

# Navigatoren: Europeisk økonomi – bedre enn sitt rykte

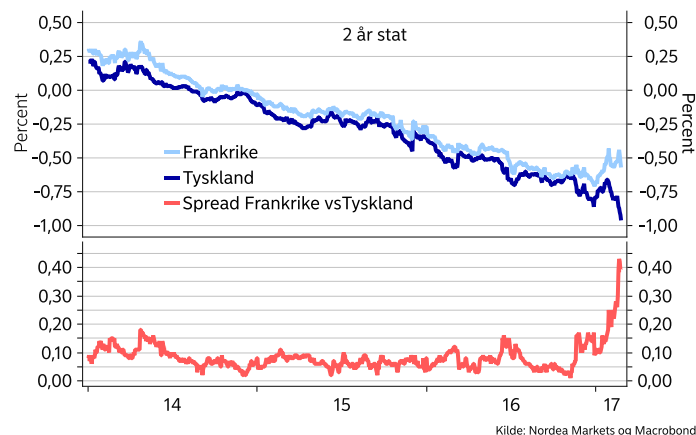


## Europeisk økonomi – bedre enn sitt rykte

- Politisk usikkerhet tar mye fokus i markedet, men i skyggen går økonomiene godt.
- Lett å få inntrykk av stagnasjon i Europa. Men etter statsgjeldskrisen i 2011-12 har veksten i eurolandene vært god og på linje med den i USA. Ledigheten har gått mye ned.
- Tross politisk usikkerhet peker ledende indikatorer mot ytterligere oppsving i veksten. Pengepolitikken ser endelig ut til å virke. Fortsetter utviklingen vil arbeidsledigheten i eurolandene i gjennomsnitt være tilbake på et «normalt» nivå i løpet av 2018, drøye 2 år etter USA.

Den politiske usikkerheten og valgene i flere europeiske land i år tar mye fokus i markedene. Først ute er Nederland, der det euroskeptiske frihetspartiet med Gert Wilders i spissen ser ut til å bli det største partiet. Men med en oppslutning på rundt 30 % vil de måtte samarbeide med andre partier for å kunne danne regjering. De andre partiene har imidlertid sagt klart fra at et slikt samarbeid er helt utelukket. Sannsynligheten for en nederlandsk eurokrise er derfor svært liten.

Markedene har derfor størst fokus på Frankrike. Oppslutningen rundt leder av Front National, Marine Le Pen, øker.



Kilde: Nordea Markets og Macrobond

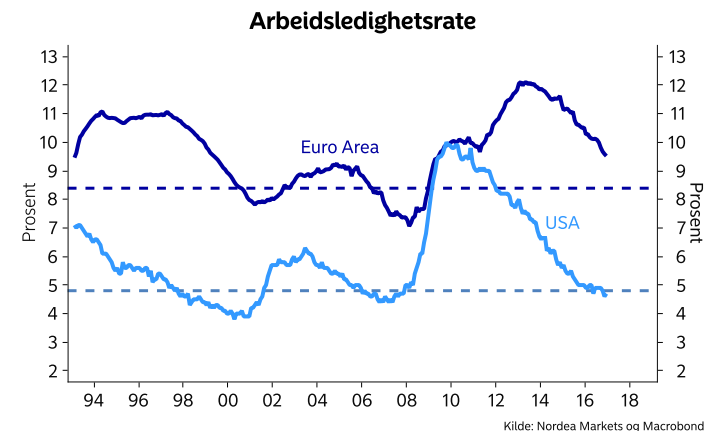
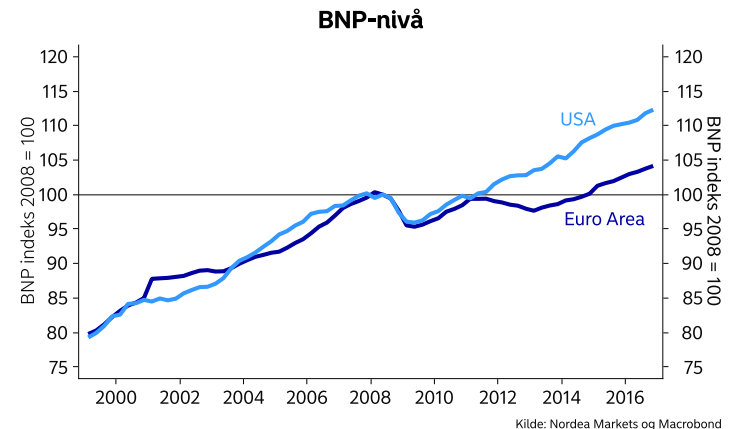
Le Pen har blant annet gått til valg på å bytte ut euroen med franske franc. Rundt 80 % av den franske statsgjelden, eller 1700 milliarder euro, er utstedt under fransk lov. Med et pennestrøk kan dermed investorene får 1 franc for 1 euro tilbake. Men hva 1 fransk franc eventuelt vil bli verdt er høyst usikkert, da euroen ble innført i 1999 var vekslingskursen 6,56 franc for 1 euro. Så langt går det kanskje ikke men det gir likevel et bilde av hva vi kan stå overfor.

I tillegg til en av verdenshistoriens største mislighold av statsgjeld vil en fransk utmelding av euroen true hele eurosamarbeidet. Da snakker vi om et nytt Lehmann «and then some». At markedet frykter en seier til Le Pen er derfor ikke vanskelig å forstå. I det siste har vi sett en betydelig utgang i yieldspreaden til Tyskland.

Mye tyder på at Le Pen får flest stemmer i den første av de to valgongangene 23. april. Meningsmålingene indikerer en oppslutning på rundt 40% i den andre valgongangen 7. mai enten det er mot Macron eller Fillon, de to andre hovedkandidatene. Erfaringen fra Brexit og Trump viser at en ikke kan stole for mye på meningsmålinger. Men selv om Le Pen skulle bli president, må hun først få parlamentets støtte til å starte en utmeldingsprosess. Dernest må hun få med seg folket i en folkeavstemming. Og folket gir uttrykk for at de liker euroen. Det er derfor mange hindre på veien for en full eurokrise. Men selv om sannsynligheten kanskje er liten er konsekvensene store. Markedet har begynt å prise inn denne risikoen.

Skulle Le Pen bli valgt til president, vil uro og usikkerhet prege markedene lenge. Skulle hun tape valget, vil fokuset raskt kunne skifte til de mer fundamentale økonomiske forholdene i euro-området. Og de er bedre enn sitt rykte.

De siste 3 årene har veksten i eurosonen vært rundt 1¾%, om lag som i USA. I en historisk kontekst er ikke det veldig høyt, men gitt befolkningsutviklingen egentlig ganske sterkt. Antall personer i arbeidsfør alder står på stedet hvil eller faller svakt. Den potensielle veksten i euroområdet er derfor ikke noe særlig høyere enn 1 %. En vekst på nær 2% er derfor mer enn nok til å bringe ledigheten ned.



