

Navigatoren: Markedet tar feil når det tviler på Fed

Kjetil Olsen

Ole Håkon Eek-Nielsen

Gaute Langeland

Joachim Bernhardsen



USA: Markedet tar feil når det tviler på Fed

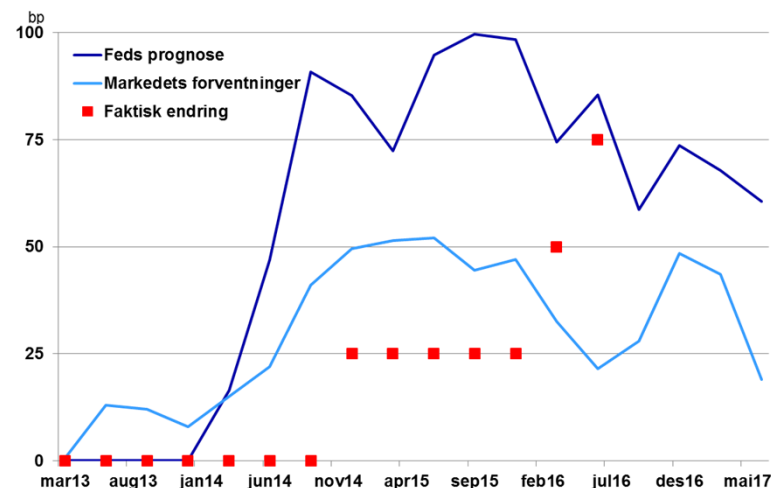
Nylig gjorde den amerikanske sentralbanken det igjen. Den økte renta med 0,25 prosentpoeng for tredje gang på et halvt år og for fjerde gang siden rentene ble satt nær null i etterkant av finanskrisen. Fed har en klar plan. Renta skal normaliseres fordi økonomien er kommet på beina igjen. Derfor sier de at renta skal opp ytterligere en gang i år og tre ganger til både neste år og i 2019. Det vil til slutt gi en mer normal styringsrente på 3,0 % og en kortsiktig markedsrente en kvarting eller så høyere.

Sentralbanken har tydelig kommunisert at rentene skal betydelig opp fra dagens nivå. Men markedet kjøper det ikke. Ikke bare synes de sentralbanken går for fort fram, de tror egentlig ikke renta skal særlig mye opp i det hele tatt. Markedet mener en renteøkning i 2018 og en til i 2019 får holde. Markedet har dermed ingen tillit til at Fed vil gjøre det de har sagt de skal gjøre.

Vi tror Fed kommer til å levere og dermed må markedet justeres opp i takt med at renteøkningene, som markedet tviler på, faktisk vil finne sted. Som vi beskriver senere i Navigatøren vil det etter hvert gi klart høyere langsiktige renter.

Siden 2014 har Fed sagt at normaliseringen av renta er på vei. Markedet har hele tiden tvilt og priset inn færre renteøkninger enn det Fed har lagt opp til. Inntil for et år siden var det en riktig strategi. Frem til da fant Fed stadig en unnskyldning for ikke å sette opp renta. De var veldig datadrevet og følsomme for svake nøkkeltall. For eksempel gjorde ett svakt sysselsettingstall i mai i fjor at Fed ikke leverte en varslet renteøkning.

Figur 1: Endring i styringsrente over neste 12 måneder



I løpet av det siste året har Fed levert de tre renteøkningene som var varslet for ett år siden. Nøkkeltall på den svake siden de siste månedene har ikke vært til hinder for sentralbanken. Fed virker langt mindre datadrevet enn før og bestemt på at renta gradvis skal normaliseres. Markedet holder på sin strategi med å prise inn langt færre renteøkninger enn det Fed planlegger.

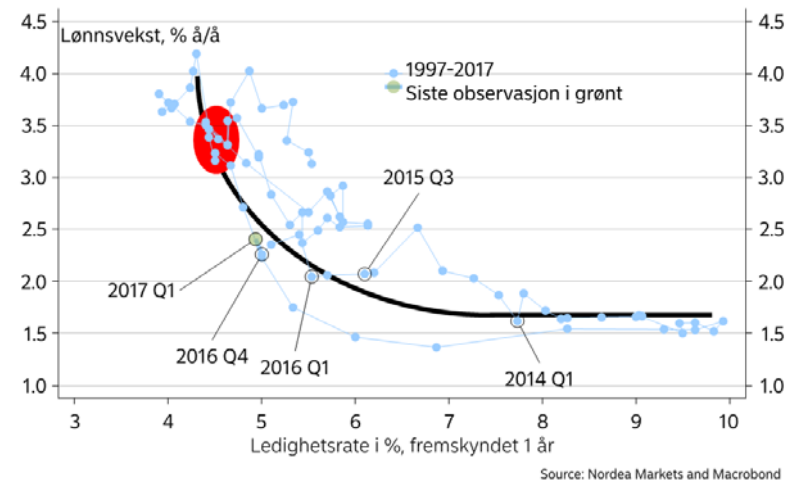
Vi mener at markedet tar feil og at Fed fremover vil levere som varslet. Hva er det så som har endret seg?

Det enkle svaret er at tiden er gått og at arbeidsledigheten nå har falt til et nivå som vil gi høyere lønnsvekst litt fram i tid. Det vil sin tur gi høyere inflasjon og dermed også et grunnlag for høyere renter. For å bruke økonom-språket: Fed tror at Phillips-kurven, den empiriske sammenhengen økonomen A. W. Phillips fant allerede på 1950-tallet, lever i beste velgående. Bare arbeidsledigheten blir lav nok vil lønningene bys opp. Markedet derimot, synes å tro at Phillips-kurven er død. Og kanskje kan de ikke klandres. Arbeidsledigheten har falt fra over 10 % i 2010 til under 4½ % nå. Lønnsveksten har enn så lenge bare vist små tegn til å røre på seg.

