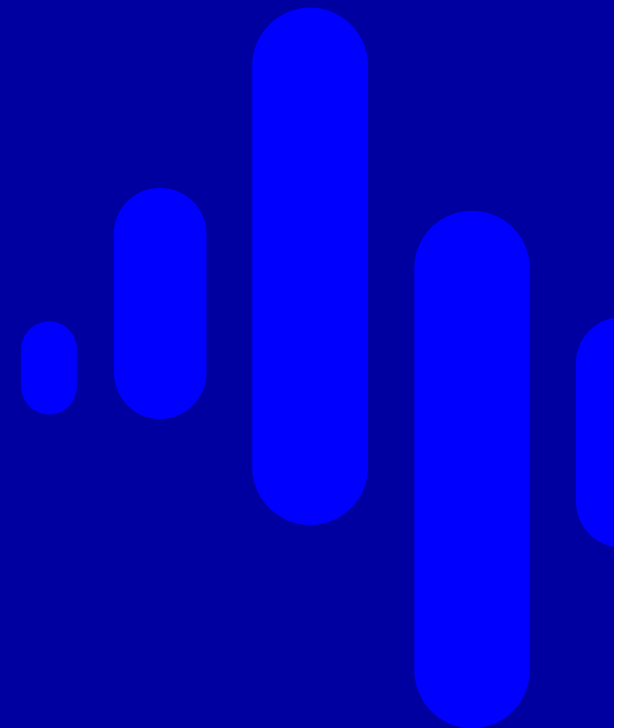


Navigatoren: Pengetrykking i revers

Ole Håkon Eek-Nielsen

Gaute Langeland

Joachim Bernhardsen



Pengetrykking i revers

I kjølvannet av finanskrisen har Federal Reserve i tre omganger økt pengemengden for å kjøpe verdipapirer for mer enn 4000 mrd dollar. Etter alt å dømme vil Fed annonsere starten på en reversering på rentemøtet i september. For første gang skal en sentralbank redusere sin verdipapirbeholdning i stor skala.

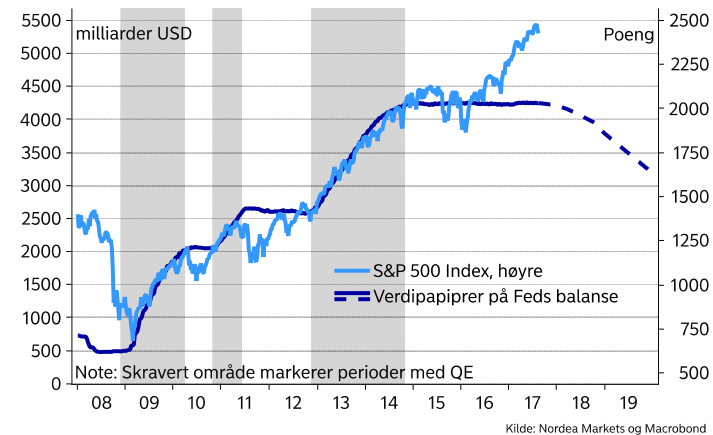
Kjøpene hadde stor effekt på makedene og det er betimelig å spørre om hva en reversering vil bety? Det er nærliggende å tenke at det kan være det motsatte av obligasjonskjøpene.

Reverseringen vil starte gradvis: Fed har kommunisert at obligasjonsbeholdningen skal reduseres med 10 mrd/måned i starten. Dette skal så akselereres hver tredje måned til den har en takt på 50 mrd/måned. Figur 1 viser at hastigheten etter hvert blir betydelig. Helt konkret skjer reduksjonen ved at noen av verdipapirene som forfaller ikke reinvesteres.

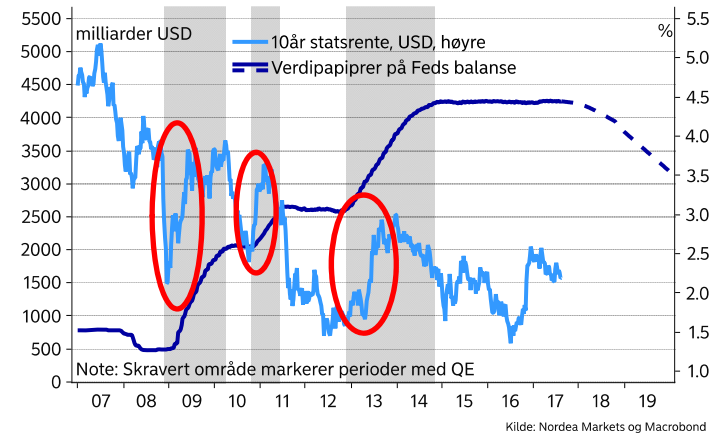
Alle periodene med obligasjonskjøp (QE) ga svært godt risikosentiment med oppgang på børsene (figur 1). Til tross for at Feds obligasjonskjøp burde trukket ned lange renter steg de innledningsvis (figur 2). Vi tror det skyldes at positivt risikosentiment gjorde at investorer reallokerte fra sikre obligasjoner til risikable aktiva som aksjer og at denne effekten var større enn Feds obligasjonskjøp. Over tid har imidlertid rentene falt.

Lærdommen er dermed at obligasjonskjøpene hevet aksjemarkedet og senket lange renter, men at den innledningsvise effekten på lange renter var motsatt, på grunn av utviklingen i risikosentimentet.

Figur 1: Feds QE har gitt godt risikosentiment



Figur 2: Lange renter har falt gjennom perioden med obligasjonskjøp, men den innledende effekten var motsatt



Erfaringen fra tidligere er imidlertid at effekten gjennom risikosentimentet er forbigående. På samme måte som at obligasjonskjøpene til slutt ga lavere renter, bør effekten denne gang være høyere lange renter. Siden nedtrappingen av porteføljen vil være beskjeden i starten må vi trolig inn i neste år før vi ser en betydelig effekt.