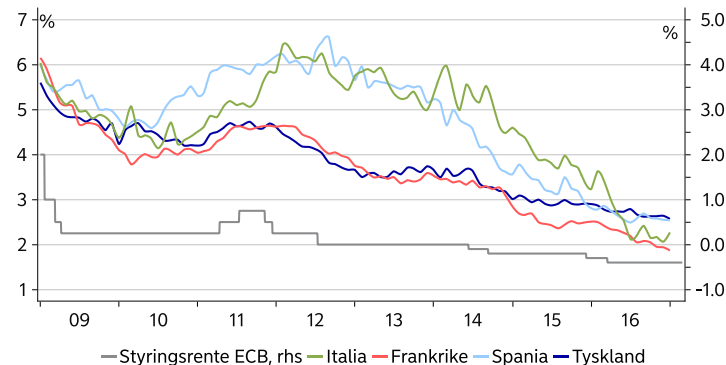
Siden sommeren 2013 har ledigheten falt fra rundt 12% til 9,6% ved siste måling. Skulle utviklingen de siste årene fortsette, vil ledigheten i eurosonen være tilbake til et normalt nivå (snittet fra 2000-2008) allerede om et drøyt år. Eurolandene ligger dermed bare et par år etter USA i løypa.

Den økonomiske politikken gir samlet et godt fundament for videre vekst i eurolandene. Pengepolitikken er svært ekspansiv. Styringsrenten er på -0,4 %. Gjennom QE-programmet og billige lån til bankene har ECB greid å få en lav styringsrente til å slå ut i lavere lånerenter også i periferilandene. Det gjør at utlånsveksten også er på vei opp og bidrar til høyere etterspørsel.

Samtidig har euroen svekket seg mye som følge av ECBs politikk. Sammen med en fortsatt relativ lav oljepris gir også det støtte til videre vekst. I tillegg virker finanspolitikken i sum svakt stimulerende. Det står i sterk kontrast til den kraftige innstramningen under statsgjeldskrisen.

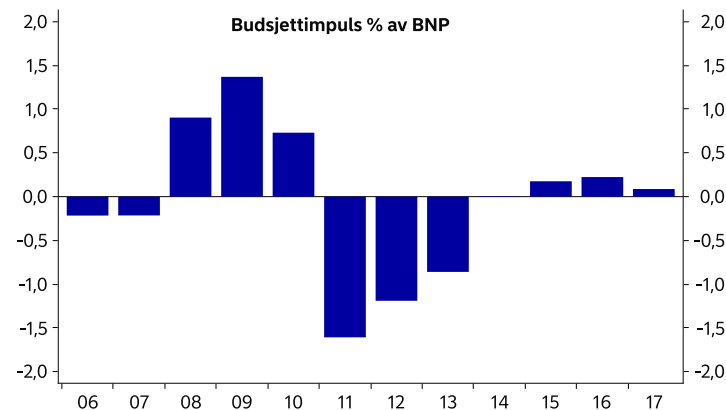
Den siste tiden har BNP-veksten i eurosonen samlet ligget nær 2 %. Av de 4 store i euro-området har Tyskland lenge gått godt, og ledigheten er nå den laveste siden tidlig på 1980-tallet. Spania, som ble hardt rammet av finanskrisen, er nå blant de industrilandene som vokser raskest. I Italia og Frankrike har veksten så langt imidlertid vært mer moderat.

Lånerenter ikke finansielle foretak



Source: Nordea Markets and Macrobond

Budsjettimpuls % av BNP

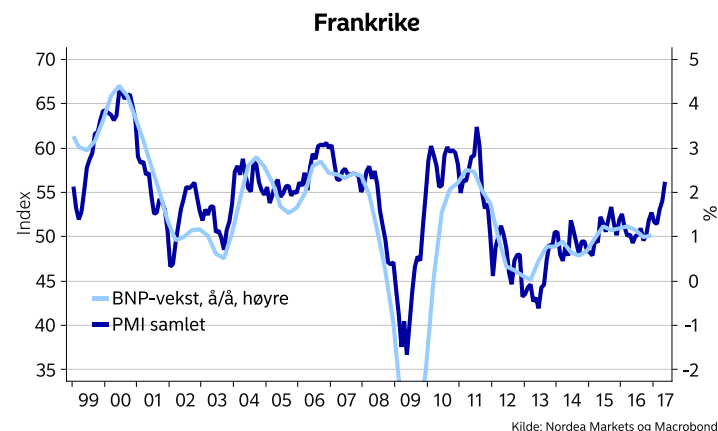
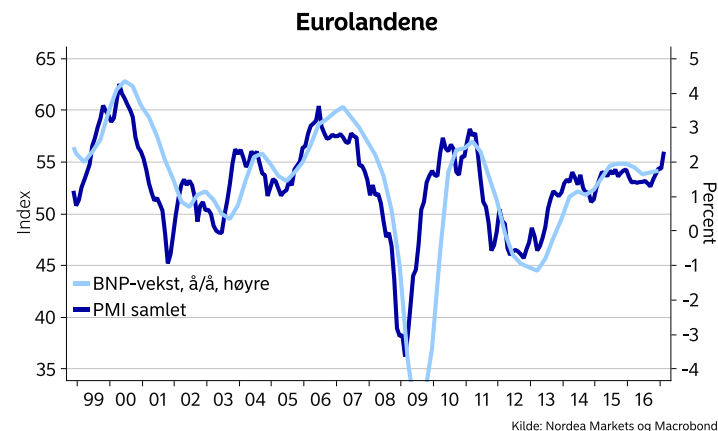


Source: Nordea Markets and Macrobond

Forventningsindikatorerne som har kommet så langt i år, peker mot et oppsving i veksten. Det virkelige positive med tallene er at Frankrike også ser ut til å få fart på seg. Veksten i Frankrike har i flere år ligget på rundt 1 %, og ledigheten har holdt seg oppe. Den sammensatte PMI-en for Frankrike er nå på samme nivå som Tyskland og på det høyeste nivået siden 2011. Det ser dermed ikke ut til at den politiske usikkerheten preger bedriftene nevneverdig.

