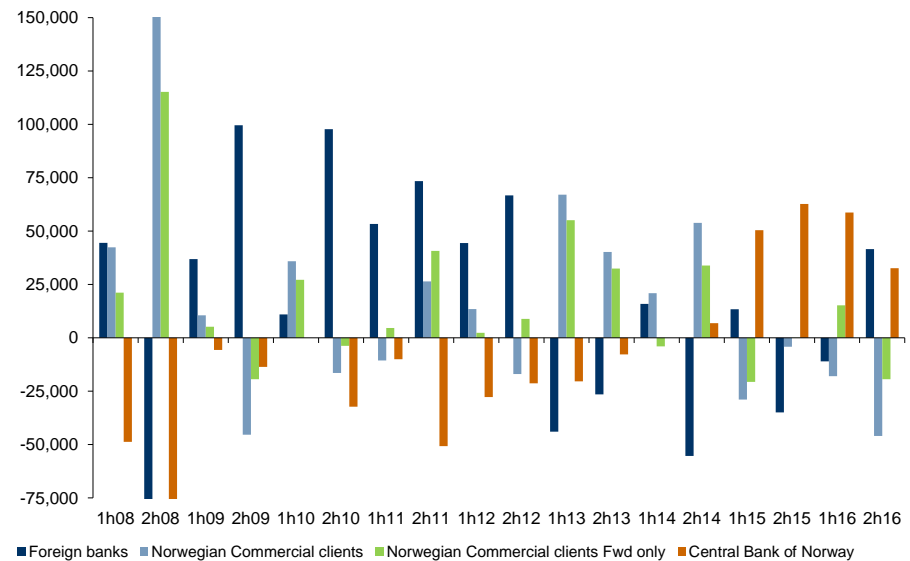
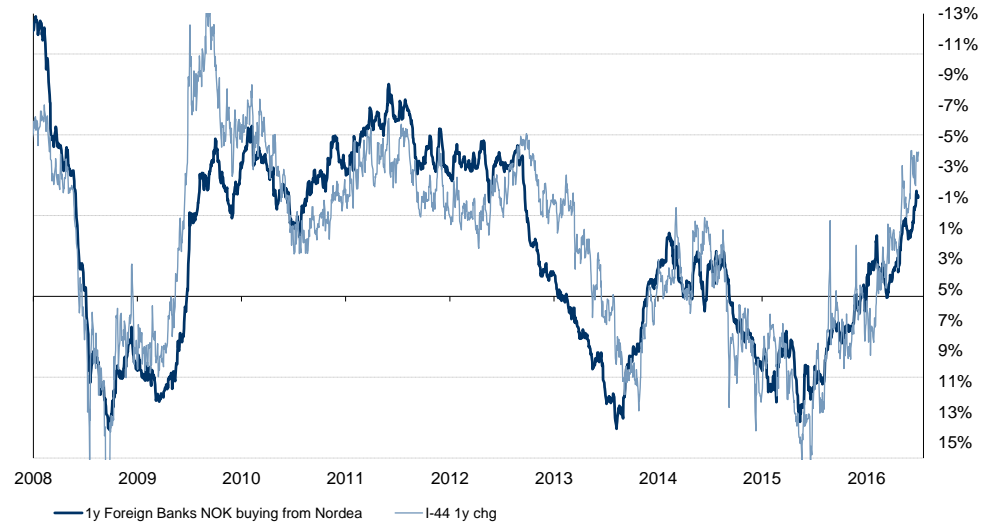