Figuren viser sammenhengen mellom arbeidsledighet og lønnsvekst i USA fra 1997. Erfaringsmessig tar det rundt ett år fra stramhet i arbeidsmarkedet viser seg i høyere lønnsvekst. I figuren gjenspeiler derfor dagens lønnsvekst stramheten i arbeidsmarkedet for ett år siden. Det var ingen grunn til å vente høyere lønnsvekst da ledigheten gikk fra 10 til 9 %, eller fra 8 til 7 %. Fortsatt var det mye slakk i økonomien og lett å få tak i arbeidskraft. Historien viser imidlertid at når ledigheten passerer 5 %, da begynner det å skje noe. Og kommer vi ned mot og under en ledighetsrate på 4½ %, tar lønnsveksten seg virkelig opp. Det er denne sammenhengen sentralbanksjef Yellen i USA fester sin lit til. Og hun har egentlig ikke noen grunn til ikke å gjøre det.

Dagens lønnsvekst på rundt 2,5 % er helt konsistent med tilstanden på arbeidsmarkedet for ett år siden, i hvert fall dersom historien brukes som sannhetsvitne. Vi har derfor så langt ingen holdepunkter for at Phillips-kurven er død.

Figur 2: Phillips-kurve for USA



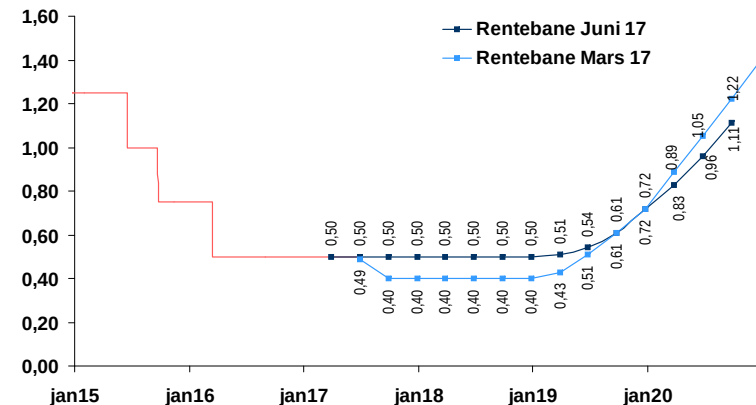
Dagens ledighet på litt under 4½ % vil, dersom vi bruker historiske erfaringer, gi en lønnsvekst på mellom 3-3½ % om ett år. Det er mer enn nok til å gi en prisvekst på 2 %, som er inflasjonsmålet til Fed.

Trolig må markedet se lønnsveksten i hvitøyet før det blir overbevist om at Phillips-kurven fortsatt lever. I mellomtiden vil Fed fortsette å øke renta gradvis. Da vil også markedsrentene stige og trekke langsiktige fastrenter opp. Derfor mener vi også at markedet tar feil når det tviler på Fed.

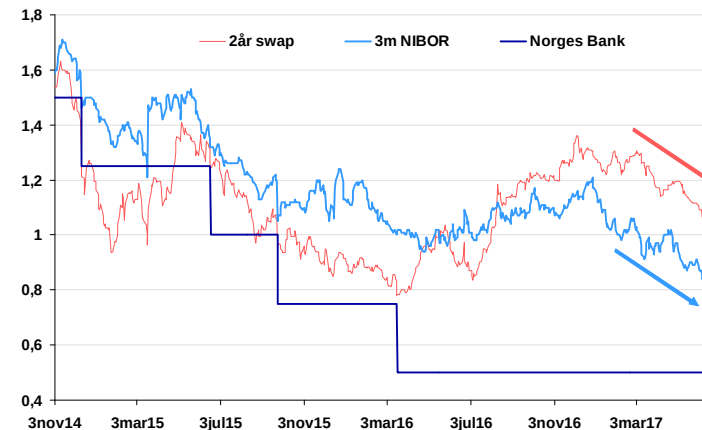
Korte renter: Forankret av Norges Bank på hold

- Norges Bank løftet rentebanen på møtet tidligere i Juni og signaliserer nå at renten vil ligge på dagens nivå til slutten av 2019.
- Oppjusteringen av rentebanen skapte ingen reaksjon i rentemarkedet fordi markedsaktørene ikke har hatt tillit til at sannsynligheten for kutt i den gamle rentebanen var reell.
- 2 års swaprente ligger nå 25bp over NIBOR. Vi mener at dette reflekterer en viss terminpremie og at markedsprisingen er konsistent med Norges Bank på hold.
- Til tross for en uendret styringsrente har NIBOR kommet ned fra rundt 1,20% til 0,85% i år. Som figur 2 nede til høyre viser, har dette også smittet over til 2 års swaprente. I en situasjon der markedet ikke venter noen renteendringer fra Norges Bank vil korte swapper fortsette å følge utviklingen i NIBOR.
- Vi forventer at NIBOR kan komme ytterligere ned gjennom sommeren og ser for oss fiksinger ned mot 0,75%. Fallet i påslaget skyldes at pengemarkedet har lagt bak seg turbulensen den amerikanske pengemarkedsreformen skapte. Fremover vil bedre likviditet i det norske banksystemet sannsynligvis dra NIBOR enda litt lavere.
- I sum: den korte delen av swapkurven er forankret av en styringsrente som vil bli liggende uendret i lang tid fremover. Bevegelser i påslaget og internasjonale renter vil skape bevegelser, men vi venter ikke store endringer.