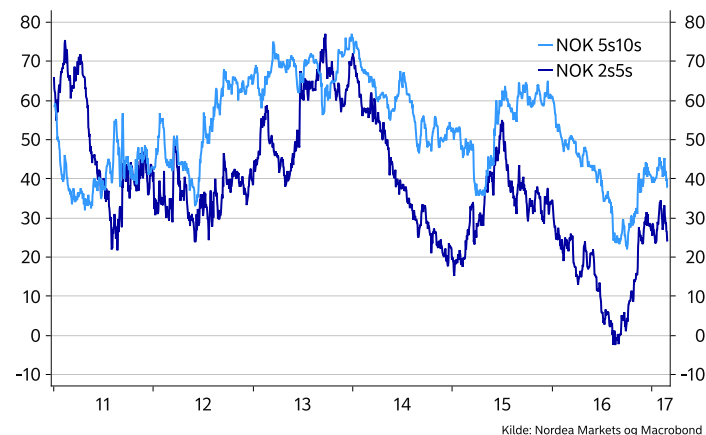
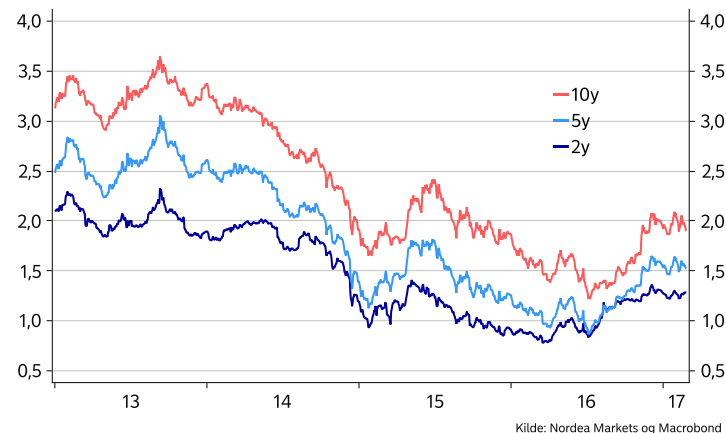
I desember 2005 betydde en PMI på dette nivået renteøkning fra ECB. Men mye er annerledes nå. For det første, selv om ledigheten faller nokså raskt er den høyere enn da. I tråd med ledighetsbildet er samtidig lønns- og prispresset moderat. Selv om headline inflasjonen har tatt seg opp og er nær 2 %, vil fortsatt lav kjerneinflasjon holde ECB tilbake fra å repetere historien med det første.

Selv om en renteøkning fra ECB er et stykke unna, vil den gode økonomiske utviklingen styrke argumentene til kritikerne av den ekspansive pengepolitikken. Det er derfor grunn til å vente signaler om en videre nedtrapping av QE-programmet i løpet av 2017. Og skulle Le Pen ikke bli president, slik meningsmålingene indikerer, er det duket for en oppgang i lange europeiske renter. Vendepunktet kan komme 7. mai.



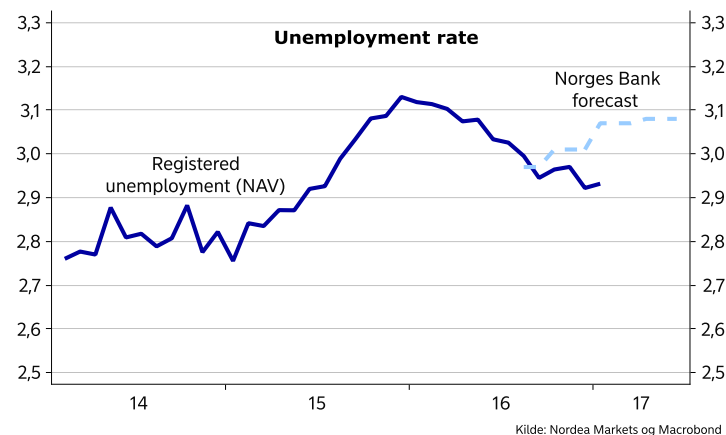
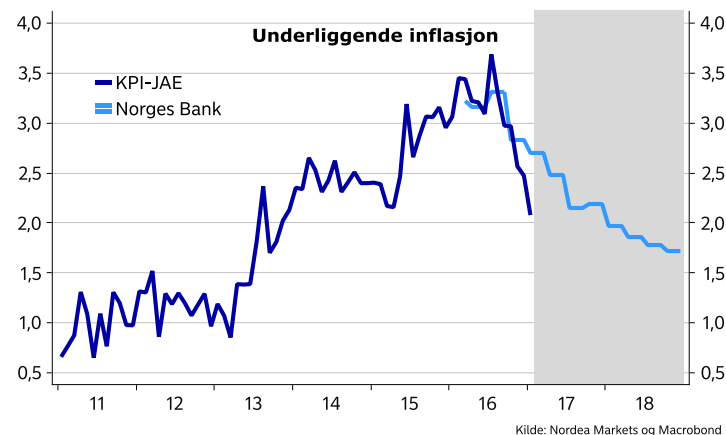
# Oversikt rentemarkedet: Sideveis langs hele kurven

- Bevegelsen i det norsk rentemarkedet siden forrige Navigator har stort sett vært sideveis.
  - Korte renter er forankret av Norges Bank på hold
  - 10år swap har holdt seg innenfor en range på 1,90% til 2,10%
- Bevegelsen i norske lange renter følger en sideveis bevegelse i lange renter internasjonalt.
  - Det er små endringer i prisingen av renteøkninger i USA. Samtidig har det vært mest ord fra Trump, og markedet har ikke fått mer å gå på i form av handlinger.
- Med sideveis i både korte og lange renter er kurvefasongen uendret
  - Kurven er fortsatt flat i et historisk perspektiv, noe som favoriserer lange sikringer sammenlignet med korte sikringer
  - Samtidig er nivået på de lange forwardrentene fortsatt lavt.



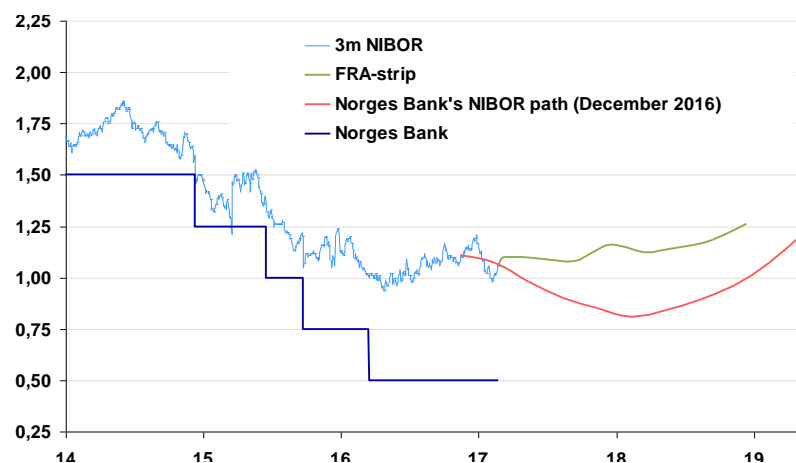
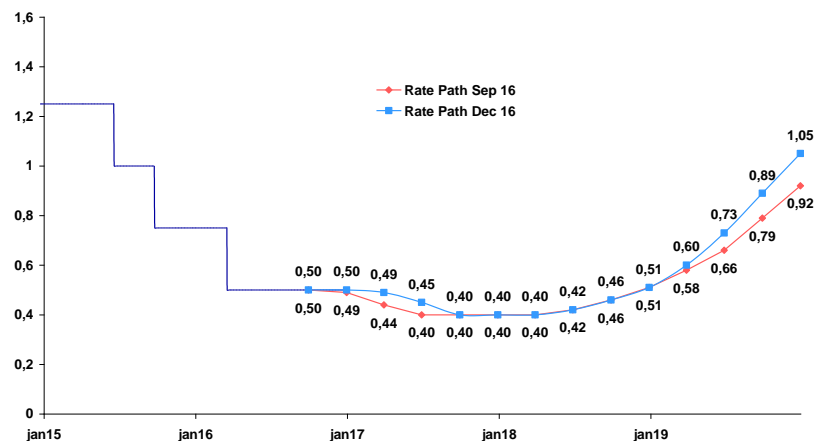
# Norges Bank: «Magefølelsen» viktigere enn nøkkeltallene