Oppgangen i korte renter har gitt en flat kurve



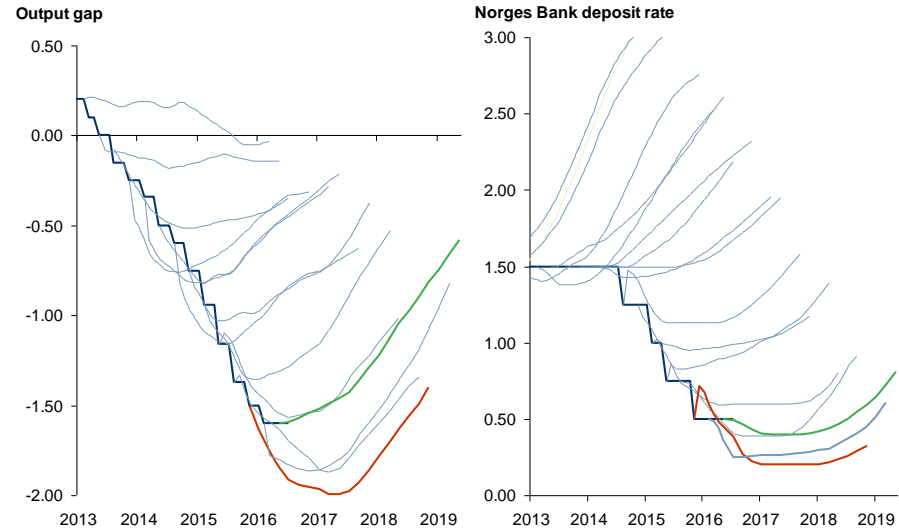
# NOK – utlendingene på vei inn

- Utenlandske investorer har begynt å kjøpe NOK
  - Har ikke sett like store kjøp som nå siden 2012
  - Norges Bank var starten på kjøpene, OPEC-avgjørelsen forsterket interessen
- Budsjettunderskuddet på 225 mrd neste år vil opprettholde store NOK-kjøp
  - Oljeskatt og Norges Bank besørger disse kjøpene
- Kommersielle aktører har foreløpig gjort lite kronekjøp
  - Om interessen vekkes her også, kan en sterkere NOK være uunngåelig

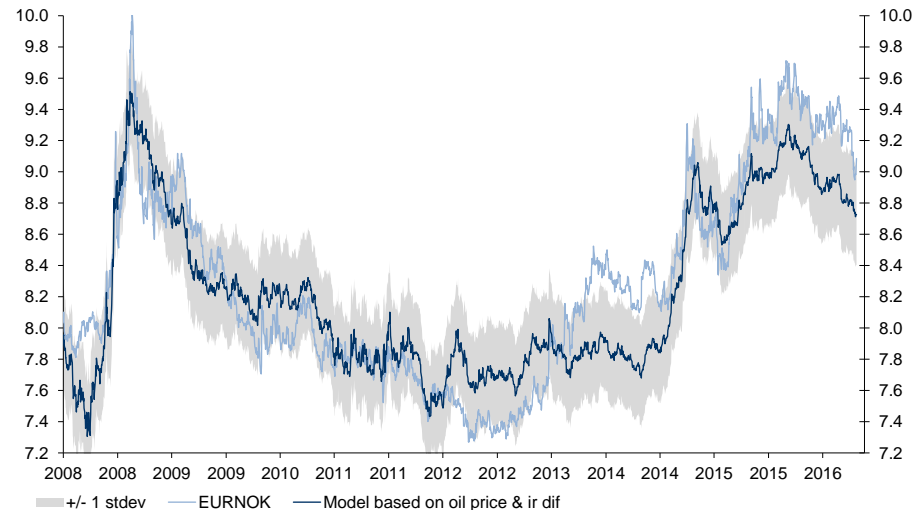


# NOK – normaliseringen er i gang

- Norges Bank vil ikke kutte renten mer
  - Ser bare en liten sannsynlighet for rentekutt
  - Ledigheten faller fortere og tidligere enn man hadde sett for seg
  - Boligprisene stiger fortere enn man hadde sett for seg
  - Prognosen for produksjonsgapet ble oppjustert ytterligere
  - Vi ser ikke for oss flere kutt