Figur 1: Norges Bank signaliserer uendrede renter lenge



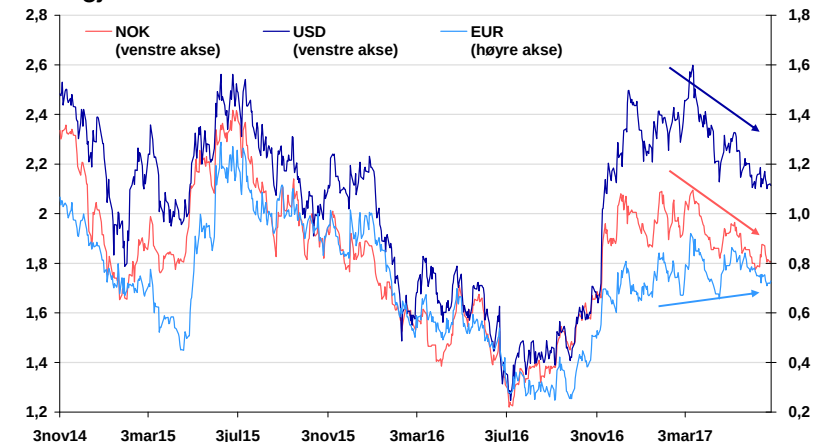
Figur 2: Tross stabil styringsrente har korte swapper kommet ned sammen med lavere fiksing



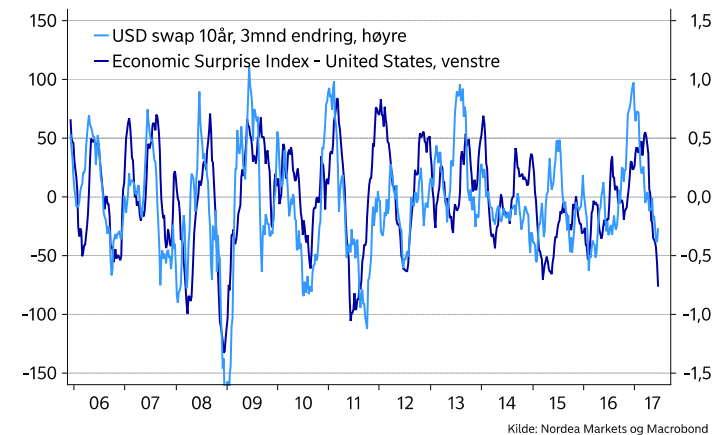
Lange renter: Skuffende nøkkeltall i USA gir lavere renter i norge

- Norske lange renter har kommet litt ned gjennom våren. Som figur 3 viser har denne bevegelsen vært drevet av en tilsvarende bevegelse i USA. I Europa har lange renter steget noe.
- Norske renter fulgte amerikanske renter høyere i oppgangen etter det amerikanske presidentvalget og det er derfor rimelig at vi også har fulgt med ned igjen når amerikanske renter har korrigert ned.
- Vi mener det i hovedsak er skuffende amerikanske nøkkeltall som ligger bak fallet. Figur 4 viser endringen i amerikanske renter og en økonomisk overraskelsesindeks for USA. Denne indeksen måler hvordan nøkkeltallene i en rullerende tremånedersperiode har kommet inn relativt til forventningene. Sammenhengen i grafen viser at skuffende nøkkeltall i USA har vært drivende for rentefallet.
- Det er paradoksalt at lange renter reagerer så mye på løpende nøkkeltall, spesielt når det ser ut som at Fed er mindre fokusert på utviklingen på kort sikt.
- Som diskutert tidligere i denne utgaven av Navigatøren mener vi at markedet nå har falt så mye at det priser for få rentehevinger fra Fed fremover.

Figur 3: 10år swaprenter: Norske renter har fulgt amerikanske ned igjen



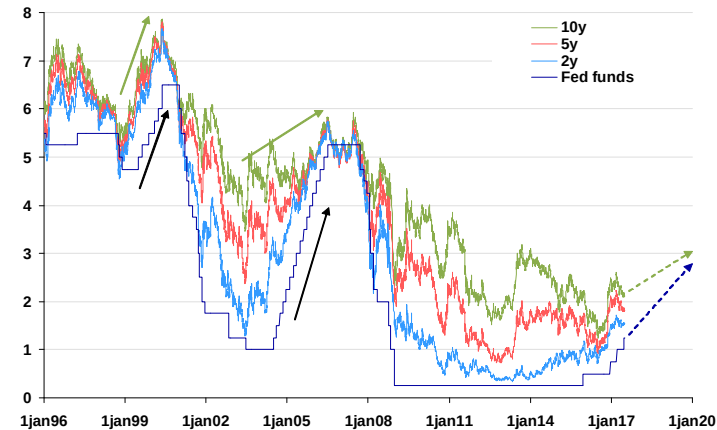
Figur 4: Amerikansk overraskelsesindeks og endring i 10 års swaprente



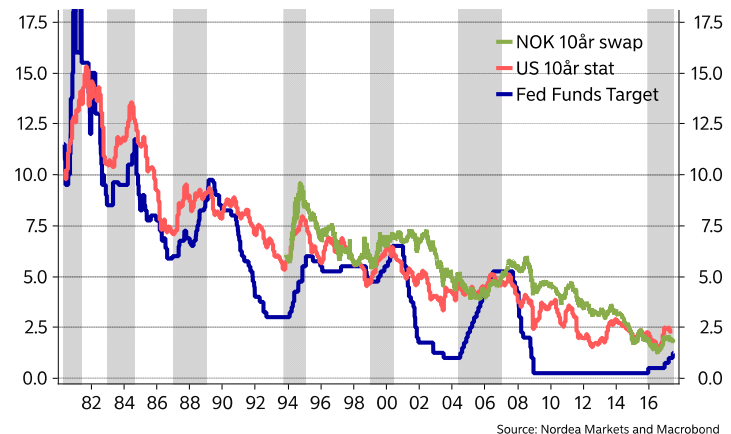
Lange renter: vil oppgang i USA gi høyere renter i Norge?