- Nøkkeltallene har vært sprikende over de siste månedene. Hvordan vil Norges Bank tolke utviklingen når de legger frem ny pengepolitisk rapport 16. mars?
- I januar falt inflasjonen til 2,1%, hele 8 tideler under Norges Banks prognose. Deler av fallet er nok midlertidig knyttet til stor salgsaktivitet, men et slikt avvik ville normalt uansett hatt en betydelig effekt på renteprognosen.
- Inflasjonen er imidlertid ikke det viktigste hensynet for sentralbanken nå. Fokuset er om oljenedturen fortsetter å slippe taket, samtidig som Norges Bank ønsker å begrense oppbyggingen av finansielle ubalanser (les: raskt stigende boligpriser).
- Registrert ledighet er en av de viktigste indikatorene for vurderingen av om oljebremsen slipper. Og her har utviklingen vært sterkere enn Norges Bank venter.
- Det er heller ikke grunn til å bli mer negativ på vekstbildet fremover. Riktignok vil forslaget til nye handlingsregel gi noe strammere finanspolitikk fra 2018 og fremover, men oljeinvesteringstillingen viser at investeringsfallet vil bli mindre i år enn Norges Bank venter. Samtidig har vekstutsiktene bedret seg betydelig ute.



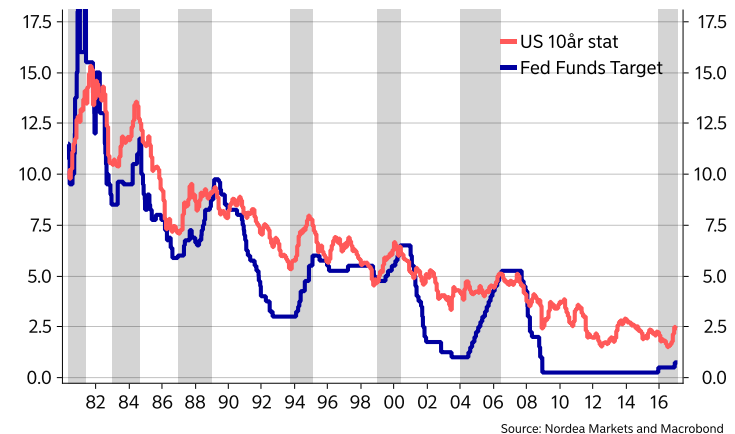
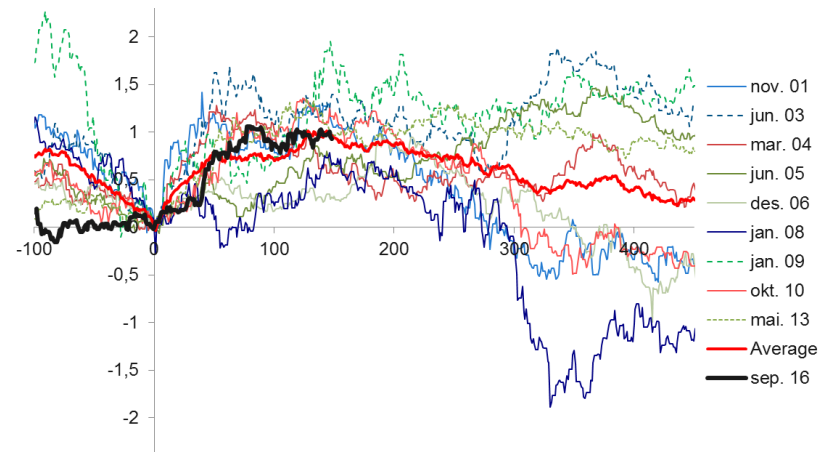
# Korte renter: Forankret av Norges Bank på hold

- Markedet finner ikke Norges Banks easing bias troverdig og priser renten på hold. FRA-stripen er flat det nærmeste året. Inverteringen i stripen er tatt ut i takt med at Nibor har kommet ned og markedet ikke lenger priser videre fall i påslaget.
- På tross av sprikende nøkkeltall har markedsprising vært stabil. Selv ikke det svake inflasjonstallet ga utslag i korte renter. Markedet synes å ha forståelse for at den realøkonomiske utviklingen er viktigst.
- Den nye rentebanen vil trolig ikke endres mye. Den kan bli justert litt opp i fronten, slik at sannsynligheten for rentekutt skyves ut i tid. Det er også mulig at bunnen heves marginalt, som første ledd i å kvitte seg med easing biaset. Har vi rett blir ikke rentemøtet en stor markedsevent.
- Selv om et rentekutt virker nærmest utelukket er det også lenge til det er snakk om renteøkning. Gjeninnhenting etter oljedturen krever fortsatt ekspansiv pengepolitikk.
- Det er derfor utsikter til at flytende rente vil holde seg rundt dagens nivå en god stund til.



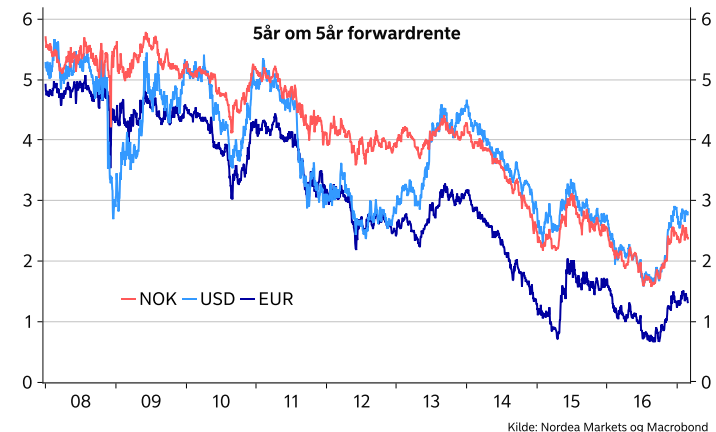
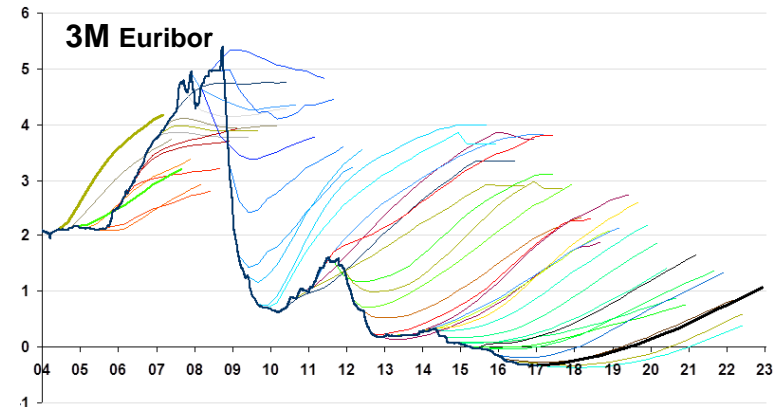
# Lange renter: Konsolidering på kort sikt, stor oppsiderisiko på lenger sikt