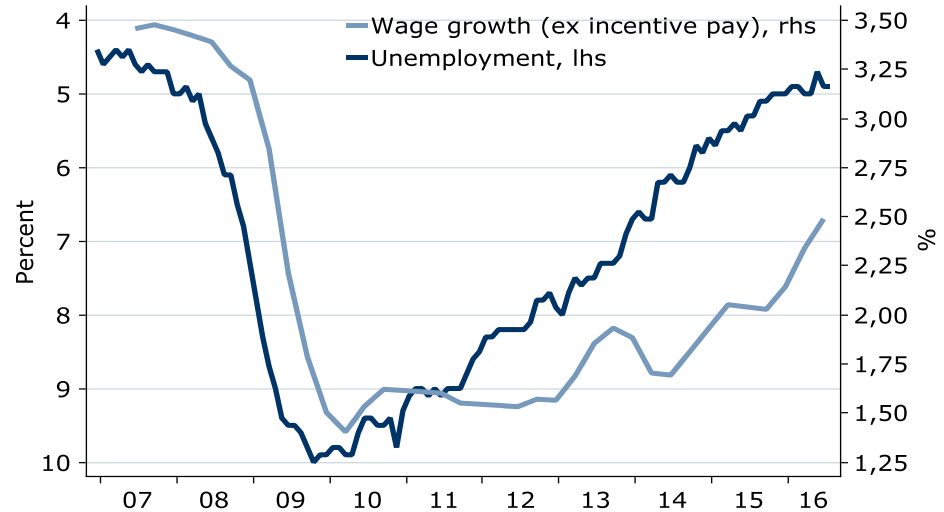
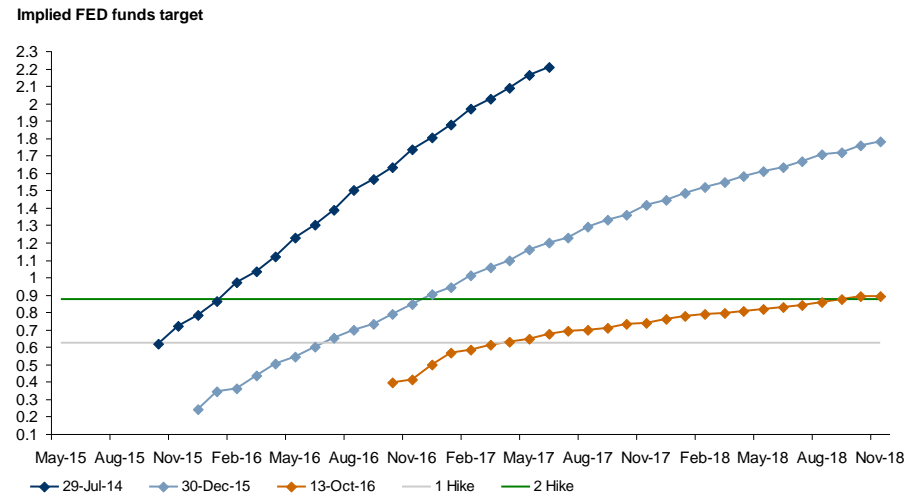


- OPEC med nye signaler
  - Fortsatt usikkert hvor mye de faktisk kutter
  - Trenger trolig ikke kutte mye for å øke prisen
- NOK vil trolig fortsette trenden oppover – i sær mot EUR
  - EURNOK er høy i et historisk perspektiv og sammenliknet med driverne



# USDNOK: når kommer egentlig renteøkningen fra FED?

- Utviklingen i USD beror mye på hyppigheten av renteøkningene fra FED
  - Markedet priser den første økningen med sikkerhet neste vår
  - Det siste referatet fra FED antyder at en renteøkning snart er veldig sannsynlig
  - Arbeidsmarkedet er fremdeles sterk, men arbeidsstyrken vokser og det er dermed noe tvil knyttet til hvor stramt det egentlig er
  - Vi ser for oss at lønnsveksten vil ta seg opp
- Vi ser for oss renteøkning i desember
  - Det vil trolig gi sterkere USD på kort sikt
  - USD er generelt sett veldig sterk og den neste stor trenden er trolig normalisering av pengepolitikk andre steder og dermed svakere USD