- USA er inne i en fase der Fed hever renta. Som figur 5 viser, gir dette typisk en stigende trend også i lange renter.
- Mekanikken er intuitiv: I en periode med rentehevinger flyttes startpunktet for rentekurven høyere over tid. Hvis dette ikke slår gjennom til lange renter vil vi etter hvert få en invertert rentekurve. Dette er usannsynlig da det ville betydd at markedet priset rentekutt i en fase da renten er på vei opp. Derfor skaper en periode med rentehevinger også en trend opp i lange renter.
- Samtidig viser også figurene at trenden opp i lange renter er uregelmessig. Selv om vi er inne i en fase med stigende renter er det ikke uvanlig at vi opplever en korreksjon ned over noen kvartaler, slik vi har sett hittil i år.
- I figur 6 viser vi hvordan disse oppgangene også har smittet over til norske renter.
- Slik vi vurderer situasjonen vil Fed fortsette å heve renten. Dette betyr at vi mest sannsynlig er inne i en situasjon der lange renter vil svinge rundt en oppadgående trend.

Figur 5: Amerikanske renter har typisk hatt en trend opp i perioder med oppgang i styringsrenten



Figur 6: Når Fed har hevet renten har vi fått høyere lange renter i USA. Typisk har dette bidratt til høyere norske renter

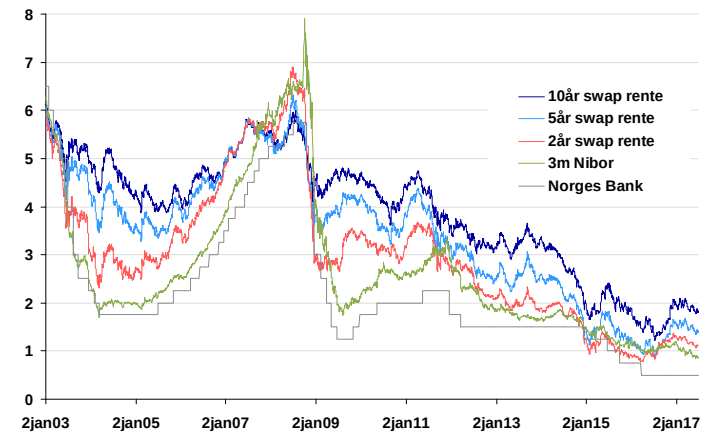


Source: Nordea Markets and Macrobond

Oppsummering rentemarkedet

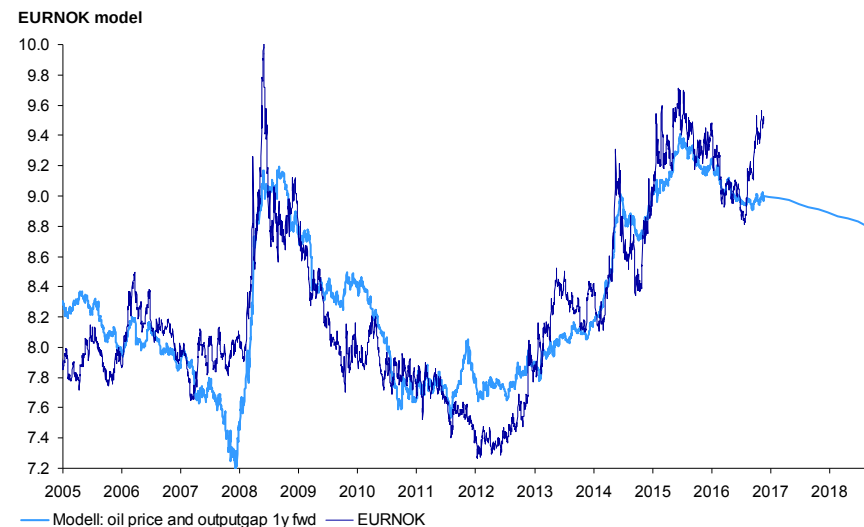
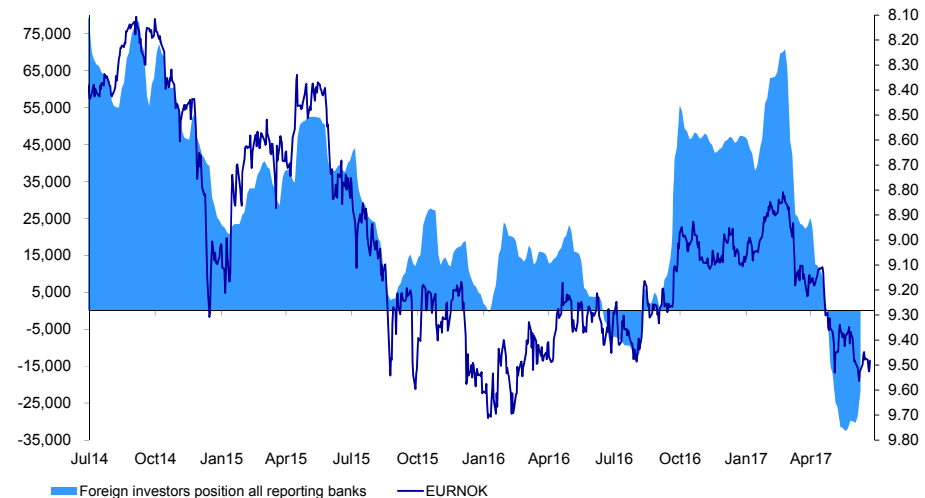
- Markedssyn:
 - Norges Bank vil sannsynligvis ligge på hold lenge. Dette tilsier at flytende rente vil forbli lav og at korte swaprenter er forankret rundt dagens nivå i tiden fremover.
 - Lange renter er svært lave og det er usikkert hvor lenge de vil forbli på dagens nivå. Vi mener at Fed vil fortsette å heve sin styringsrente og at dette vil gi oppgang i lange amerikanske renter. Dette vil igjen bidra til å løfte lange renter i Norge.
- Strategisk vurdering
 - Låntagere bør ha en høy andel flytende rente / lav sikringsgrad for å dra nytte av at flytende rente er og vil forbli lav en god stund til.
 - Låntagere bør konsentrere sikringene i den lange delen av kurven fordi en renteoppgang etter alt å dømme vil være drevet av internasjonale forhold og være størst i den lange delen av kurven.