- Renter internasjonalt har gått inn i en konsolideringsfase etter oppgangen i slutten av 2016.
- Vi tror bevegelsen sideveis kan fortsette den nærmeste tiden
  - Det vil være i tråd med den typiske utviklingen i renter etter en kraftig korreksjon opp (øverste graf)
  - Nå er vi imidlertid, i motsetning til flesteparten av periodene i grafen til høyre, inne i en periode hvor Fed hever renten. Det bør sørge for at rentene kan drifte svakt oppover istedenfor svakt nedover.
- Politisk risiko i eurosonen utgjør samtidig en nedsiderisiko til lange renter på kort sikt.
- Lange norske renter vil bli drevet av det internasjonale bildet.
  - I tilfelle en risk off internasjonalt er nedsiden i norske renter begrenset. Korte renter priser Norges Bank på hold, og det skal svært mye til for at markedet skal prise kutt igjen. Selv med en betydelig flating av kurven vil dermed nedsiden være begrenset til 1,6-1,7%-nivået.
- På lenger sikt er oppsiderisikoen i lange renter, og trolig er det eurosonen som vil være drivende for neste renteoppgang (neste side)



# Lange renter: Når skal markedet prise den faktiske situasjonen i eurosonen?

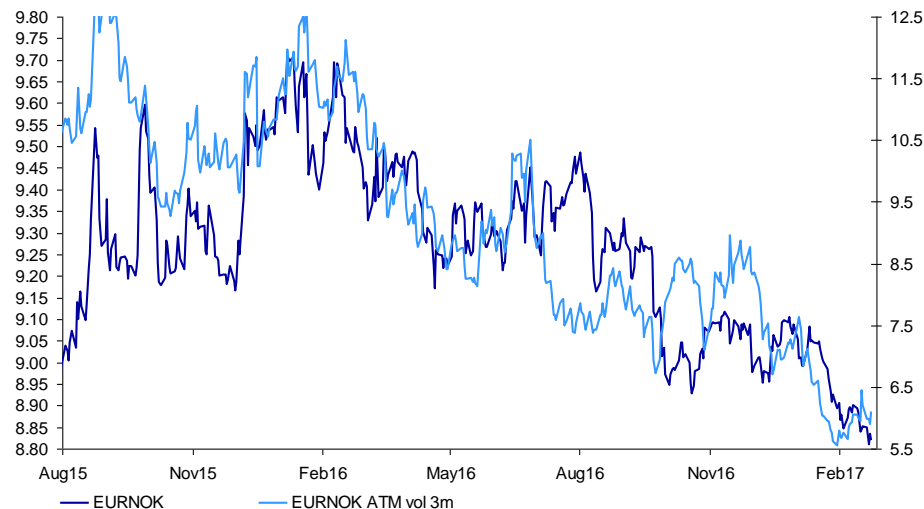
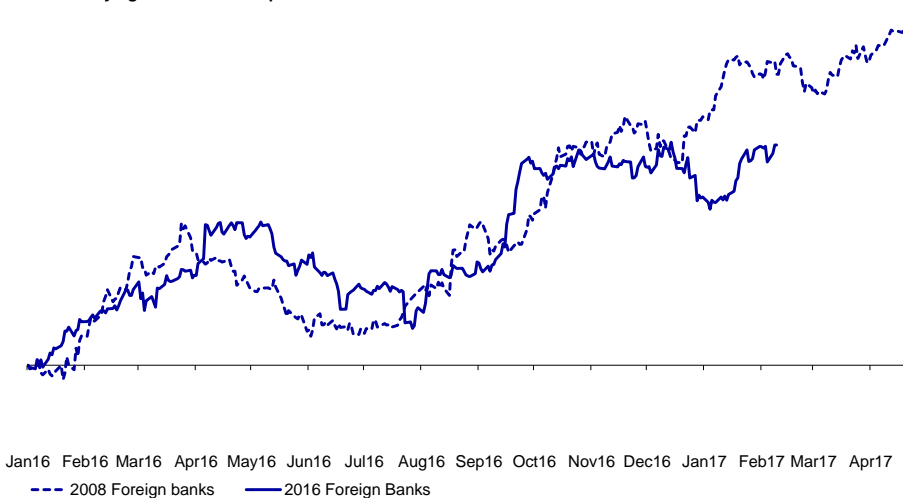
- Politisk usikkerhet og bilde om et forlagt Europa har dominert prisingen i markedet. Markedet har ikke tatt inn over seg at eurosonen faktisk vokser i bra tempo, ref. Top story.
- Lange renter blir foreløpig holdt nede av ECBs kjøpe av verdipapirer i markedet. Kjøpene skal trolig pågå ut dette året.
  - Markedet vill imidlertid begynne å prise inn en nedtrapping av aktivkjøpene før det skjer. Med tanke på det lave nivået på lange renter og den gode økonomiske utviklingen i eurosonen kan en slik reprising skje fort.
- Nedtrapping av ECBs aktivkjøp og en mer realistisk prising av de økonomiske utsiktene i eurosonen innebærer betydelig oppsiderisiko til lange renter.
- Gitt den begrensede nedsiden ser fortsatt lange renter attraktive ut i et lengre perspektiv. Vi anbefaler derfor låntaker og konsentrere rentesikringer i den lange delen av kurven.