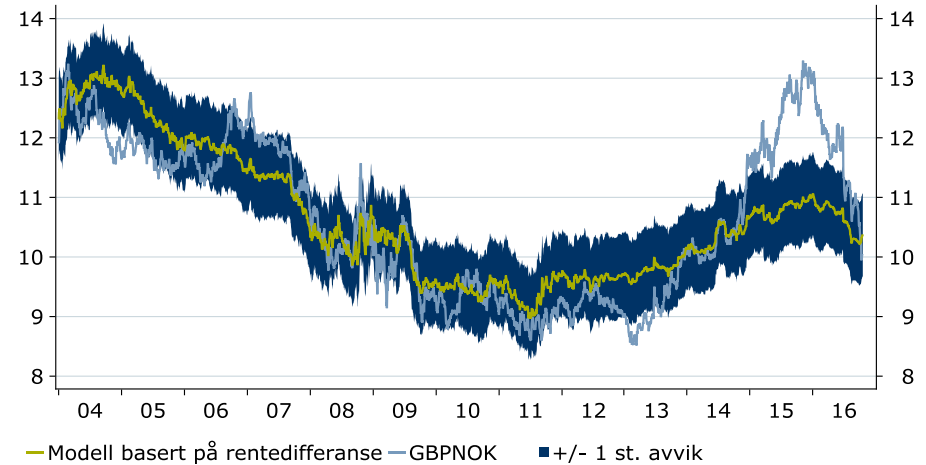


Kilde: Nordea Markets and Macrobond

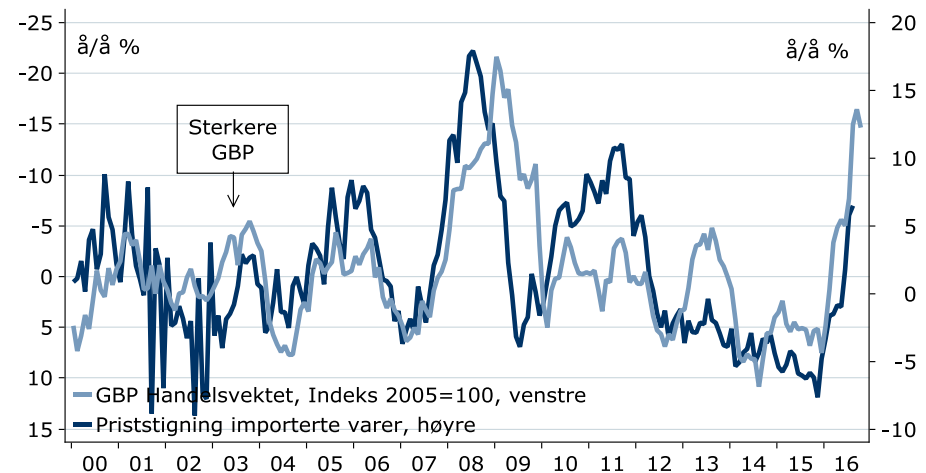
# GBP/NOK: Brexit-uro preger GBP

- Brexit-forhandlingene begynner i mars
  - Usikkerhet rundt utfallet har gitt fortsatt GBP-svekkelse
  - Mot NOK er GBP på sitt svakeste siden juni 2014
- Britisk økonomi klarer seg bra i etterkant av Brexit-avgjørelsen
  - PMlen har kommet tilbake til over 50
  - Svak GBP gir positiv impuls til økonomien
  - Vi tror Bank of England er ferdig med å kutte renten
  - Risiko forbundet med høyere inflasjon som følge av svakere GBP – kan spise opp forbrukernes kjøpekraft
- Fortsatt mye uavklart rundt Brexit - vi ser ingen snarlig GBP-styrking

