

Navigatøren: Hvor stort problem er lav inflasjon?

Erik Bruce

Ole Håkon Eek-Nielsen

Gaute Langeland

Joachim Bernhardsen

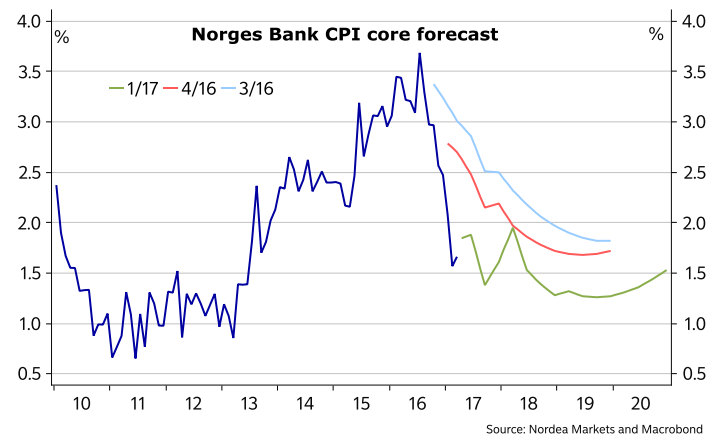
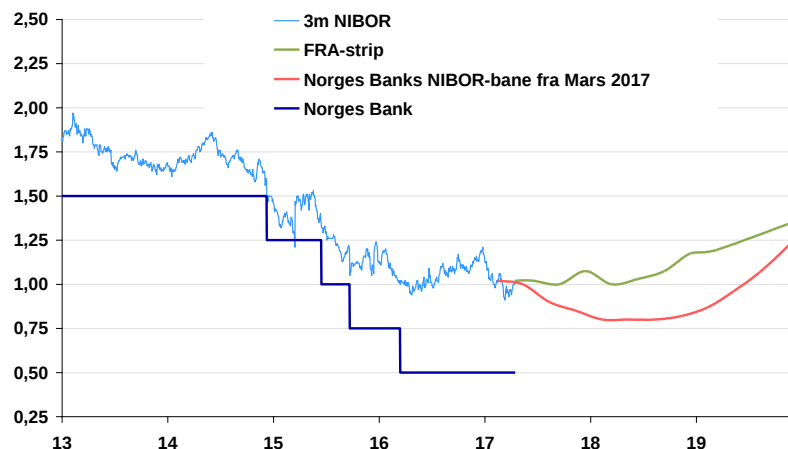


Norges Bank: Lenge til det blir aktuelt med renteheving i Norge

- Inflasjonen har falt mye i det siste, men Norges Bank tror vi nærmer oss bunnen. Det synet deler vi og vi deler derfor Norges Bank syn på at renten mest sannsynlig blir holdt uendret.
- Norges Bank har imidlertid et easing bias i sin renteprognose. Om inflasjonen skulle overraske på nedsiden kan det bringe rentekutt på agendaen.
- Men det neste året er risikoen for at lav inflasjon skal trigge et rentekutt større enn at Norges Bank setter opp rentene

Norges Bank har lenge hatt en nedside risiko i renteprognosen. Budskapet har vært at vi mest sannsynlig har nådd rentbunnen, men at et kutt er mer sannsynlig enn en økning det kommende året. Rentprognosen antyder så mye som 40% sannsynlighet for et kutt på av de kommende møtene.

På tross av dette tolket vi tidligere Norges Bank i retning av at de ville akseptere lav inflasjon som en naturlig konsekvens av oljenedturen og omstillingen i norsk økonomi og at hensynet til finansiell stabilitet gjorde at det skulle svært mye til før de kuttet renten videre.

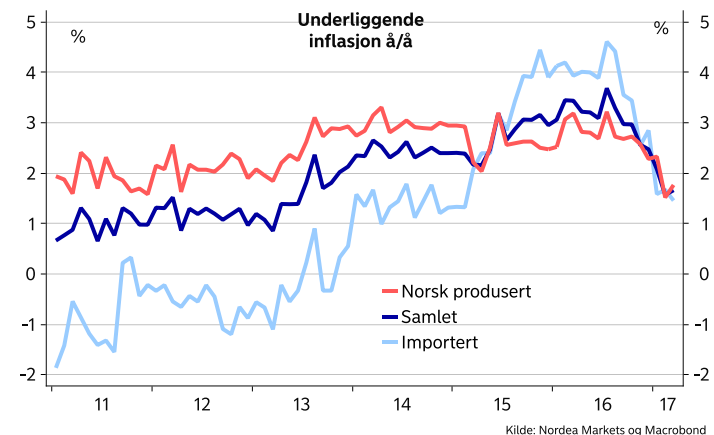
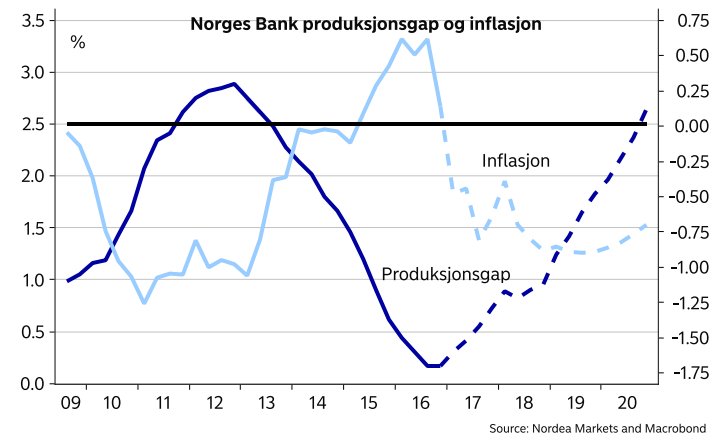