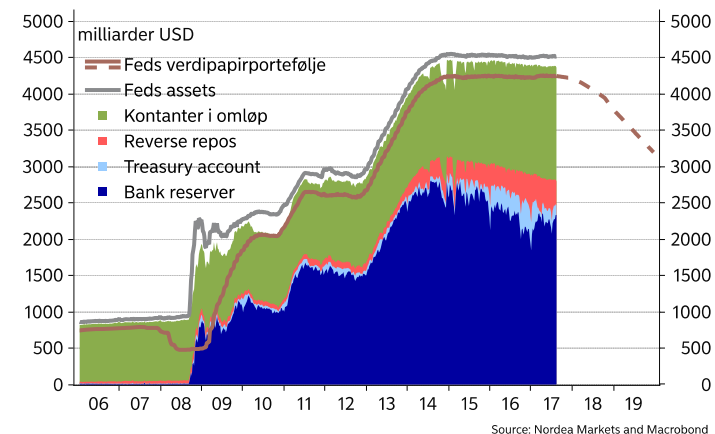
Figur 3 viser sammensetningen av Feds passivaside. En av motpostene til Feds verdipapirportefølje er bankens innskudd i sentralbanken, representert ved det mørkeblå feltet. Vi ser at QE har gitt mye likviditet i det amerikanske banksystemet.

På tross av at Feds balanse har vært konstant siden QE ble avsluttet, har endringer i sammensetningen på passivasiden til Fed gjort at bankenes reserver i sentralbanken i perioder har falt. Dette kan fortelle oss mer om effekten av reduksjonen i reserver.

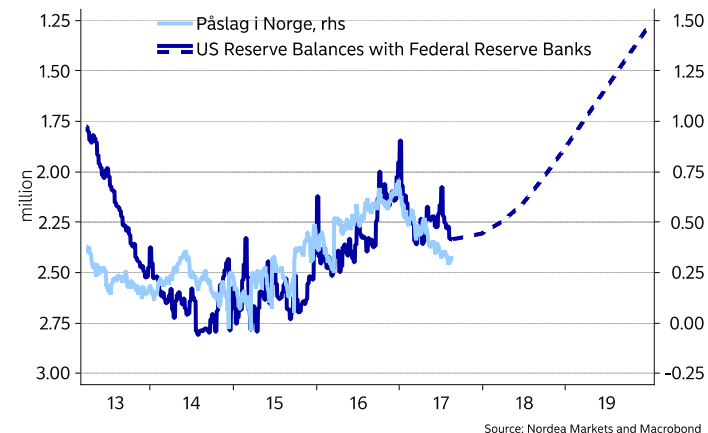
I perioder hvor det har blitt mindre likviditet i banksystemet (lavere reserver), ser vi betydelige utslag i det amerikanske pengemarkedet. Prisen på dollarfinansiering, spesielt for utenlandske banker, har steget. Effekten er så stor at det til og med har slått over i høyere påslag i det norske pengemarkedet, slik figur 4 viser. Vi tar dette som er klart tegn på at markedet vil reagere på den forestående reduksjonen i Feds portefølje.

I sum: Vi venter at når reduksjonen kommer godt i gang så vil den bidra til å svekke risikosentimentet. Dette kan gi et midlertid fall i lange renter, men over tid er dette noe som sannsynligvis hever nivået på lange renter.

Figur 3: Endringer på passivasiden har gitt lavere reserver



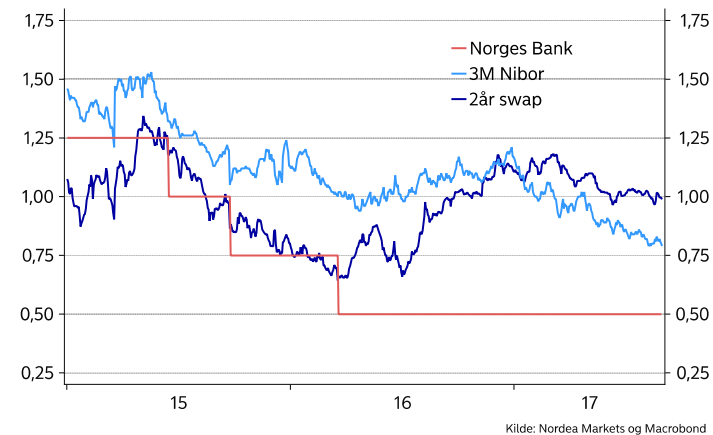
Figur 4: Dårligere USD-likviditet gir høyere Nibor-påslag



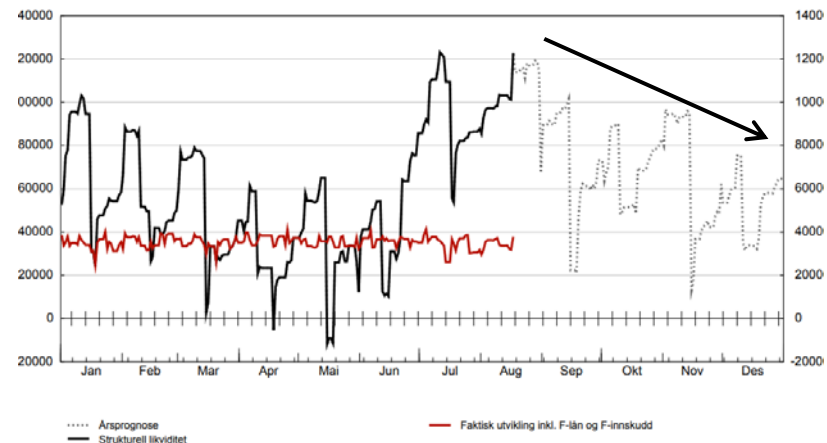
Korte renter: Korte swapper drevet av Nibor