GBP/NOK i tråd med fair value



Kilde: Nordea Markets and Macrobond

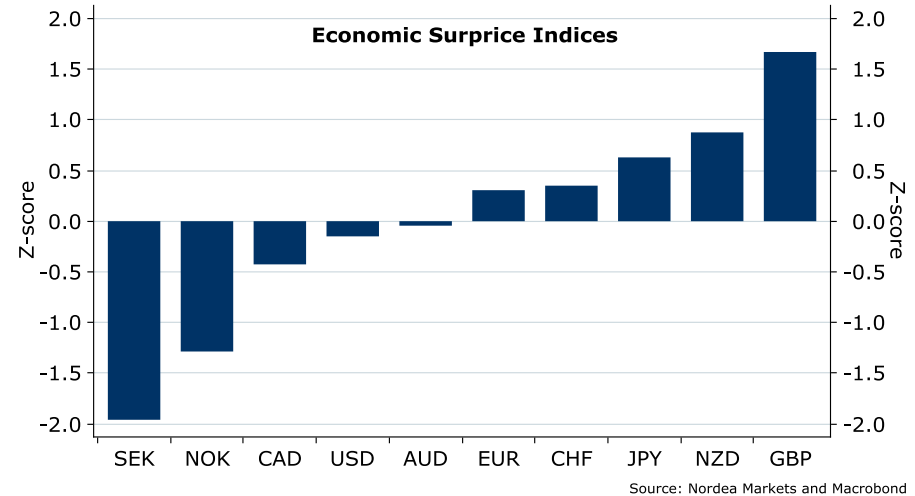


Kilde: Nordea Markets and Macrobond

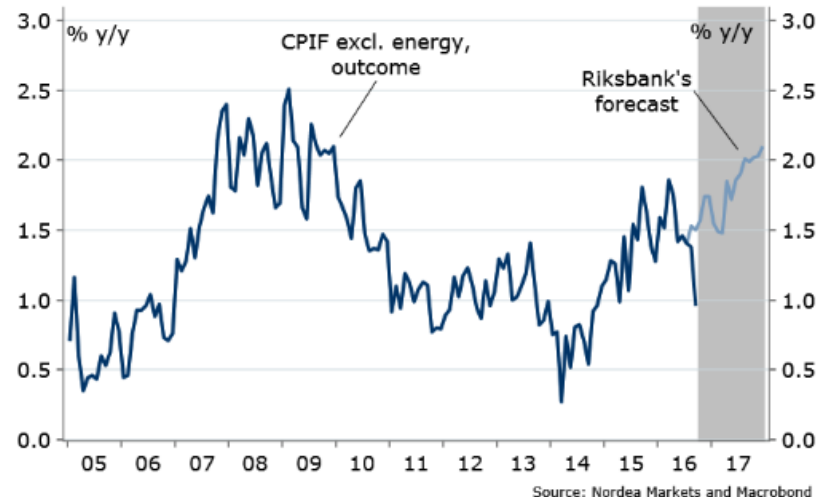
# SEKNOK: Riksbanken på krigsstien igjen

- SEK svekket seg gjennom høsten
  - Svak detaljomsetning...
  - ...og lavere inflasjonstall enn ventet
  - Nedjustering av vekstforventningene
  - ...men PMLene kommet litt tilbake
- Overraskelsesindeksen er mest negativ i hele G-10
  - Skal ikke mye til for å overraske positivt...
  - ...men Riksbanken forhindrer SEK-styrking
- Riksbanken hadde allerede en optimistisk inflasjonsprognose
  - I september skuffet inflasjonstallene stort og vi venter mer lettelser fra Riksbanken
  - Vi venter et rentekutt på 10bp til -0,6% og en utvidelse av QE-programmet med 30mrd på rentemøtet i slutten av oktober

På tide at svenske nøkkeltall overrasker på den positive siden?