Signalene på siste møte gjør oss mindre skråsikre på at et kutt ikke er aktuelt. Da nedjusterte Norges Bank anslagene for lønnsvekst, inflasjon og rentene ganske markant. Overraskende lav løpende pris- og lønnsvekst lå bak. Samtidig la de lite vekt på at arbeidsmarkedet utviklet seg bedre enn ventet. Dette var et tydelig tegn på at de ikke er villige til helt å se igjennom inflasjon langt under målet.

Dette gjør at inflasjon under Norges Banks prognose kan gjøre et kutt aktuelt. Norges Banks anslår inflasjonen litt under 1½% de kommende årene. Vi synes det er en fornuftig prognose med lønnsvekst på 2-3% og stabil til noe sterkere NOK. Dette, sammen med en svak krone og Norges Banks fokus på usikkerheten knyttet til lave renter gjør at vi ikke venter noe kutt.

Til syvende og sist bør man kanskje ikke ta signalene fra det siste møtet som at det er spesielt sannsynlig at renten kuttes. Men heller at norsk økonomi er langt unna en situasjon der det blir behov for å heve renten.

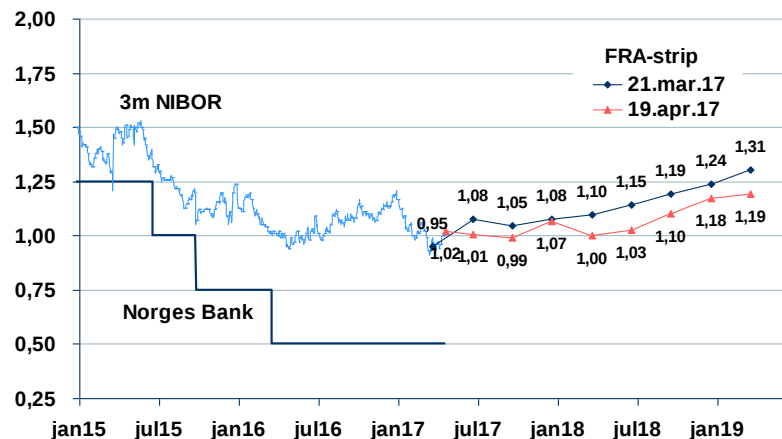
Konklusjonen vår er derfor at renten mest sannsynlig blir værende på dagens nivå lenge. Og at hvis det skulle skje en endring i løpet av det neste året så er et kutt mye mer sannsynlig enn en økning.



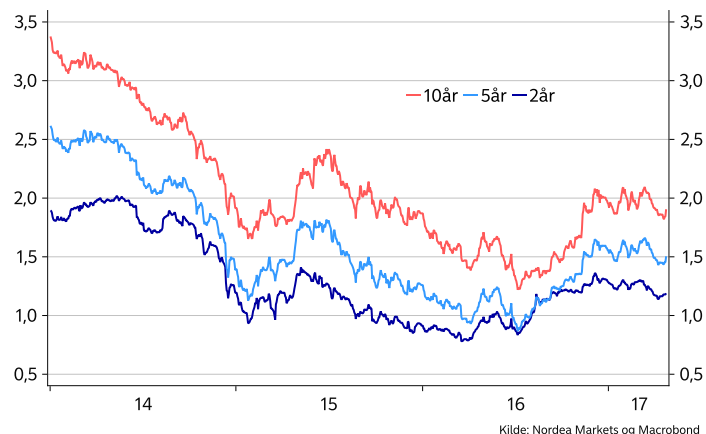
Korte renter: Forankret av Norges Bank på hold

- Siden midten av mars har rentene falt tilbake. Rentefallet er størst i den lange delen av kurven, men også korte renter har kommet ned.
- Beskjeden fra Norges Bank i mars var at det er lenge til det er aktuelt med renteøkning i Norge. Det er fortsatt et easing bias i rentebanen, noe som reflekterer at et rentekutt er mer sannsynlig enn en renteoppgang, men mest av alt tydeliggjør det at en renteøkning er langt unna.
- FRA-strippen priser inn flytende rente på dagens nivå frem til sommeren 2018. Deretter prises det inn en liten oppgang i den flytende renten. Desember-kontrakten prises også noe høyere. Det skyldes at markedet priser inn et høyere påslag over årsskiftet som følge av forventninger til strammere likviditet.
- Vi anser markedet som konsistent med vår vurdering av Norges Bank på hold. Oppgangen som prises inn i siste del av 2018 og 2019 må ses på som en terminpremie fremfor forventninger om renteøkning.
- Risikoen for en renteoppgang drevet av at korte renter stiger på at Norges Bank kommer med signaler om renteøkning er derfor liten. Flytende rente vil dermed forbli lav, potensielt lavere hvis rentekutt kommer på agendaen.