# Kroneinteressen vendte tilbake med risikoappetitten

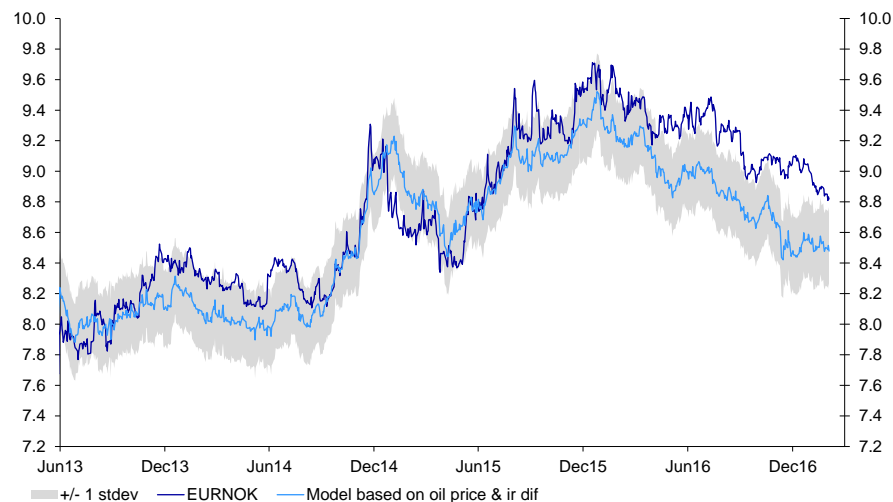
- Utenlandske spekulanter kom tilbake til NOK i januar/februar
  - Grafen til høyre viser utenlandske bankers NOK-kjøp i Nordea siden toppen i EURNOK i 2008 og i 2016
  - Posisjonene nå nærmer seg toppene fra i fjor
  - Henger allikevel etter utviklingen fra 2008
- Trolig økt risikoappetitt bak bevegelsen
  - Implisitt volatilitet har falt i lys av god stemning på børsene globalt
  - Økende bekymring for det franske valget kan også ha bidratt til EURNOK-fallet
  - Om Marine Le Pen vinner valget vil det kunne forsterke nedsiden i Euro generelt, men det gir trolig også sviktende risikoappetitt. Trolig lavere EURNOK, men større utslag i andre Euro-kryss

Net NOK buying in Nordea since peak in EURNOK

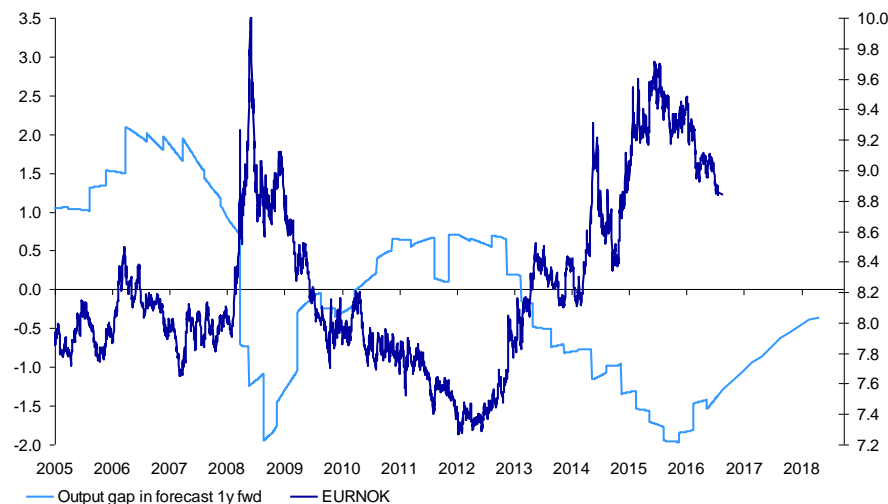


# EURNOK – noe mer nedside, men neppe like hurtig fall herfra

- Fortsatt noe igjen til det vi ser som «fair value» rundt 8.50, men ikke så sannsynlig med store endringer i estimatet
  - Grunn til å tro på forholdsvis stabil oljepris med forpliktelsene fra OPEC som gulv og økende skiferoljeproduksjon som tak
  - Rentemarkedet er priset for uendret rente fra både Norges Bank og ECB
  - Økende rentedifferanse krever forventninger om renteøkninger fra Norges Bank
    - Lite sannsynlig så lenge ECB er på hold som følge av effekten det vil ha på NOK
    - Basert på signalene fra Norges Bank i desember skal det trolig mye til for å få et rentekutt også
- Treg nedtur gir trolig treg opptur
  - Nedturen i 2008 var rask og pregete av kredittkrise globalt som ga rask svekkele av NOK, men også ganske rask styrking igjen
  - Nedturen denne gangen tok lenger tid og gjeninnhenting vil trolig også gå saktere, så også styrkingen av NOK

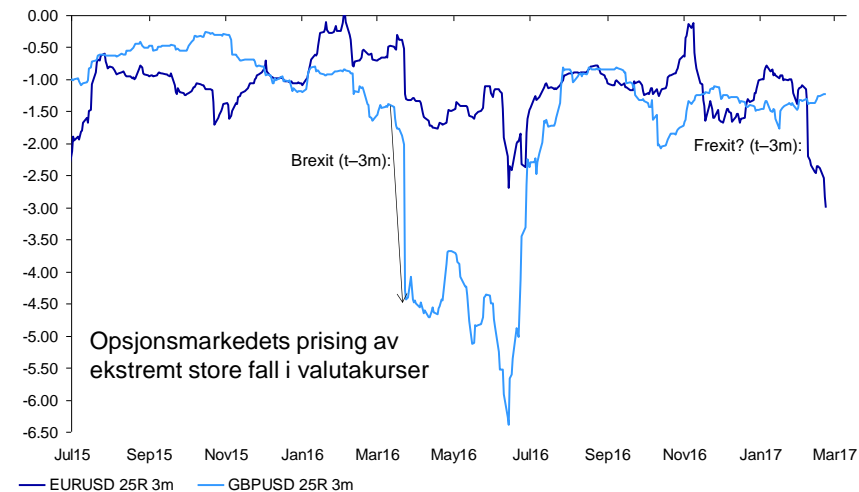
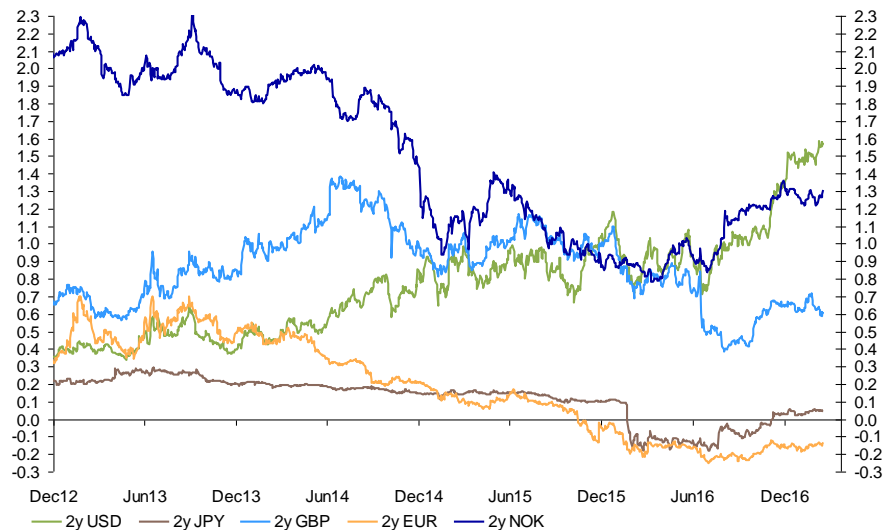