- Korte renter falt frem mot sommeren, uten endringer i markedets vurdering av Norges Bank. Fallet skyldtes lavere pengemarkedsrenter som følge av lavere påslag. I en situasjon der markedet ikke venter noen renteendringer fra Norges Bank vil korte swapper i stor grad følge utviklingen i NIBOR.
- 2 års swaprente ligger nå 28bp over NIBOR. Vi mener dette reflekterer en viss terminpremie og at markedsprisingen er konsistent med Norges Bank på hold.
- Vi har over en periode argumentert for lavere Nibor, som følge av høy likviditet i dollar og i det norsk pengemarkedet. Dette vil snu fremover og vi tror Nibor-påslaget vil stige.
- Effekten vil imidlertid være beskjeden på kort sikt. Likviditeten i det norsk pengemarkedet har vært unormalt høy gjennom sommeren. En tilstrømming i likviditeten utover høsten må derfor ses på som en tilbakevending mot mer normale nivåer.
- Svakere dollarlikviditet er hovedsakelig knyttet til Feds reversering av QE, som diskuteres i Top-storyen. Reverseringen er gradvis så den store effekten på Nibor kommer trolig først til neste år.
- I sum: den korte delen av swapkurven er forankret av en styringsrente som vil bli liggende uendret i lang tid fremover. Endringer i påslaget og internasjonale renter vil stå for bevegelsene, men vi venter ikke store endringer.

Figur 1: Korte swapper har falt tross stabil styringsrente



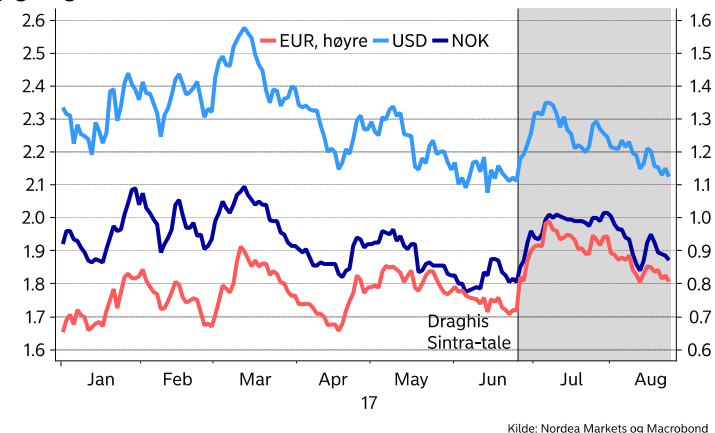
Figur 2: Lavere, men fortsatt god likviditet. Bankenes likviditet i 2017, Millioner kroner.



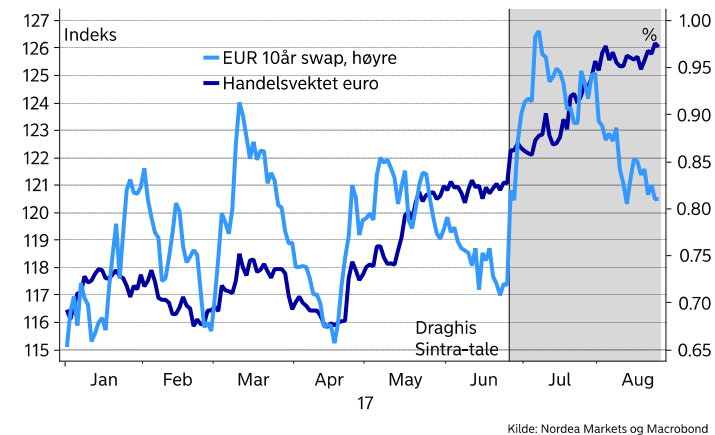
Lange renter: Mer tvil om ECB vil trappe ned obligasjonskjøpene

- Lange renter, både i Norge og internasjonalt kom noe opp i slutten av juni. Årsaken var hovedsakelig kommentarer fra Draghi under en tale i Sintra som fikk markedet til å se for seg en nedtrapping av ECBs QE-program.
- Dette bidro også til å styrke euroen. Mens rentemarkedet har falt tilbake har euroen forblitt sterk.
- Vi tror årsaken til at rentene har falt tilbake i stor grad skyldes den sterke euroen. En avgjørelse om nedtrapping av ECBs QE til høsten virket lenge som svært sannsynlig og Draghis kommentarer forsterket dette. Nå er imidlertid euroen såpass sterk at den vil være en betydelig deflatorisk impuls. Det er et problem for en sentralbank som lenge har slitt med å få opp inflasjonen.
- Vårt «base case» er fortsatt at ECB til høsten vil annonsere at QE skal trappes ned fra nyttår. Om euroen forblir på dagens nivåer er midlertid en utsettelse av en tapering-avgjørelse ikke usannsynlig. I så tilfelle kan dette bidra til en dip i lange renter.