Figur 1: Markedet priser Norges Bank på hold



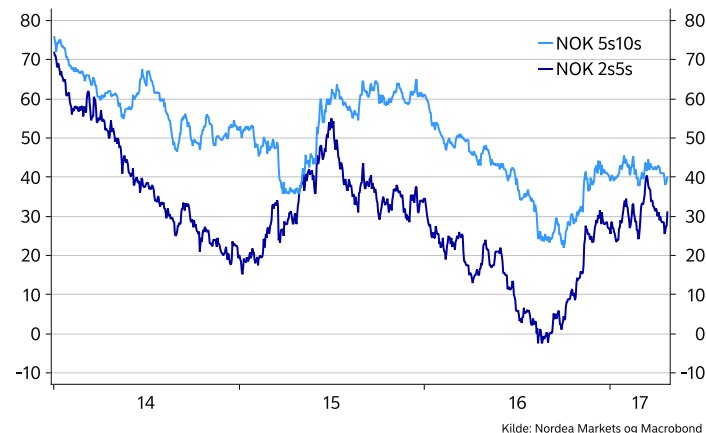
Figur 2: Norske swaprenter



Lange renter: Falt mot bunn av range

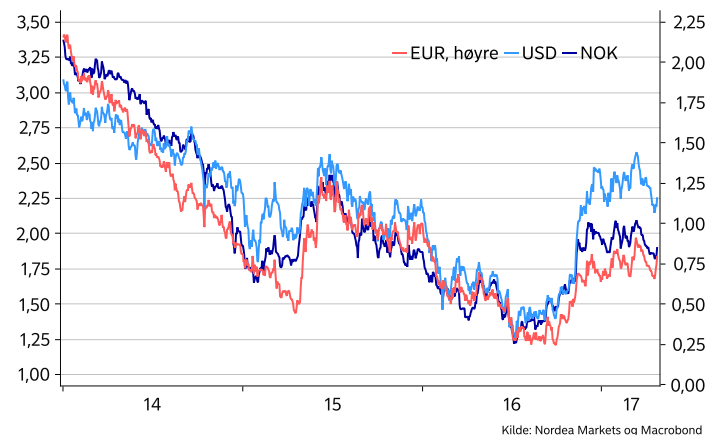
- Norsk 10 år swap har handlet i en liten range nært 2% siden slutten av fjoråret (Fig. 2) Den siste tiden har lange renter beveget seg mot bunn av rangen og var på det laveste på 1,82%
- Det er særlig i USA lange renter har falt. Der var 10 år swap ned 40bp på det meste og det har smittet over på norske renter (Fig. 4).
- Politisk usikkerhet må ta mye av skylden for rentefallet. I USA ser vi at Trump ikke lever opp til lovnadene, senest ved at han ikke klarte å etablere støtte til endringer i helsereformen. Markedet trekker dermed i tvil om han evner og få vedtatt andre deler av «Trumpenomics», som en skattereform.
- I Europa har det vært usikkerhet rundt det franske valget. Et godt resultat i første valgrunde for den EU-positive Macron har imidlertid bidratt til at markedet har solgt seg ut av trygge posisjoner om rentene har kommet noe opp.
- Det siste rentefallet har bidratt til en flating av kurven. 3m10år spreaden i USA var på det meste ned 45bp. Med to renteøkninger fra Fed siden desember har også korte renter kommet opp og bidratt til flatingen (Fig 5).

Figur 3: Den norske kurven har flatet med fallet i lange renter



Kilde: Nordea Markets og Macrobond

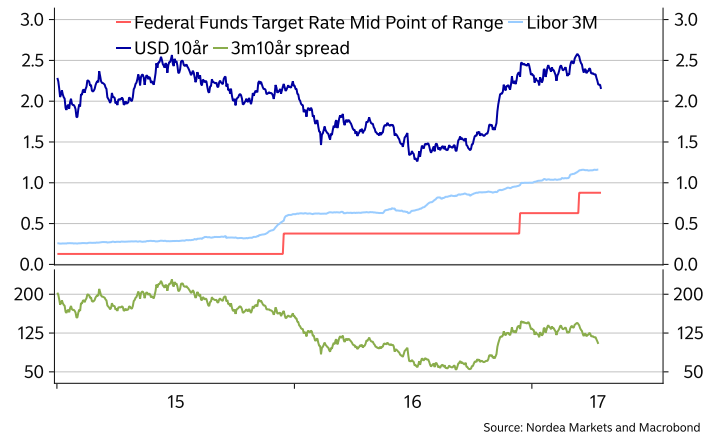
Figur 4: Rentefall i USA har trukket ned norske renter