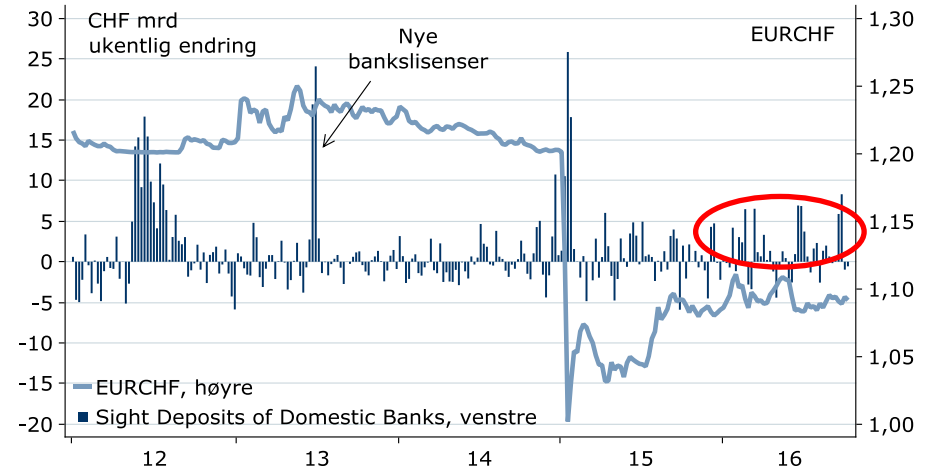
Inflasjonen skuffet i september



# CHF/NOK: Stadig press på SNB

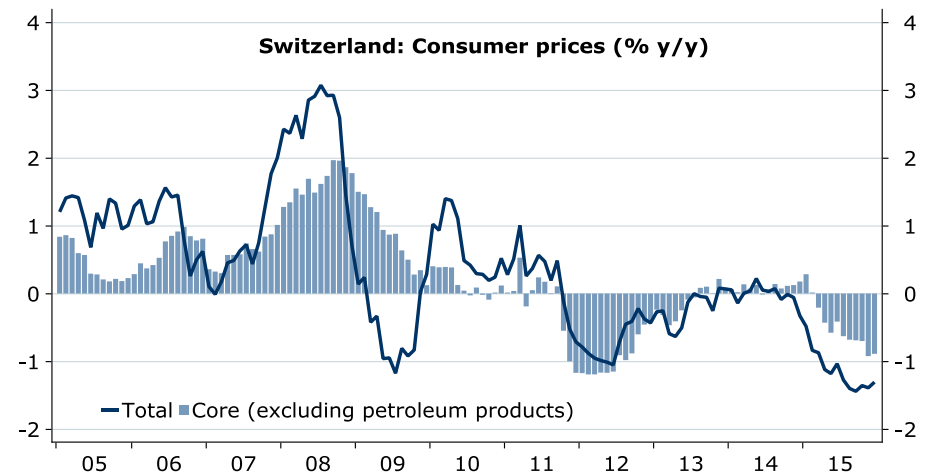
- Innskuddsstatistikk viser at SNB trolig intervensjoner i markedet (øverste graf)
  - Brexit økte interessen for CHF som en trygg havn i Europa
  - Usikkerhet rundt europeiske banker bidrar også til sterkere CHF
  - EURCHF brøt imidlertid ikke ut av smal range
  - SNB ønsker trolig å forsvare EURCHF mot fall under 1.08
- Høyere global inflasjon i Q4, som følge av baseeffekter på oljepris, kan ta CHF noe svakere
- NOK-benet blir viktigste driver så lenge bevegelsene i EURCHF er små