Figur 3: 10år swaprenter: Rentemarkedet har tatt ut mye av oppgangen etter Sintra-talen



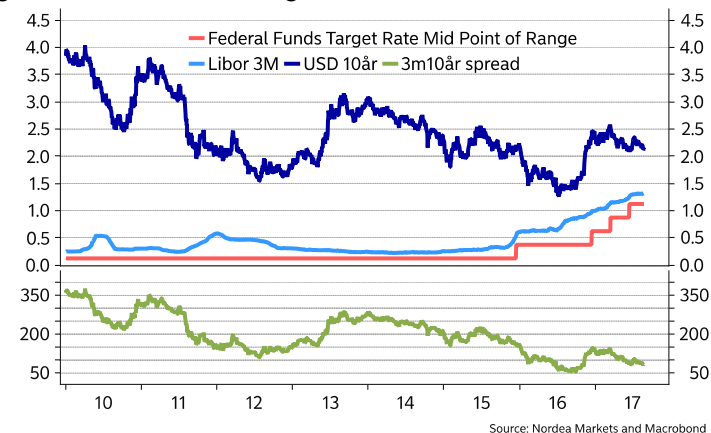
Figur 4: Sterk euro har fått rentemarkedet til å tvile på ECBs nedtrapping av QE



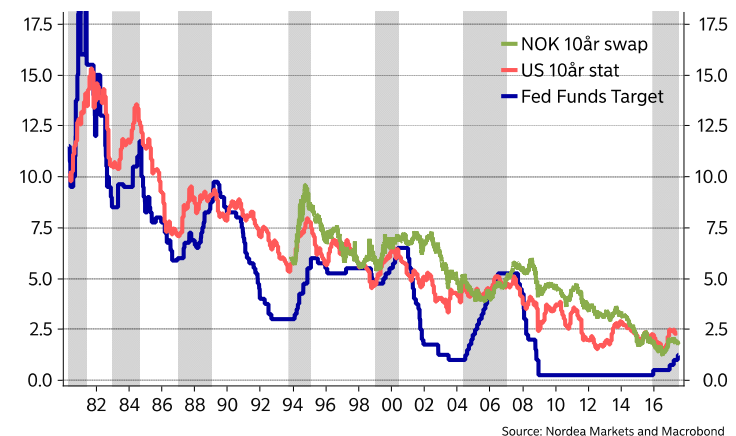
Lange renter: Reversering av QE vil gi høyere renter over tid

- Som diskutert i Top-storyen vil Fed annonsere en reversering av QE, såkalt Quantitative Tightening (QT), på rentemøtet i september.
- Vi tror dette kan gi et midlertidig fall i lange renter i forbindelse med risikoaversjon og fallende børser. Samtidig er ligger ikke lange renter mye over dagens Libor. Derfor er det begrenset hvor mye de kan falle.
- Det sannsynlig at QT over tid vil gi høyere renter. Når den største investoren reduserer sin obligasjonsbeholdning, må markedet tilby høyere renter for å trekke til seg andre investorer i stedet.
- I tillegg er rentesykelen i USA på oppadgående trend. Neste år venter vi tre renteøkninger fra Fed. Dette vil også bidra til å løfte lange renter. Mekanikken er intuitiv: Når styringsrenten heves flyttes startpunktet for rentekurven høyere over tid. Uten gjennomslag til lange renter vil etter hvert rentekurven invertere, som innebærer at markedet priser rentekutt i en periode med renteøkninger. Dette virker lite sannsynlig.
- Figur 6 viser at oppgang i amerikanske renter typisk smitter over på norske renter, men at trenden opp 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.

Figur 5: Den amerikanske rentekurven er flat, noe som begrenser nedsliden i lange renter



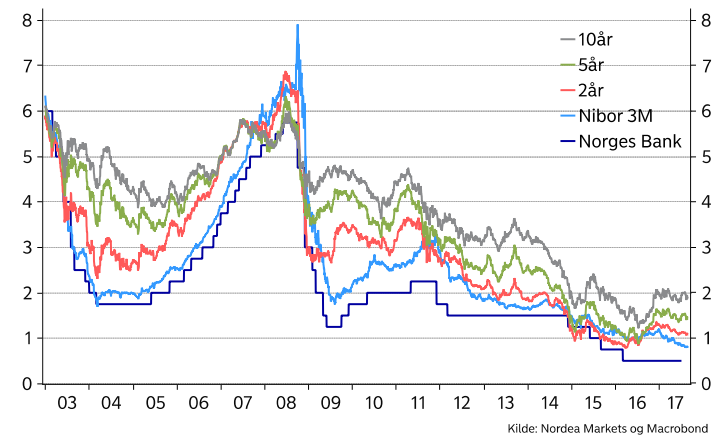
Figur 6: Når Fed har hevet renten har vi fått høyere lange renter i USA. Typisk har dette bidratt til høyere norske renter