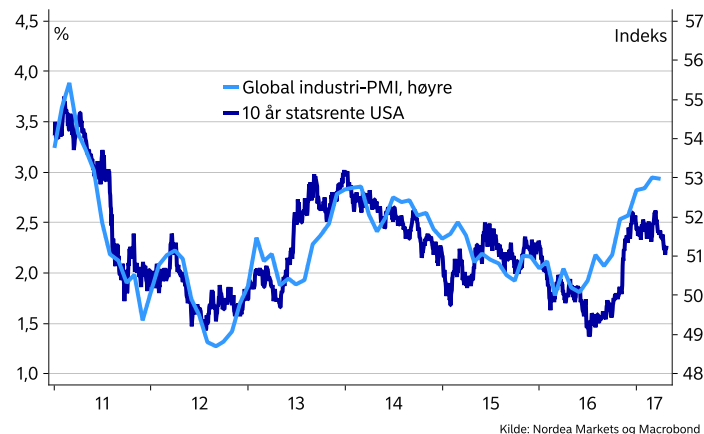
Kilde: Nordea Markets og Macrobond

- I USA er vi inne i en periode med renteheving. Dette gir typisk gir en stigende trend i lange renter. Etter hvert som startpunktet for rentekurven stiger vil en sidelengs utvikling i lange renter gi en stadig flatere kurve. Siden styringsrenten er på vei opp er det en grense for hvor flat kurven kan bli. Nedsiden i lange renter begrenses derfor etter hvert som styringsrenten settes opp og kurven blir flatere.
- Slik situasjonen er i USA ser vi lite nedside i lange renter. De har korrigert litt av fjorårets renteoppgang, men styringsrenten er 50bp høyere enn da oppgangen startet. Kurven (se figur 5) er derfor mye flatere enn den var på det bratteste og har lite rom for videre flating.
- I tillegg har forventningene som prises i markedet til videre renteøkninger fra Fed blitt svært moderate. Markedet priser inn kun en økning i år og neste år (Fig. 7). Det strider mot kommunikasjonen fra Fed, som signaliserer at det skal mye til før de avviker fra planen om å normalisere renten.
- Trump fikk mye av æren for renteoppgangen i fjor. I skyggen av Trump har imidlertid vekstutsiktene bedret seg. Vi skal derfor ikke legge for stor vekt på at «Trumpforien» avtar. Vekstutsiktene i seg selv argumenterer for at rentene bør snu opp igjen (Fig. 6)

Figur 5: Høyere styringsrente begrenser nedsiden i lange renter



Figur 6: Gode vekstutsikter taler for høyere renter



Oppsummering rentemarkedet

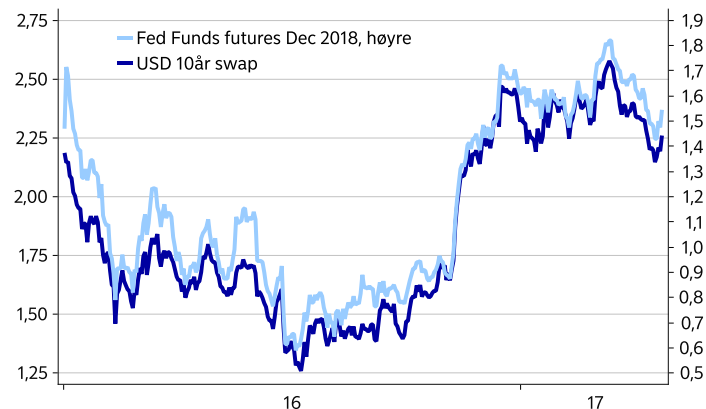
• Oppsummering

- **Korte renter** er forankret av Norges Bank, som etter alt å dømme vil holde renten på dagens nivå lenge. Om noe så er risikoen lent mot at styringsrenten blir kuttet. Det er dermed utsikter til at flytende rente vil forbli lav, potensielt enda lavere ved et rentekutt.
- **Lange renter** har blitt drevet av det amerikanske markedet. Der er imidlertid nedsiden i lange renter begrenset som følge av at korte renter har kommet opp. Samtidig taler de fundamentale forholdene for at markedet kan ha gått for langt. Prisingen av Fed virker for moderat og ledende indikatorer peker mot et oppsving i veksten.

• Strategisk vurdering

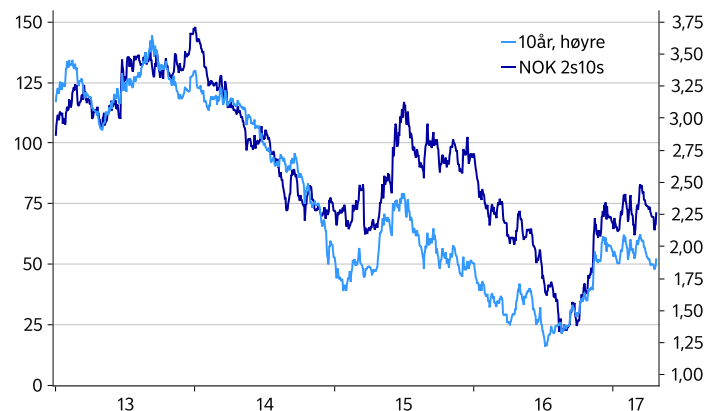
- Med korte renter forankret av Norges Bank på hold vil en renteoppgang etter alt å dømme være drevet av internasjonale forhold og være størst i den lange delen av kurven og gi oss en brattere kurve.
- Dette taler for at sikringene bør konsentreres i den lange delen av rentekurven.
- Med samme durasjon vil det gi lavere sikringsgrad og høyere andel flytende rente i porteføljen. I sum gir dette en lav rentekostnad