Figur 7: Norske renteswapper



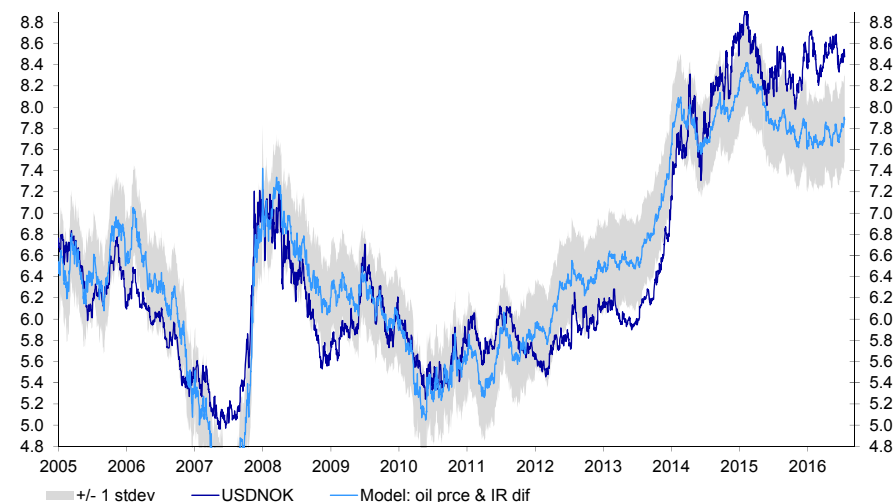
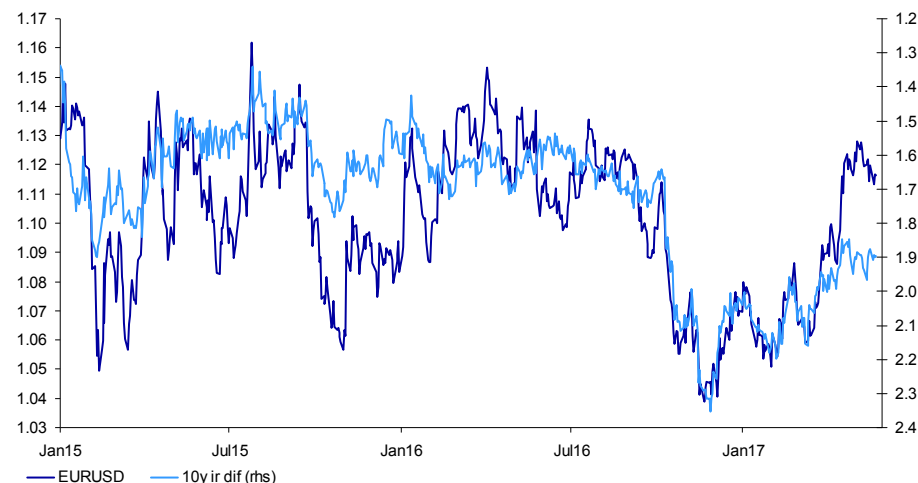
Overdreven kronepessimisme

- Utenlandske spekulanter har nå solgt mer NOK enn de kjøpte i fjor, trolig som følge av:
 - Oljeprisen har falt mye i lys av et sterkt oppsving i amerikansk libysk og nigeriansk produksjon.
 - Vi venter fallende lagre i Q3 etter hvert som etterspørselen sesongmessig tar seg opp igjen.
 - Norske renter, i sær lange, har falt relativt til europeiske
 - Dette er trolig en konsekvens av fallende amerikanske lange renter, men den trenden går trolig mot slutten (se top-story)
 - Oppgangen i EURNOK er trolig også drevet av sterkere EUR generelt. Dette bør også sees i sammenheng med mindre fall i europeiske renter enn andre.
- NOK er fundamentalt undervurdert
 - Nedturen i Norge er bak oss, gjeninnhentingene går raskere enn ventet.
 - Fallende arbeidsledighet og bedre vekst fikk Norges Bank til å opprevidere synet på norsk økonomi og for første gang på lenge ser de ikke for seg rentekutt.
 - EURNOK burde handle rundt 9.00 med dagens situasjon, 8.50 på lenger sikt.