Oppsummering rentemarkedet

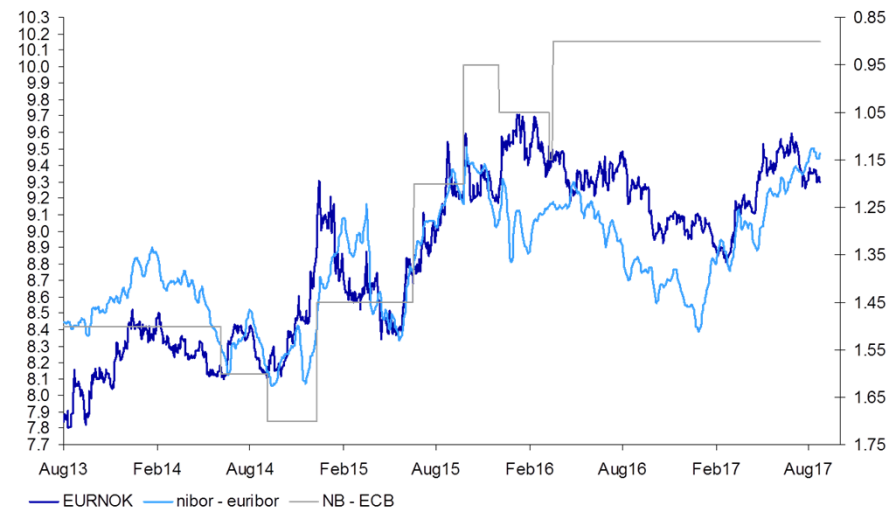
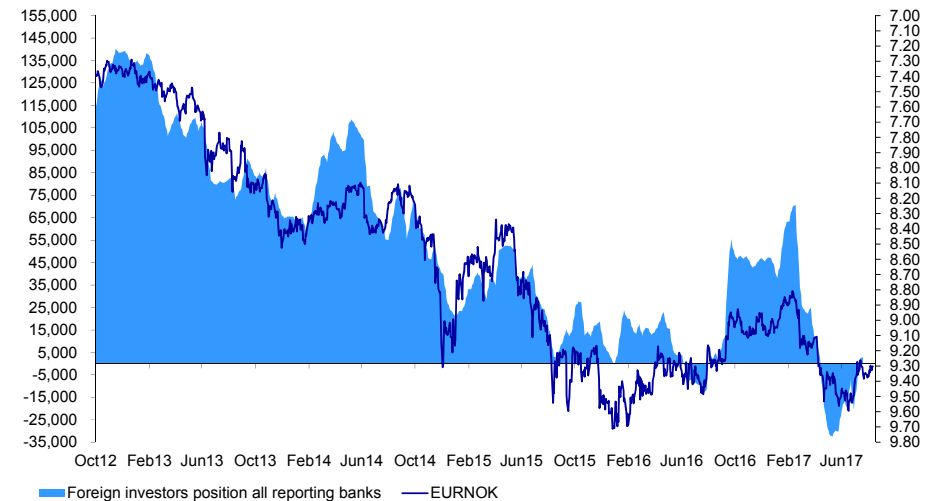
- Markedssyn:
 - Norges Bank vil sannsynligvis ligge på hold lenge. Dette tilsier at flytende rente vil forbli lav og at korte swaprenter er forankret rundt dagens nivå i tiden fremover.
 - En eventuell utsettelse av en tapering-avgjørelse fra ECB vil trolig gi noe lavere renter i eurosonen. Også svakere risikosentiment i forbindelse med Feds reversering av QE kan gi lavere renter på kort sikt. Nedsiden er imidlertid begrenset. Både reduksjon av obligasjonsporteføljen og økt styringsrente fra Fed bør over tid heve det internasjonale rentenivået. 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



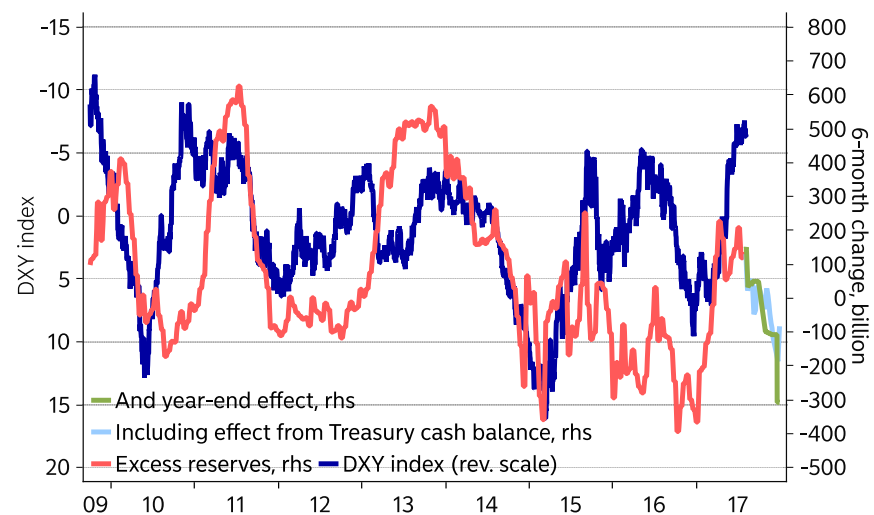
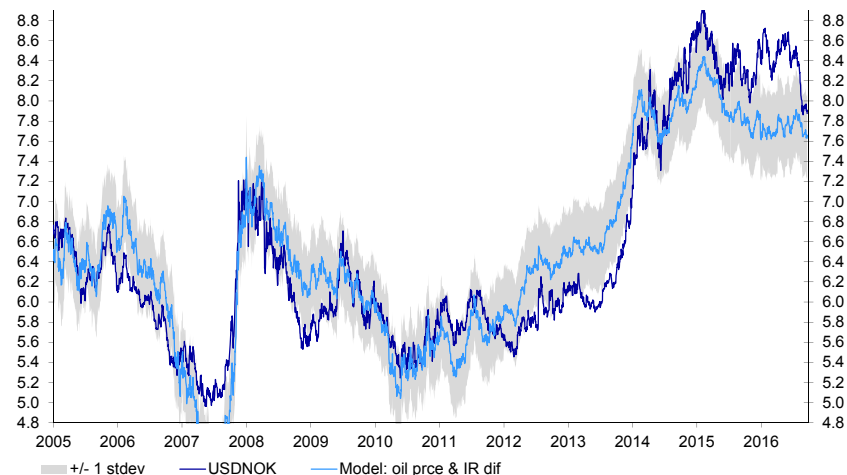
Dårligere USD likviditet kan bety sterkere NOK