Figur 7: Fallet i lange renter trekker ned Fed-forventninger



Kilde: Nordea Markets og Macrobond

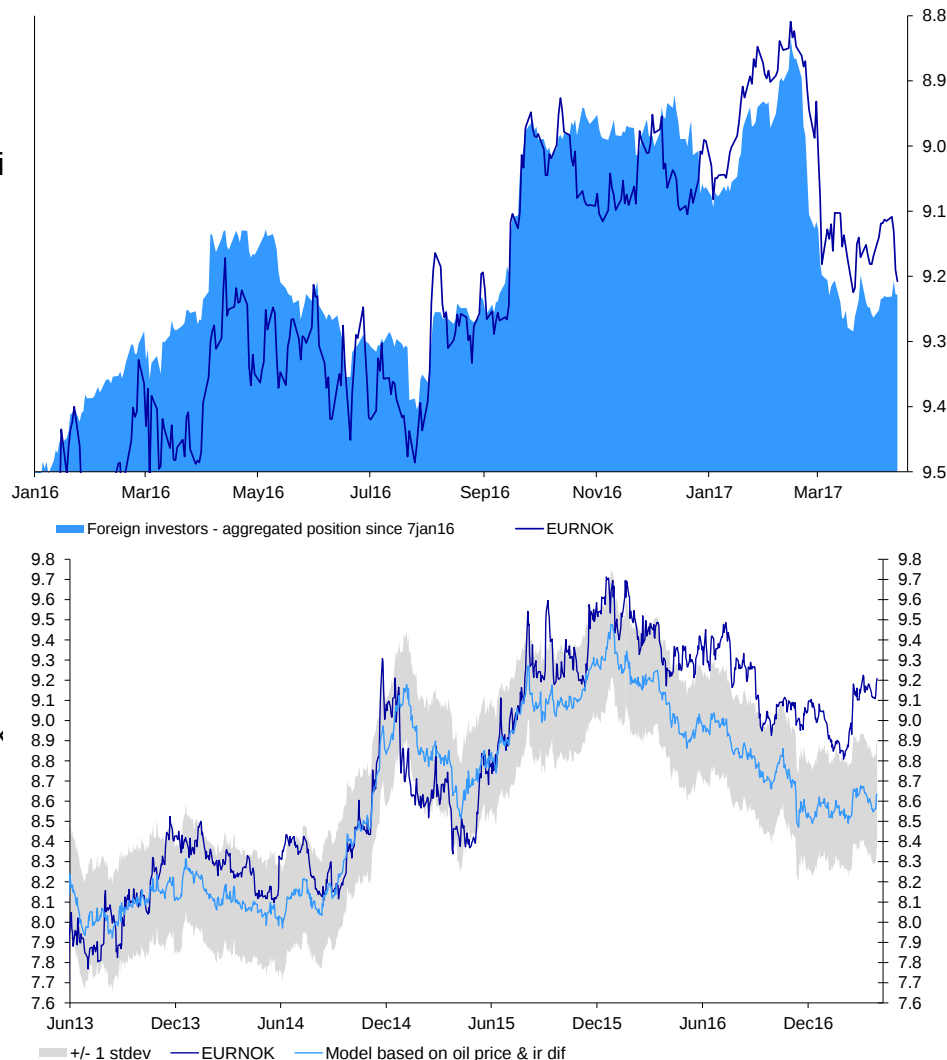
Figur 8: Nivået på lange renter og kurvebratthet er korrelert



Kilde: Nordea Markets og Macrobond

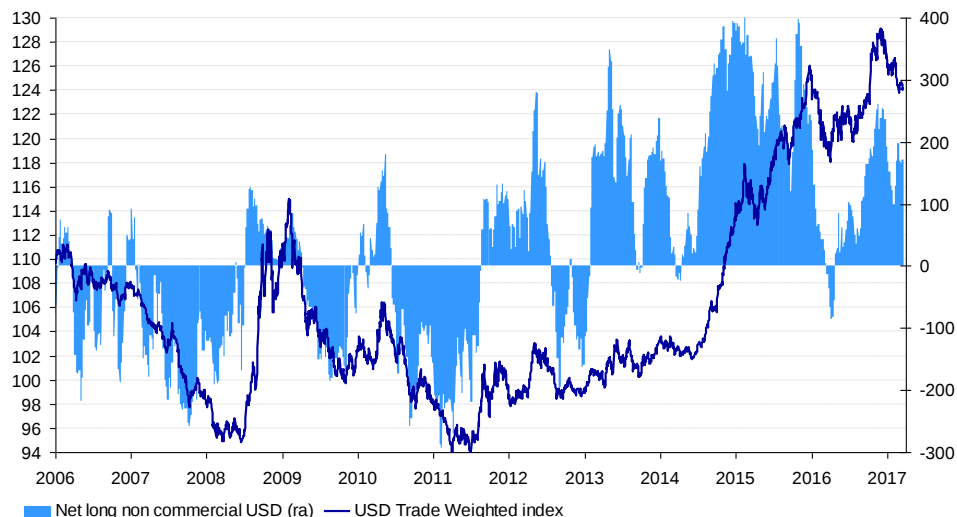
Kroneinteressen forsvant like fort som den kom