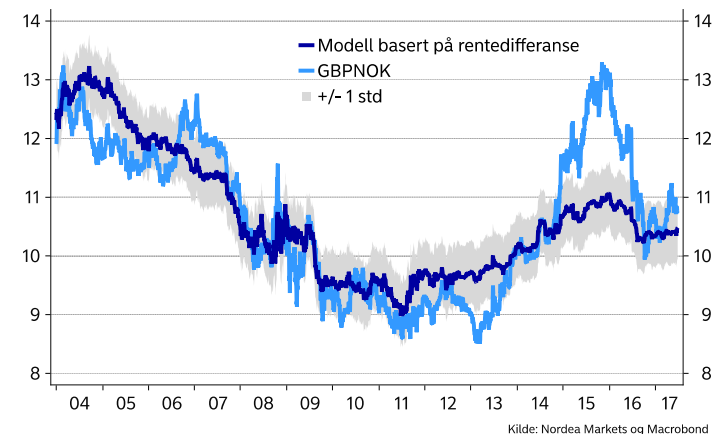
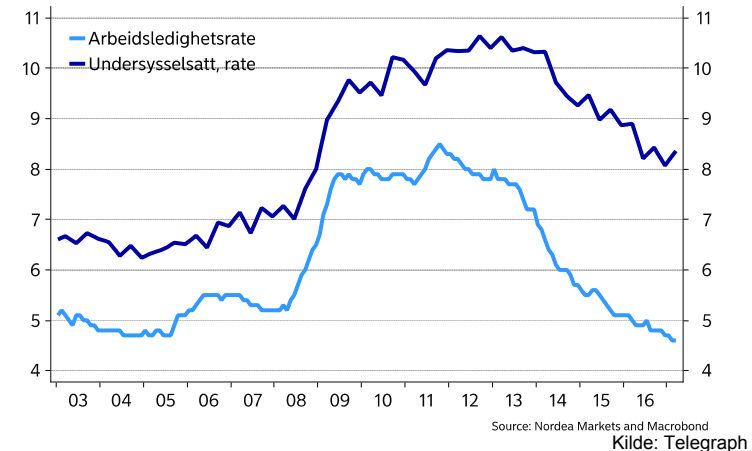
USDNOK – sideveis på kort sikt – ned på lang sikt

- Sterke signaler fra den amerikanske sentralbanken kan gi sterkere USD
 - Satte opp renten og signaliserer like mange renteøkninger som før til tross for svake nøkkeltall
 - Presenterte en plan for nedtrapping av balansen og virker bestemt på å følge den
 - Amerikanske renter har falt og USD har svekket seg mot mange valutaer den siste tiden, den trenden er trolig i ferd med å snu
 - Rentemarkedet vil trolig prise inn flere økninger fra FED enn det gjør nå og USD kan styrke seg den nærmeste tiden, men trolig ikke så mye mot NOK som andre valutaer.
- På lenger sikt vil trolig USDNOK falle
 - Sammenliknet med vår fair-value modell er den for høy
 - NOK kan styrke seg betydelig etter hvert som fokuset på norsk økonomi øker og oljeprisen stiger litt
 - Ytterligere NOK-styrke når Norges Bank også setter opp renten
 - USD vil svekkes når andre sentralbanker begynner å normalisere sin pengepolitikk



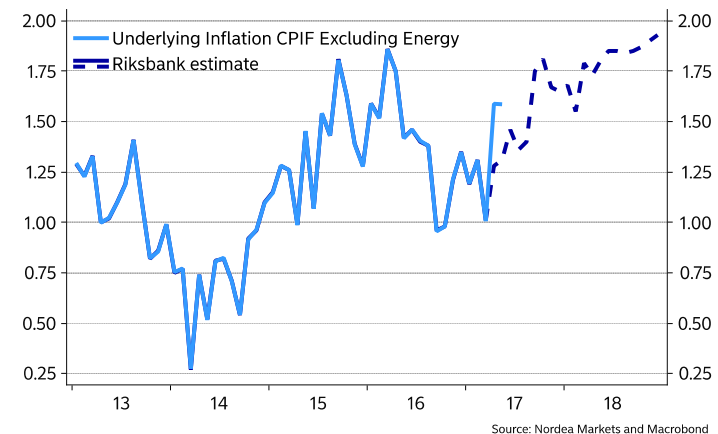
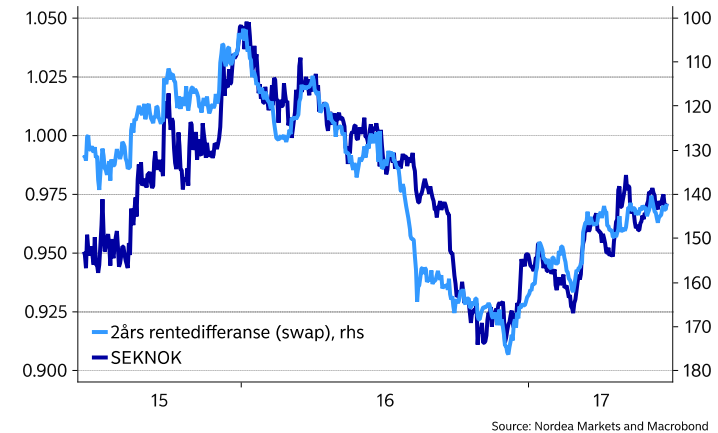
GBPNOK: Mer hawkish Bank of England