- Gjennom sommeren har NOK kommet noe tilbake også mot EUR
 - Spekulantene hadde trolig solgt unna en stor mengde kroner i 1. halvår og selv små gode nyheter fikk store utslag
 - Noe høyere oljepris i lys av store lagertrekk i USA
 - Norges Bank oppjusterte rentebanen i Juni og tok bort muligheten for kutt i prognosen
 - Norske nøkkeltall fortsetter å levere tegn til oppsving i økonomien. Boligprisene, i sær i Oslo, er unntaket. Vi ser ikke for oss at dette er starten på et stort fall, snarere en korreksjon i lys av nye utlånsregler
- NOK kan styrke seg i lys av svakere USD likviditet
 - Som tidligere omtalt kan Nibor komme til å stige i lys av svakere USD-likviditet.
 - Andre pengemarkedsrenter vil trolig ikke reagere på samme måte og man kan forvente at rentedifferansen mot utlandet vil stige dersom dette skjer.
 - Høyere rentedifferanse mot EUR vil normalt trekke EURNOK lavere.
 - Dersom svak USD-likviditet også påvirker risikosentimentet, vil det kunne virke i motsatt retning, men trolig ikke like sterkt.



USDNOK – nesten normalisert og så kommer fallet i USD-likviditet

- Til dels sterkere NOK, men først og fremst svakere USD ligger bak det store fallet i USDNOK i sommer
 - Litt svake amerikanske nøkkeltall, i sær inflasjonen skuffer på nedsiden og reiser tvil til FEDs mange planlagte renteøkninger.
 - Noe av USD-svekkelsen kommer trolig også som en følge av økte forventninger til at ECB vil starte normaliseringen av sin pengepolitikk. Dermed er ikke FED lenger alene om tilstramningene.
 - Høy likviditet i det amerikanske banksystemet kan også ha bidratt til svak USD
- Nordea ser for seg sterkere USD på kort sikt
 - Fed kan komme til å overraske markedet med flere renteøkninger enn markedet forventer.
 - Likviditeten i det amerikanske banksystemet vil bli betydelig dårligere utover høsten og den type utvikling har tidligere gitt sterkere USD.
 - Spekulanter har solgt USD og satser på et fall, overraskelsen kan komme til å gi store utslag.
 - På lenger sikt vil trolig NOK-styrken overta og normaliseringen fortsette i lys av strammere pengepolitikk fra flere sentralbanker enn FED

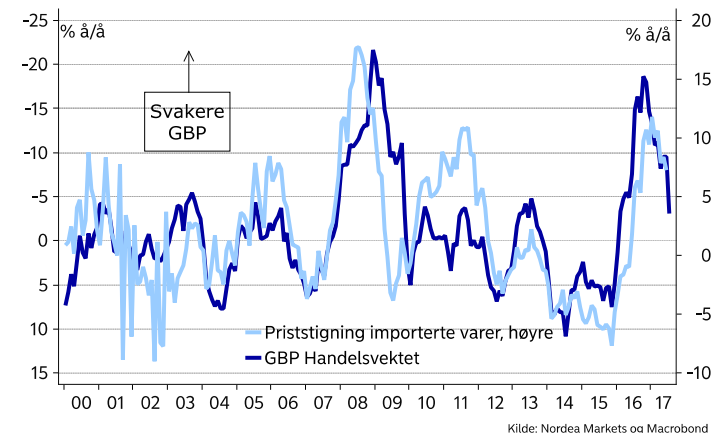


Source: Nordea Markets and Macrobond

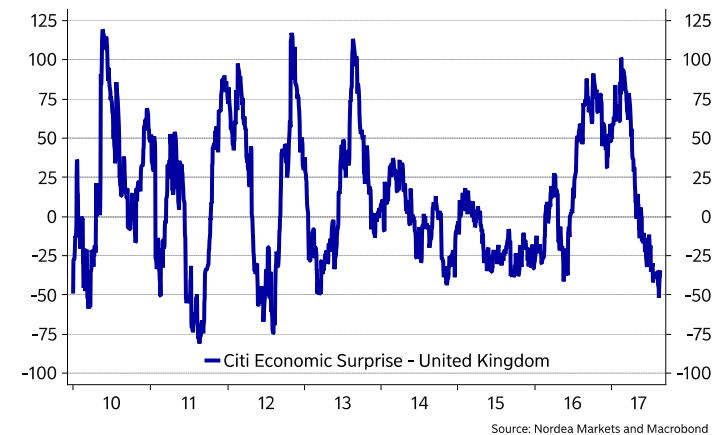
GBPNOK: Mye negativitet i GBP

- Skuffende nøkkeltall og Brexit-usikkerhet svekker pundet. Handelsvektet er pundet ned 3% siden forrige Navigatør.
- Både i juni og juli skuffet inflasjonstallene noe sammenlignet med forventning, og markedet spør om inflasjonstoppen er nådd. Figuren øverst til høyre viser at effekten fra svakere GBP snart er uttømt.
- Bank of England venter at inflasjonstoppen nås i løpet av året, før den avtar til litt over 2% gjennom neste år. Det synes å være et syn som deles av markedet, og trolig er del allerede priset inn i GBP.
- At det er mye nedside priset inn i GBP er surpriseindeksen nede til høyre et bevis på. Den er blitt svært lav, sjelden blir den lavere. Det skyldes at investorene etter hvert justerer ned forventningene i takt med at nøkkeltallene blir svakere. Da skal det mindre til å bli positivt overrasket, og kanskje har vi kommet dit nå.
- Det argumenteres i så tilfelle for sterkere GBP. Vi tror imidlertid at NOK skal styrke seg også. I sum venter vi små endringer i GBPNOK.