- Utenlandske spekulanter tok av 2/3 av de posisjonene de tok på siden januar i fjor i løpet av mars i år
 - Oljeprisen falt etter overraskende lite lagertrekk i USA
 - Med økende geopolitisk uro og større lagertrekk andre steder har imidlertid oljeprisen kommet noe tilbake
 - Norske inflasjonstall var overraskende svake
 - Norges Bank nedjusterte rentebanen
 - Tilfører usikkerhet som ikke forsvinner før vi får nye signaler fra Norges Bank
- En overreaksjon, eller priset for kutt fra Norges Bank
 - Modellen med rentedifferanser og oljepris kan forklare en oppside på om lag 14 øre, mens markedet gikk ca. 40 øre
 - Det kan se ut til at EURNOK har et mer realistisk syn på muligheten for rentekutt enn rentemarkedet
 - Posisjoneringen tilsier at oppsiden selv med et rentekutt burde være forholdsvis liten.
 - Vårt syn på gradvis forbedring i økonomien og noe høyere oljepris tilsier lavere EURNOK

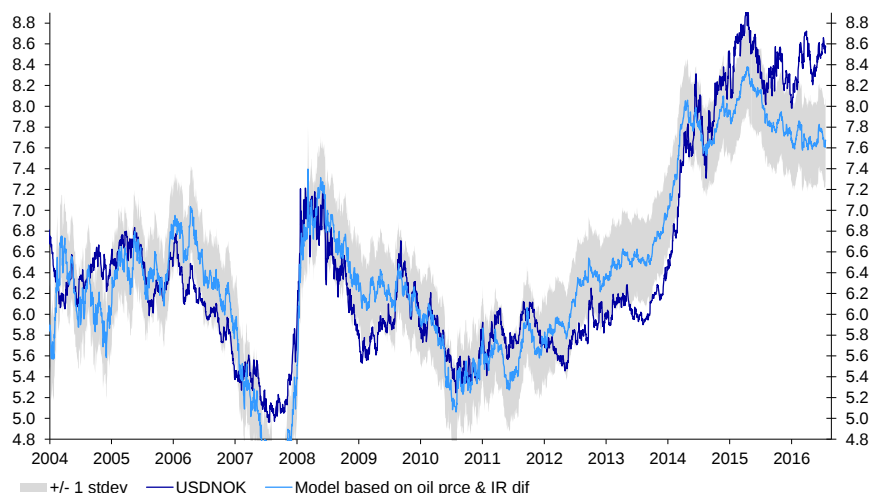


USDNOK – det reises noe mer tvil til Trump

- USD er sterk og markedet er trolig long USD fordi:
 - FED er den eneste sentralbanken som setter opp renten og signaliserer flere økninger
 - Ved sist møte kom det også frem at man vurderer å redusere balansestørrelsen
 - Trump gav markedet økte vekstforventninger med løfte om infrastrukturprosjekter og skatteutt
 - Da helsereformen ble stoppet, ga det rom for tvil til gjennomføringsevnen hans dermed også mer tvil til veksutsiktene og styrken i USD

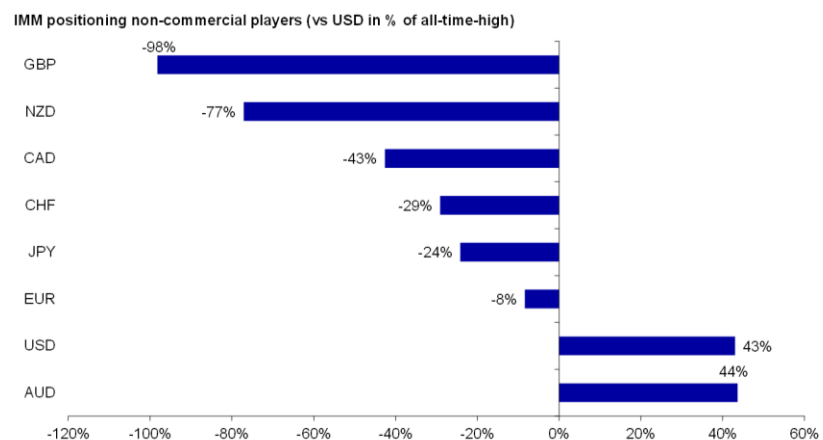
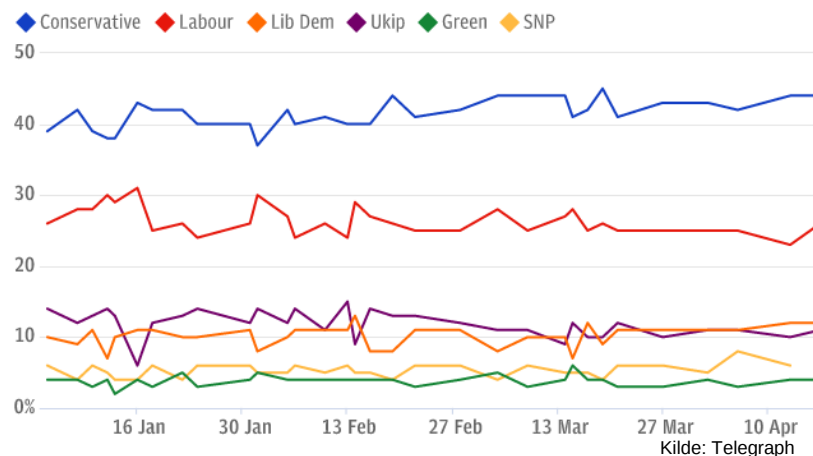