- Ved siste rentemøte stemte hele 3 av 8 medlemmer for å øke renten. Kapasitetsutnyttningen synes å tilta samtidig som inflasjonen overskyter målet på 2%.
- GBP styrket seg noe, men bevegelsen var beskjeden. For den pengepolitiske komiteen blir toleransen for inflasjon over målet mindre i takt med at kapasitetsutnyttningen øker. Og her er det sprikende signaler
 - Veksten i husholdningenes konsum, og BNP for øvrig, har begynt å avta selv om det fortsatt er for tidlig å konkludere hvor mye av dette er varig.
 - Boligmarkedet ser ut til å kjøles ned
 - Lønnsveksten lar vente på seg og enkelte indikatorer peker mot at det er mer slakk i økonomien.
 - På den andre siden er arbeidsledigheten på det laveste nivået på 40 år, og sysselsettingsandelen har steget relativt mye.
- Vi tror fortsatt en renteøkning ligger et stykke fram i tid. Brexit ser ut til å bli av den harde sorten, som potensielt kan svekke vekst- og inflasjonsutsiktene.
- Samtidig er Brexit i stor grad tatt ut i GBP. Det taler for sterkere GBP. Kronebenet vil imidlertid veie tyngst og vi tror på en moderat nedside i GBPNOK.



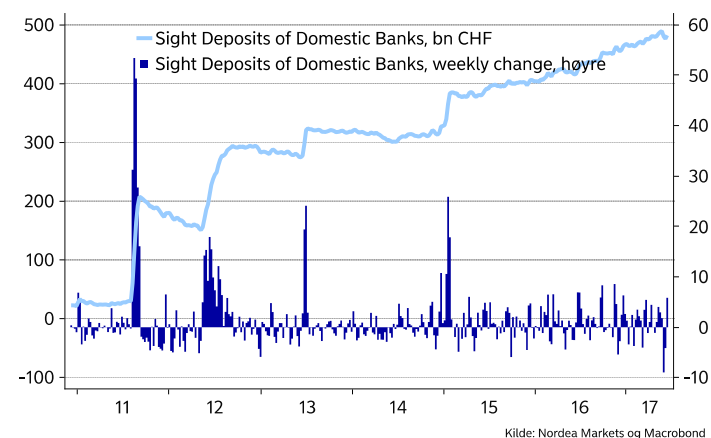
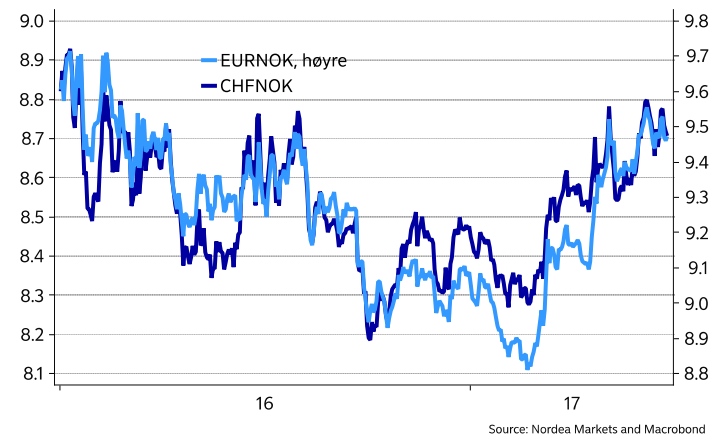
SEKNOK: NOK er mest undervurdert

- SEKNOK har trendet jevnt oppover gjennom høsten. Både SEK og NOK har svekket seg mot euro, men NOK har følgelig svekket seg mest.
- I SEKNOK har rentedifferansen vært en viktig driver, og den har gått i favør av sterkere SEK. Både i Norge og Sverige slår fallet i lange renter inn på korte renter, men fallet i kortenden har vært større i Norge som følge av et større fall i korte pengemarkedsrenter i tillegg.
- Riksbanken fortsetter å kjempe for en svak SEK, og kan vel sies å ha lykket. De har i alle fall unngått en betydelig appresiering i en økonomi som går på høygir. Kanskje har markedet gitt opp å kjempe mot Riksbanken.
- Inflasjonen har kommet noe opp i det siste og gir Riksbanken en pustepause. Oppgangen er midlertidig tror vi, og så lenge inflasjonen er lav i eurosonen vil den være det i Sverige. Det samme gjelder for så vidt i Norge.
- Her vi står i dag mener vi imidlertid NOK er betydelig undervurdert. Prisingen mer i tråd med fundamentale forhold vil bidra til en moderat NOK-styrking mot SEK.



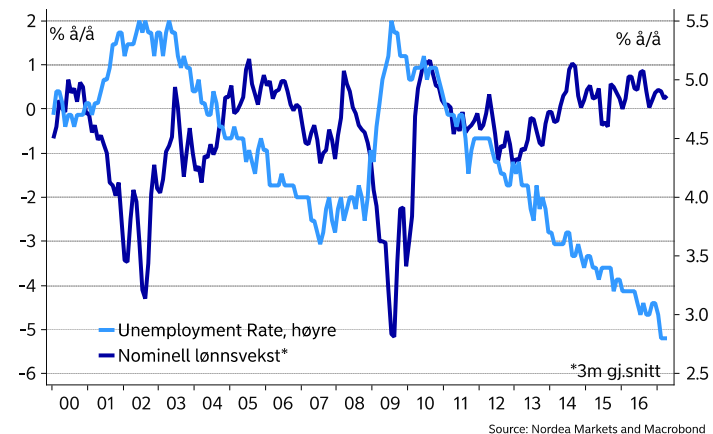
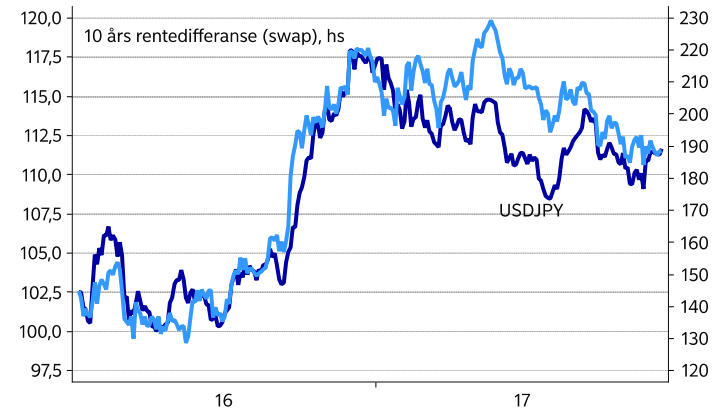
CHFNOK: Nedsiden lar vente på seg