GBP-effekten på inflasjon begynner å avta



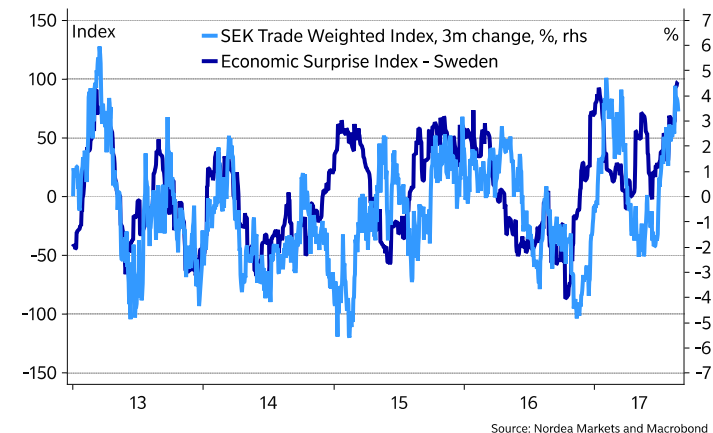
På tide at investorene blir positivt overrasket?



SEKNOK: Inflasjonhoppet vil reverseres

- SEKNOK har vært relativt stabil rundt 97-98 over de siste månedene. Fremover tror vi NOK kan styrke seg mot SEK.
- For det første er den svenske surprise-indeksen på et høyt nivå. Da er det lettere for markedet å bli skuffet og sende SEK svakere (øverste figur).
- Det er særlig inflasjonen som har overrasket på oppsiden i det siste, men dette er høyst midlertidig. I juli var inflasjonen 0,5%-poeng over Riksbankens anslag (CPIF), men mesteparten av overraskelsen skyldes en ny beregningsmetode for pakkereiser. Og dette vil trolig reverseres i de kommende månedene. Pustepausen for Riksbanken kan dermed bli kortvarig, og de vil trolig bevare en dovish tone.
- For det andre så peker erfaringen mot at det norske pengemarkedet reagerer mer på endringer i USD-likviditet enn det svenske pengemarkedet.
- Som vi skriver om i EURNOK- og rentedelen venter vi at venter svakere USD-likviditet vil trekke ut påslaget i det norske pengemarkedet. Det vil trekke ut korte renter og trekke rentedifferansen i NOK-favør.

Høy surprise index=lett å bli skuffet



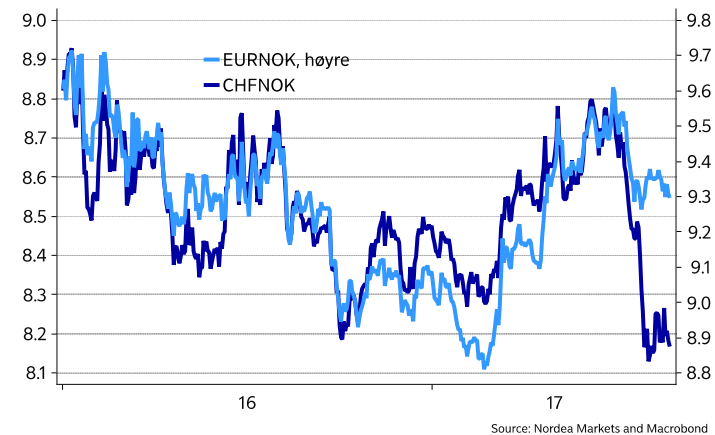
Inflasjonen vil komme ned igjen



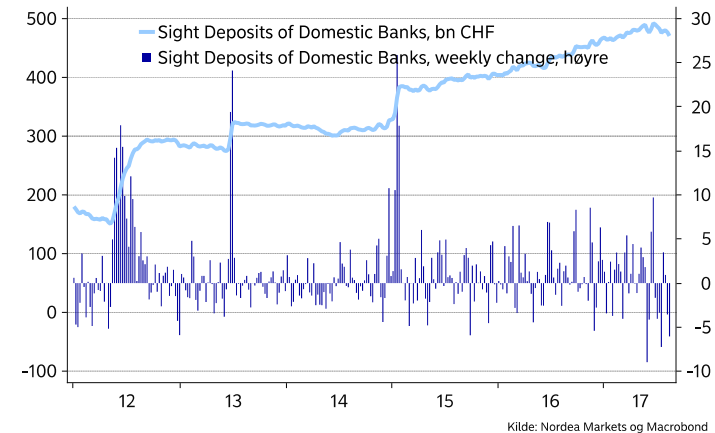
CHFNOK: Endelig litt bevegelse i CHF!

- I slutten av juli svekket CHF seg betydelig. EURCHF var over 1,15 på det høyeste, og CHFNOK har falt til 8,15-området. Og det ser ikke ut som SNB var involvert i svekkelsen.
- CHF-svekkelsen henger hovedsakelig sammen med høyere europeiske renter i etterkant av Draghis tale i Sintra i slutten av juni. Samtidig har også EUR styrket seg bredt.
- Den siste måneden har CHF kommet noe tilbake, og trolig vil CHF-svekkelsen ta en pause fremover. Først og fremst fordi vi tror markedet kan bli skuffet over ECB. Trolig vil ECB legge an en relativt duete tone over det neste rentemøtet gitt den siste tidens EUR-styrking.
- På tross av at vi ikke venter noen vesentlig CHF-styrking med det første, kan CHFNOK fortsatt finne noe nedside. Det må i så tilfelle drives av NOK-benet, og som vi skriver om overfor så har vi jo tro på sterkere NOK.