- Risikoen rundt forventningene
 - Per i dag vanskelig å se for seg renteøkninger fra de andre sentralbankene, men om inflasjonspresset globalt skulle tilta kan det fort endre seg
 - Økende geopolitisk usikkerhet kan gi høyere oljepris og lavere risikoappetitt og i tilfelle svakere USD
 - En EU-skeptisk president i Frankrike vil på den annen side gi svakere EUR og sterkere USD. Trolig også høyere USDNOK
- USDNOK for høy sammenliknet med fair-value-estimatet vårt på ca. 7.70



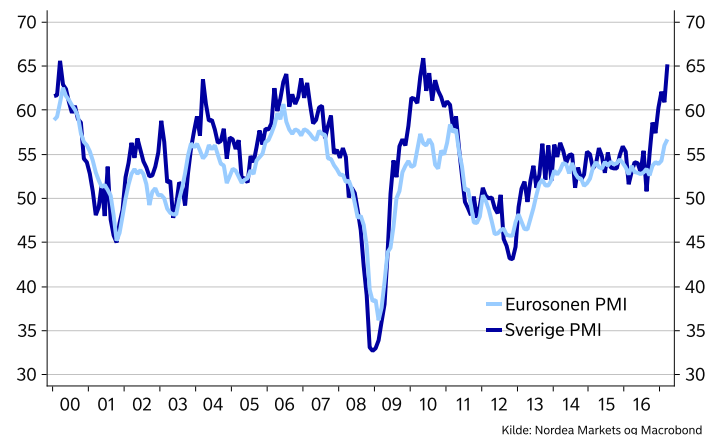
GBPNOK: May utlyser nyvalg

- GBP styrket seg på nyheten om at det blir nyvalg 8. juni. Statsminister May har møtt motstand på hjemmebane under Brexit-forhandlingene og vil gjennom et nyvalg trolig styrke sin forhandlingsmakt gjennom et sterkere mandat.
- Det konservative partiet har gjort det godt på meningsmålinger, og vil trolig øke sitt flertall i Parlamentet ytterligere.
- Skulle valget gå slik det ser ut som nå er det trolig godt nytt for GBP. Det vil gi mer makt til May, som da i større grad kan parkere Brexit-motstandere. Det burde bety mindre usikkerhet.
- Et annet argument som taler for sterkere GBP er posisjoneringsen. Markedet er ekstremt short GBP, sånn at det er vanskelig å bli enda mer short.



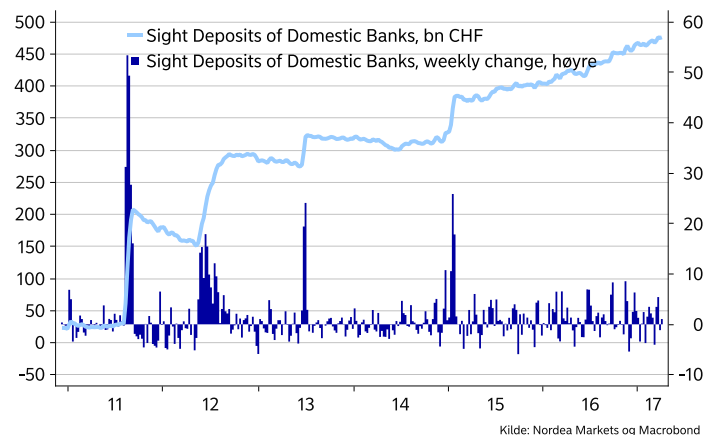
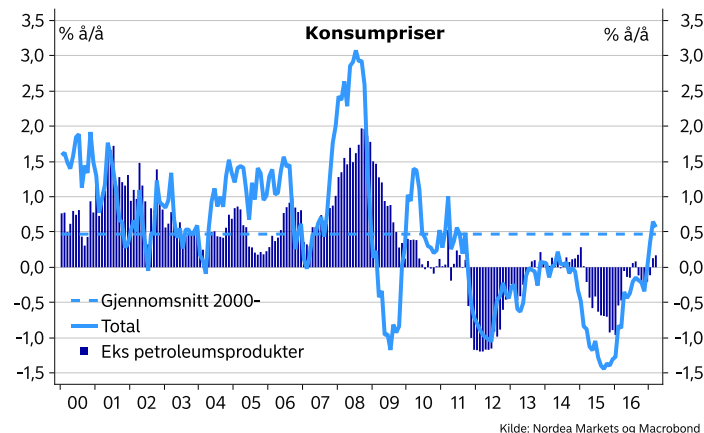
SEKNOK: Lav inflasjon vil forbli et problem