- Det franske valget ga svakere CHF, men det er fortsatt lenge til vi kan snakke om svak CHF. Det ble understreket av sentralbanksjef Jordan som gjentok at CHF er sterkt overvurdert på siste rentemøte.
- CHF er imidlertid ikke så sterk at det gir tilstrekkelig stor hodepine for SNB til å intervenere i markedet. Som grafen nede til høyre viser er det ikke noe ensidig mønster med høyere innskudd i sentralbanken slik vi har sett i tidligere perioder med intervensjon.
- EURCHF ligger rundt 1,0880, og trolig må vi se nivåer nærmere 1,06 før det vil bli aktuelt å intervenere for SNB.
- For SNB er det trolig beroligende at inflasjonen, også korrigert for energipriser, holder seg på plussiden. Headline inflasjon ligger på 0,5%.
- Valutaintervensjoner vil fortsatt være det foretrukne virkemiddelet hvis valutaen skulle styrke seg igjen. Rentevåpenet virker å være parkert.
- I takt med lavere EURNOK venter vi også at CHFNOK kommer ned.



JPYNOK: Lange renter vil trekke mot svakere JPY

- USDJPY har funnet tilbake til sammenhengen med lange renter. I takt med svake nøkkeltall fra USA har markedet tatt ned lange renter i USA, og USDJPY har falt.
- Som vi argumenterer for i Top storyen i denne Navigatøren tror vi lange amerikanske renter skal opp fremover. Det argumenter for sterkere USD og at investorer vil selge seg ut av JPY. Det kan åpne for nedsiden i JPYNOK også.
- Samtidig er det ikke noe som tyder på at BoJ skal snu i pengepolitikken snart. Ledigheten har falt til under 3% og er på det laveste nivået siden 1994. Foreløpig har ikke det resultert i tilstrekkelig press i arbeidsmarkedet til å dytte lønnsveksten oppover, selv om denne tilpasningen skjer med et lag.
- Fed er i gang med en normalisering av renten og ECB vil trolig begynne tapering om et halvår. BoJ kan da bli alene om de ekstreme tiltakene i pengepolitikken.



Prognoser

Prognoser							
Valuta	spot	1W chg	2Y avg	3M	6M	1Y	2Y
USDNOK	8,42	-1,40 %	7,22	8,18	7,86	7,39	7,39
EURNOK	9,58	0,67 %	8,64	9,00	8,80	8,50	8,50
JPYNOK	0,075	-1,64 %	0,066	0,072	0,068	0,064	0,063
SEKNOK	0,98	0,60 %	0,94	0,95	0,95	0,93	0,94
DKKNOK	1,29	0,70 %	1,16	1,21	1,18	1,14	1,14
CHFNOK	8,77	0,17 %	7,58	8,33	8,00	7,73	7,59
GBPNOK	10,79	-0,30 %	10,80	10,34	10,35	10,12	10,49
EURUSD	1,14	2,10 %	1,21	1,10	1,12	1,15	1,15
USDJPY	111,89	0,24 %	108,64	113,00	115,00	115,00	118,00
EURSEK	9,78	0,06 %	9,17	9,50	9,30	9,10	9,00

Prognoser							
Renter	spot	1W chg	2Y avg	3M	6M	1Y	2Y
NOK Leading rate*	0,50	0,0 bp	1,17	0,50	0,50	0,50	0,50
NOK 3M Nibor	0,86	-2,0 bp	1,42	0,80	0,80	0,80	0,80
NOK 2Y Sw ap	1,12	1,6 bp	1,47	1,05	1,15	1,25	1,40
NOK 10Y Sw ap	1,85	1,2 bp	2,38	1,85	2,15	2,30	2,45
EUR Leading rate*	-0,40	0,0 bp	0,21	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
EUR 3M Euribor	-0,33	-0,2 bp	0,02	-0,35	-0,35	-0,35	-0,30
EUR 2Y Sw ap	-0,15	4,1 bp	0,20	-0,05	-0,10	-0,05	0,15
EUR 10Y Sw ap	0,78	-1,0 bp	1,18	0,85	1,10	1,20	1,30
USD Leading rate*	0,50	0,0 bp	0,35	1,25	1,50	1,75	2,25
USD 3M Libor	1,30	0,8 bp	0,44	1,40	1,60	1,85	2,35
USD 2Y Sw ap	1,56	2,8 bp	0,78	1,70	2,05	2,30	2,80
USD 10Y Sw ap	2,15	1,7 bp	2,26	2,45	2,90	3,10	3,55
SEK Leading rate*	-0,50	10,0 bp	0,24	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25
SEK 3M Stibor	-0,51	0,3 bp	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25
SEK 2Y Sw ap	-0,29	3,9 bp	0,40	-0,32	-0,12	-	0,55
SEK10Y Sw ap	1,11	8,0 bp	1,68	1,30	1,60	1,80	1,95

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 forhåndsgodkjennelse av Nordea Markets.