SNB intervensjoner i markedet



Kilde: Nordea Markets and Macrobond

Lav inflasjon er et problem for SNB

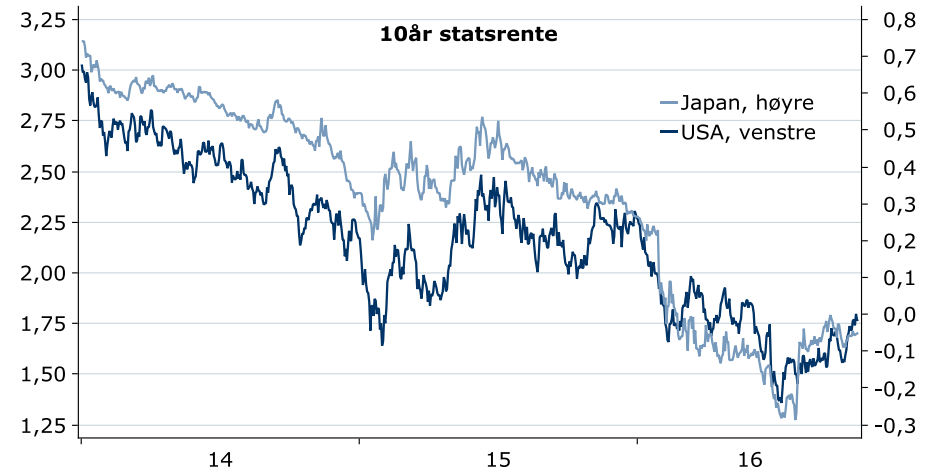


Source: Nordea Markets and Macrobond

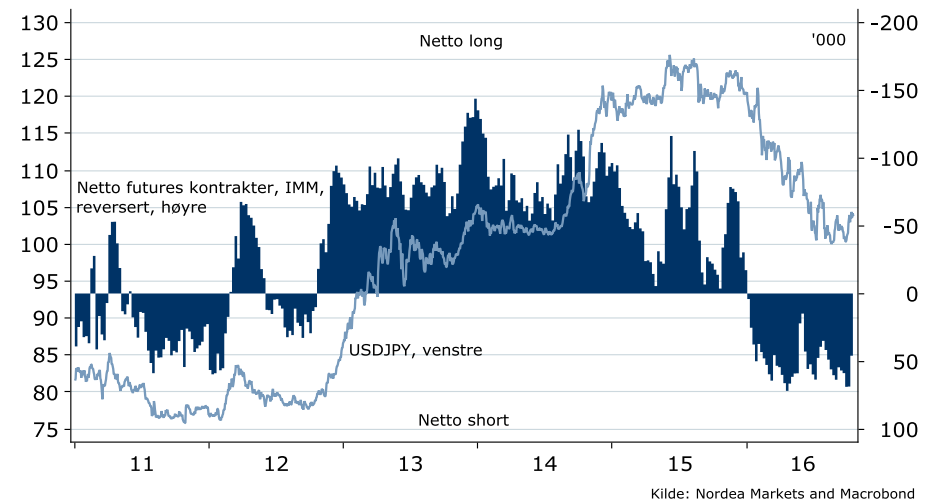
# JPYNOK: Nye toner fra Bank of Japan

- Bank of Japan avsto i september fra å kutte renten og utvide obligasjonskjøpene
  - Fokuset ble endret fra å utvide pengemengden med JPY 80trl i året til å holde 10årsrenten rundt null
  - Det innebærer en brattere rentekurve, noe som vil bra for lønnsomheten i bankene. Samtidig håper nok BoJ å påvirke inflasjonsforventningene
  - Endringen i pengepolitikken kan være et tegn på at BoJ er nær grensen for de pengepolitiske lettelsene
- Lange renter har kommet noe opp, men ikke tatt med seg JPY
  - I Q4 venter vi at global inflasjon stiger som følge av baseeffekter. Det kan gi mer oppside i lange renter og svakere JPY
- Markedet har gjennom året blitt relativt long JPY – et argument for svakere JPY
- Vi tror på svakere JPY, men «timing is everything». Perioden med sterk JPY kan vedvare en god stund til

Lange renter har kommet noe opp den siste tiden



Markedet er unormalt long JPY





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.