Norges Bank output gap and EURNOK



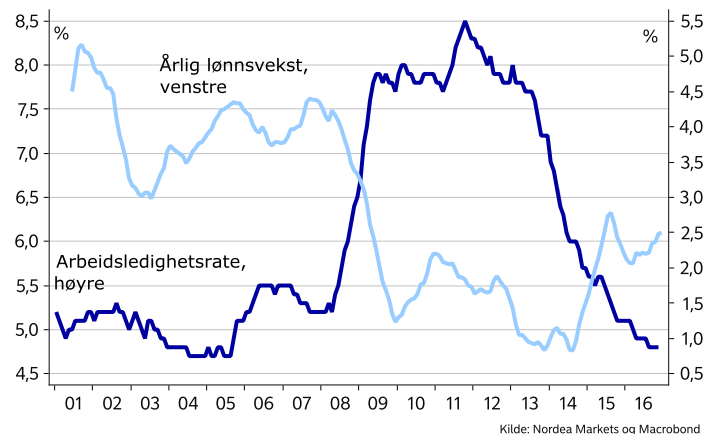
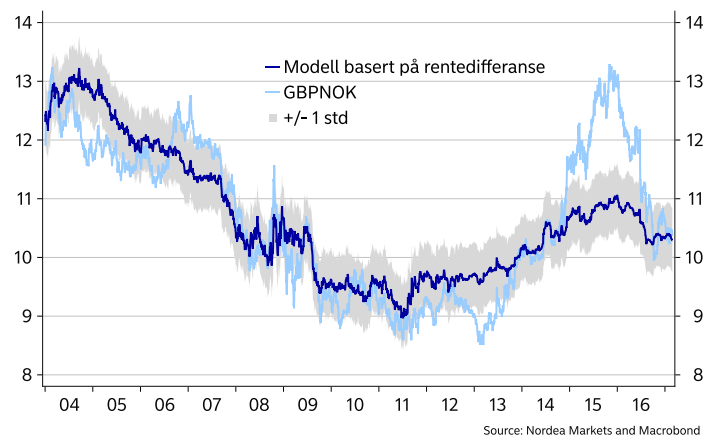
# USDNOK – fortsatt nedside på sikt

- USD har styrket seg markant i takt med høyere forventninger til USD-renter
  - Renteforventningene i den korte delen av kurven har vært tilnærmet uendret i de fleste valutaer mens de har steget i USD
  - Trump kan bety skatteutt og økt vekst, han kan også bety økt proteksjonisme og lønnsvekst og dermed inflasjon
  - Om inflasjonspresset skulle tilta er ikke det nødvendigvis positivt for USD om det ikke kompenseres tilstrekkelig med renteøkninger
- Risikoen rundt forventningene
  - Per i dag vanskelig å se for seg renteøkninger fra de andre sentralbankene, men om inflasjonspresset globalt skulle tilta kan det fort endre seg
- Valget i Frankrike gir risiko for høyere USDNOK
  - Marine Le Pen vinner stadig terreng på meningsmålingene, men har fortsatt under 50%
  - Om valget medfører tvil rundt Euro-samarbeidet vil trolig EURUSD falle mer enn EURNOK og USDNOK vil stige
  - Den siste tiden har opsjonsmarkedet økt sin bekymring for dette i en bevegelse som minner om den vi fikk i forkant av Brexit.



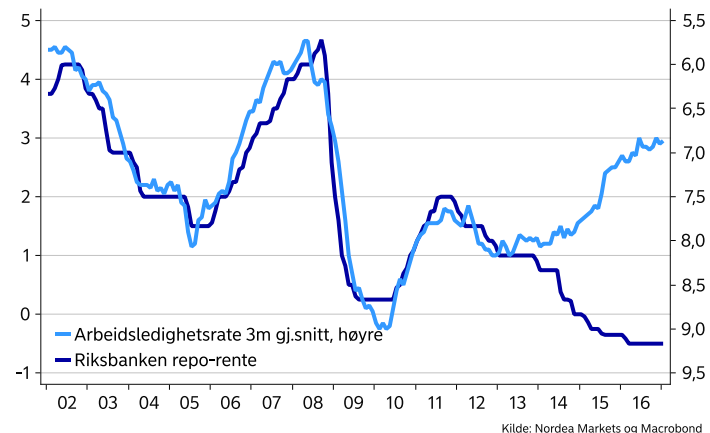
## GBPNOK: Todelt bilde

- GBPNOK har stort sett trendet innenfor en kanal på 10,25-10,50 de siste par månedene.
- Statsminister May sikter fortsatt mot å utløse artikkel 50 i mars. Selv om det er forsøkt å stikke kjepper i hjulene, ved å gjøre endringer til Mays lovforslag, ser det ut som det går veien for May.
- Det er også blitt klart at May sikter mot en «hard» Brexit, uten tilgang til det indre markedet, men hvordan avtalen blir seende ut vet vi enda lite om.
- I britisk økonomi er det få tegn til Brexit-effekt. Detaljomsetningen er riktignok noe svakere, som følge av høyere prisvekst, men ledigheten har fortsatt ned og PMLene peker mot bra vekst i starten av året. Vi er fortsatt avventende til om dette vil vare. Det kan det se ut som markedet er også.
- Bildet for GBP er todelt. Økonomien går bra nå, men usikkerheten på litt sikt er betydelig. Nøkkeltallene har vært sterke, men surprise-indeksen er høy og markedet kan lett bli skuffet fremover.
- I sum ser vi risikoen lent mot nedsiden i GBPNOK, men potensialet er begrenset.



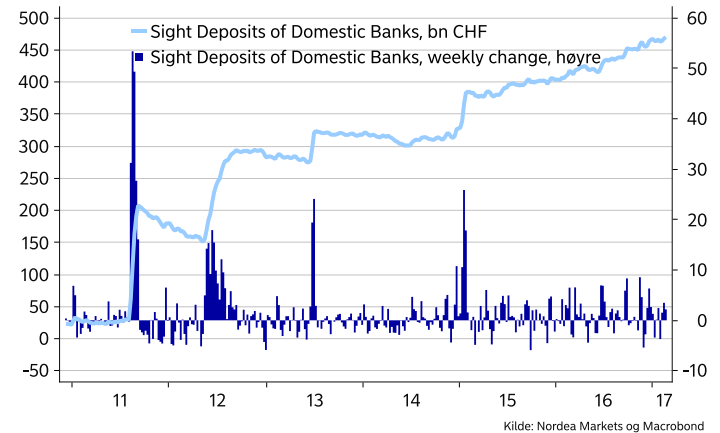
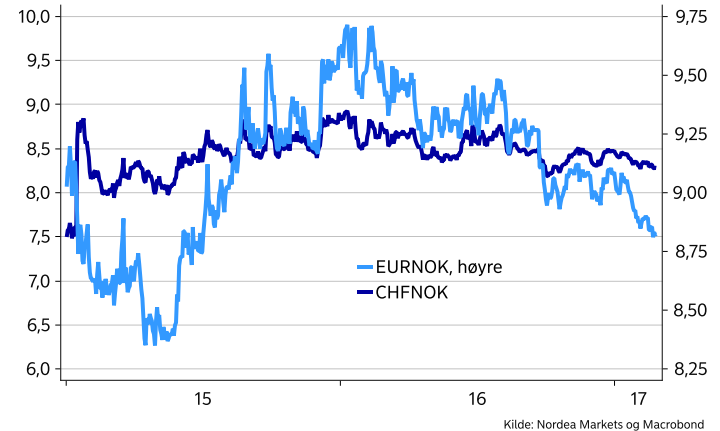
## SEKNOK: Riksbanen tåler sterkere SEK