- Høyt inflasjonspress blir neppe årsaken til at Riksbanken strammer til pengepolitikken.
 - De pågående lønnsforhandlingene vil trolig gi et moderat oppgjør, under Riksbankens anslag
 - Inflasjonspresset internasjonalt er lavt..
 - ...og impulsen fra SEK vil i 2018 gi negativ importert prisstigning, gitt at global inflasjon ikke tar seg vesentlig opp eller SEK svekker seg
- Vi ser likevel for oss at markedet vil ta et litt mer hawkish syn på Riksbanken. Det er i tråd med historien
 - Går det bra i eurosonen så går det enda bedre i Sverige
 - Blir ECB litt mer hawkish, så blir Riksbanken enda mer hawkish.
- Ledende indikatorer peker også mot at veksten vil ta seg opp i 2017 og SFSA har bedt Riksbanken ta mer ansvar for oppbyggingen av gjeld blant husholdningene.
- At Riksbanken bare skal legge fra seg ambisjonene om å få inflasjonen opp igjen har vi imidlertid lite tro på. Uten altfor mye entusiasme tror vi derfor det er rom for noe sterkere SEK mot EUR. I SEKNOK har vi størst tro på NOK.



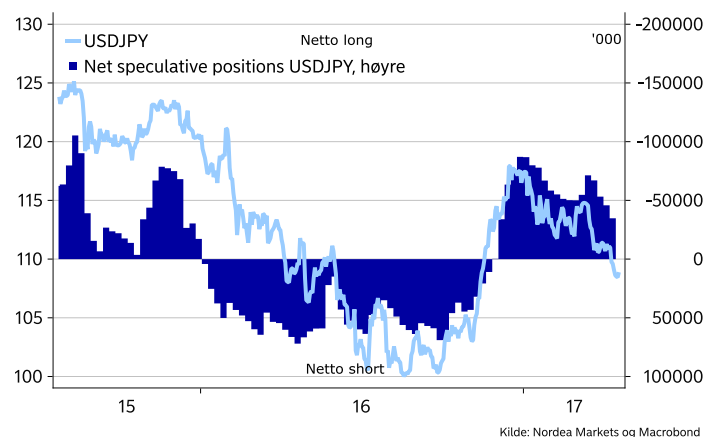
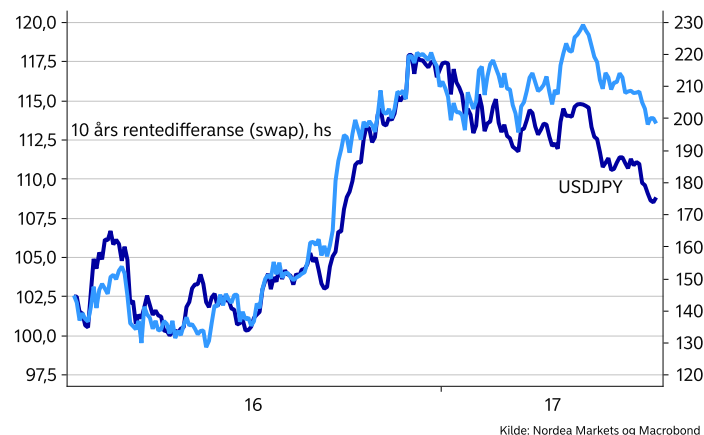
CHF/NOK: NOK-benet må gjøre jobben

- Politisk uro, kanskje spesielt i forbindelse med valget i Frankrike, bidrar til å holde CHF sterk.
- Det viste seg etter at det ble klart at den EU-vennlige Macron gjorde et godt valg og EUR/CHF kom opp til 1,08.
- I Sveits har også inflasjonen kommet noe opp, blant annet som følge av høyere energipriser.
- Headline inflasjon på 0,6% å/å høres kanskje ikke veldig sprekt ut, men snittet siden 2000 er faktisk ikke høyere enn 0,5%. Trolig kan det gi SNB litt pusterom.
- Veien videre for en svakere CHF blir trolig treg så NOK-benet må gjøre jobben for nedsiden i CHF/NOK.



JPYNOK: Lange renter viktig driver for JPY

- Lange renter internasjonalt har kommet ned i etterkant av forrige Navigatør. Spesielt lange amerikanske renter har falt, noe som har bidratt til å svekke USD og gi sterkere JPY
- USDJPY har kommet ned nærmere 5,5% siden den siste toppen i midten av mars og handler nå rundt 109. Sterkere JPY har også bidratt til å sende **JPYNOK opp**.
- Som vi skriver i rentedelen tror vi fallet i lange renter er i ferd med å stoppe opp. Det taler for at JPY-styrkingen også bør avta.
- I tillegg er det utsikter til sterkere NOK. Vi har dermed størst tro på nedsiden i JPYNOK.



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.