Svakere CHF har gitt boost til CHFNOK



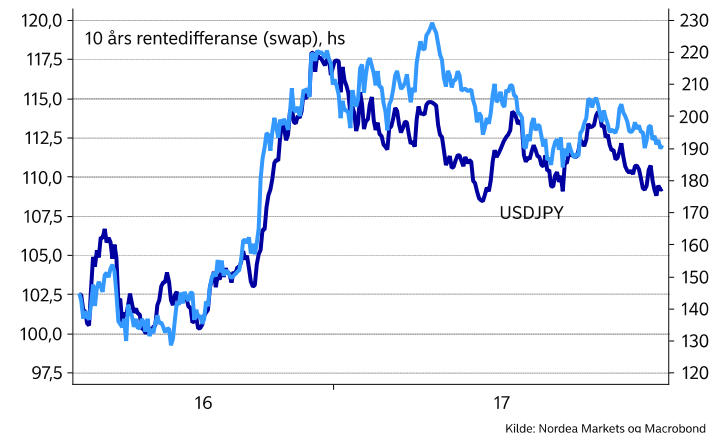
Ingen tegn til at SNB har bidratt til svakere CHF



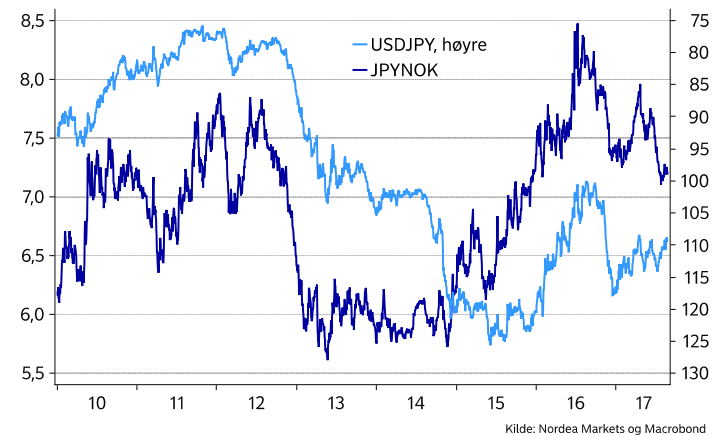
JPYNOK: Lange renter vil trekke JPY svakere

- JPYNOK har funnet nedside gjennom sommeren. I handelsvektede termer har JPY faktisk styrket seg noe, men NOK-styrking har mer enn utlignet dette. Krysset handler omkring 7,20.
- Fremover venter vi at JPY skal svekke seg. Det er hovedsakelig relatert til høyere USD-renter, som vanligvis trekker i retning av svakere JPY.
- Markedet er svært forsiktig i prisingen av Fed. Vi venter at markedets prising etter hvert kommer mer i takt med Feds egen kommunikasjon. Det, sammen med QT, bør ta lange amerikanske renter opp.
- Vi ser for oss at NOK styrker seg mot JPY gradvis gjennom vår prognose periode ut 2019.

Rentedifferansen vil etter hvert trekke mot svakere JPY



I løpet av de neste to årene tror vi JPYNOK kan bevege seg mot 2015-nivåer



Prognoser

Valuta	spot	1W chg	2Y avg	Prognoser			
				3M	6M	1Y	2Y
USDNOK	7,85	-1,15 %	7,25	7,69	7,52	7,08	6,75
EURNOK	9,25	-0,68 %	8,67	9,00	8,80	8,50	8,50
JPYNOK	0,0716	-1,82 %	0,0665	0,0681	0,0654	0,0616	0,0572
SEKNOK	0,97	-0,57 %	0,94	0,95	0,95	0,93	0,94
DKKNOK	1,24	-0,70 %	1,16	1,21	1,18	1,14	1,14
CHFNOK	8,13	-1,56 %	7,61	7,76	7,59	7,26	7,20
GBPNOK	10,05	-1,57 %	10,79	10,23	10,11	9,88	10,00
EURUSD	1,18	0,47 %	1,21	1,17	1,17	1,20	1,26
USDJPY	109,59	0,68 %	108,74	113,00	115,00	115,00	118,00
EURSEK	9,52	-0,11 %	9,18	9,50	9,30	9,10	9,00

Renter	spot	1W chg	2Y avg	Prognoser			
				3M	6M	1Y	2Y
NOK Leading rate*	0,50	0,0 bp	1,154	0,500	0,50	0,50	0,500
NOK 3M Nibor	0,79	-2,0 bp	1,401	0,800	0,85	0,85	0,850
NOK 2Y Sw ap	1,08	-2,4 bp	1,457	1,150	1,20	1,30	1,400
NOK 10Y Sw ap	1,87	-5,4 bp	2,368	2,150	2,20	2,35	2,450
EUR Leading rate*	-0,40	0,0 bp	0,199	-0,400	-0,40	-0,40	-0,400
EUR 3M Euribor	-0,33	0,0 bp	0,006	-0,350	-0,35	-0,35	-0,300
EUR 2Y Sw ap	-0,18	-0,4 bp	0,191	-0,150	-0,10	-0,05	0,150
EUR 10Y Sw ap	0,81	-1,0 bp	1,169	1,050	1,10	1,20	1,300
USD Leading rate*	1,25	0,0 bp	0,380	1,250	1,50	1,75	2,250
USD 3M Libor	1,32	0,1 bp	0,471	1,400	1,60	1,85	2,350
USD 2Y Sw ap	1,55	-1,8 bp	0,813	1,700	2,05	2,30	2,800
USD 10Y Sw ap	2,10	-4,9 bp	2,257	2,450	2,80	3,15	3,550
SEK Leading rate*	-0,50	10,0 bp	0,216	-0,500	-0,50	-0,50	-0,250
SEK 3M Stibor	-0,44	-3,0 bp	0,236	-0,500	-0,50	-0,50	-0,250
SEK 2Y Sw ap	-0,21	-2,6 bp	0,374	-0,150	0,00	0,15	0,700
SEK10Y Sw ap	1,17	-4,5 bp	1,660	1,300	1,60	1,80	1,950

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.