- Riksbanen justerte prognosen sin for SEK i siste Pengepolitiske rapport i tråd med markedsbevegelsen de siste månedene.
  - Handelsvektet SEK har styrket seg 2,5% siden midten av desember og Riksbanen justerte prognosen i samme retning
  - Riksbanen forteller implisitt til markedet at SEK-styrkingen er OK og åpner for ytterligere sterkere SEK i prognosen.
- Etter at vekstforventningene for svensk økonomi ble nedjustert gjennom 2016, ser det ut som 2017 kan bli et år for oppjusteringer.
  - Ledende indikatorer peker mot rekordhøy vekst, trolig trukket opp av bedre utsikter internasjonalt.
  - ...men BNP-anslagene er fortsatt ikke oppjustert
- SEKNOK har funnet noe nedside på nyåret, fra 0,955 på det høyeste i midten av januar til 0,928. SEK skal trolig styrke seg mer mot EUR, men det skal også NOK.
  - Retningen på SEKNOK kan dermed bli uklar og timing mer avgjørende



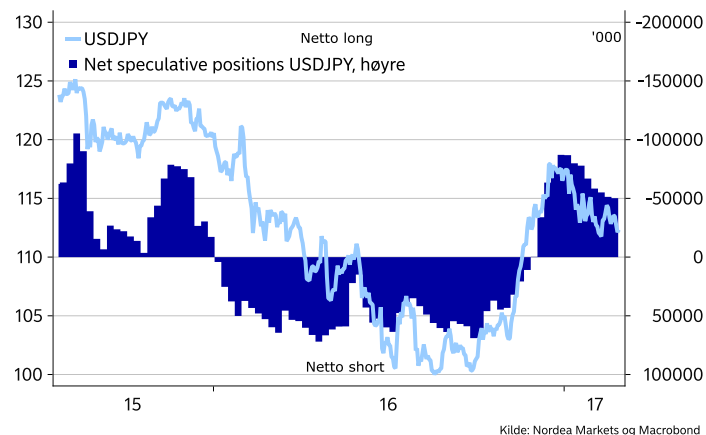
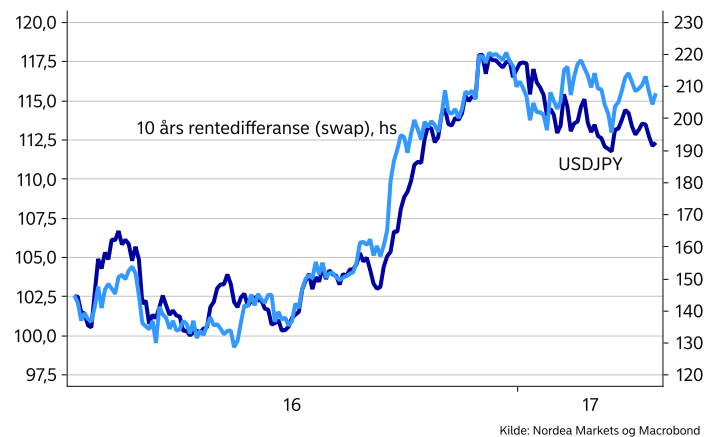
# CHFNOK: Økt politisk usikkerhet

- CHFNOK har ikke funnet den samme nedsiden som EURNOK. Det skyldes at CHF har styrket seg, mye som følge av politisk usikkerhet i Europa.
- Den politiske usikkerheten ser ikke ut til å forsvinne med det første. Marine Le Pen vil etter alt og dømme gå videre til andre runde i presidentvalget. En Le Pen seier virker fortsatt usannsynlig, men langt ifra utenkelig.
- Samtidig har situasjonen i Hellas blusset opp igjen. Hellas går tom for penger i juli, men EU og IMF er uenige om veien videre.
- SNB har tidligere hatt en uoffisiell grense på 1,08 i EURCHF, men ser ut til å tolerer en sterkere CHF nå. Sight deposits, et mål på sentralbankens intervensjoner i markedet, har steget, men gir ikke inntrykk av store intervensjoner.
  - Trolig er SNB litt mer avslappet til sterk CHF. Inflasjonen har kommet opp til over null. Veksten har også tatt seg noe opp gjennom 2016.
- Med politisk risiko i Europa og QE og negative renter hos ECB er utsiktene for nevneverdig nedside i CHFNOK dårlige.



## JPYNOK: Lange renter driver JPY

- Oppgangen i lange renter internasjonalt har avtatt noe som har åpnet for sterkere JPY. Samtidig har markedet tatt ned longposisjonen USDJPY, som også bidrar til litt sterkere JPY.
- JPYNOK har vært stabil over de siste månedene og holdt seg rundt 7,40.
- Trump har igjen skapt usikkerhet i JPY ved å uttrykke sin misnøye mot den ekspansive pengepolitikken Bank of Japan fører. Trump har gått langt i å merke Japan som en valutamanipulator.
- Risikoen er på nedsiden i lange internasjonale renter. Det gir et bias for høyere JPYNOK også på kort sikt.



Nordea Markets er det kommersielle navnet på Nordeas internasjonale kapitalmarkedsaktiviteter. Opplysningene her er bare for diskusjonsformål og for bruk av mottakere som materialet er rettet mot. Opplysningene er utarbeidet av og gjenspeiler Nordea Markets nåværende vurdering. Dette dokumentet er ikke en utfyllende beskrivelse av produktet eller dets risiki. Det gis ingen garanti for at opplysningene er nøyaktig eller komplette.

Opplysningene er ikke ment å være og er ingen råd om investering og skal heller ikke ses på som et tilbud eller en oppfordring til kjøp eller salg av et finansielt instrument. Opplysningene her tar ikke høyde for mottakerens økonomiske situasjon eller investeringsbehov. Det må alltid innhentes relevante og profesjonelle råd før man tar en investerings- eller kredittbeslutning. Tidligere resultater gir ingen garanti for fremtidige resultater. Nordea Markets er ikke og skal ikke ses på som rådgiver for så vidt angår juridiske, skattemessige, regnskapsmessige eller lovbestemte forhold i et rettsområde.

Dette dokumentet skal ikke gjengis, distribueres eller offentliggjøres uten skriftlig forhåndsgodkjenning av Nordea Markets.