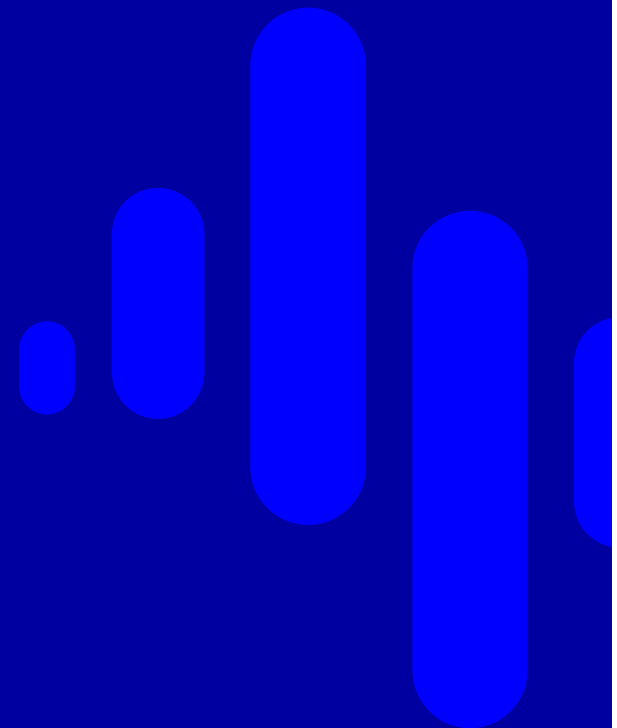


Navigatøren: Rentesykelen snur

Joachim Bernhardsen



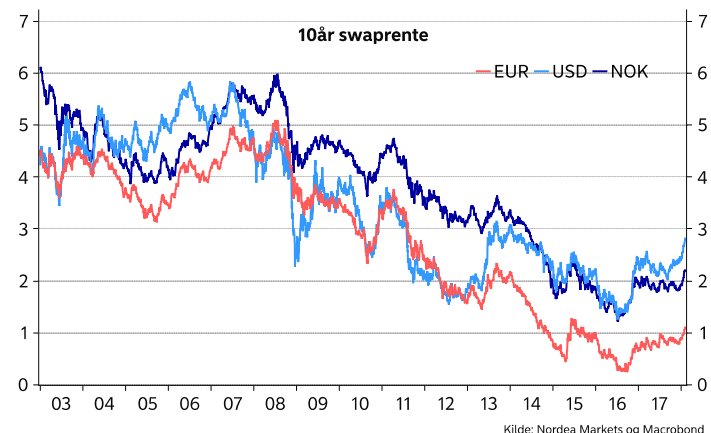
Rentesyklusens snur

Året har begynt med en betydelig oppgang i de langsiktige rentene globalt. Markedet er i ferd med å få øynene opp for at den globale rentesyklusen snur.

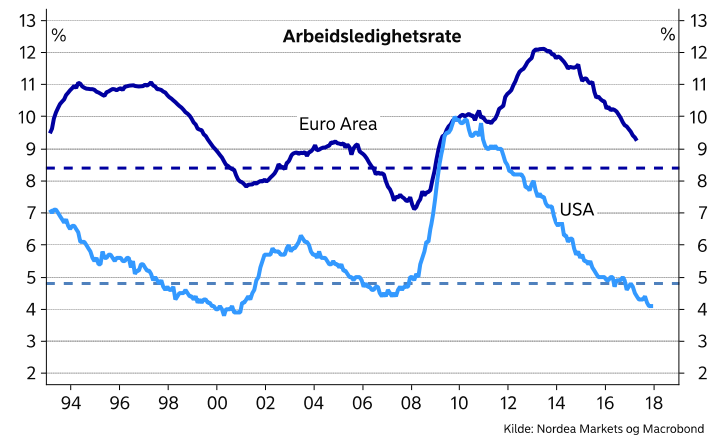
I etterkant av finanskrisen har lange renter både i Norge og internasjonalt blitt trukket ned av svært ekspansiv pengepolitikk (figur 1). Ikke bare ble styringsrentene satt nær null, de store sentralbankene har også «trykket» penger og kjøpt verdipapirer for å presse også lange renter ned. De kraftige tiltakene ble satt i verk for hindre en nedsmelting av økonomiene og for å få de på fote igjen. Tiltakene har virket og økonomiene er i ferd med å friskmeldes. Arbeidsledigheten har kommet mye ned og er nå nær normale nivåer igjen (figur 2). Sentralbankene er derfor i gang med å trekke tilbake de kraftige stimulansene.

Den amerikanske sentralbanken har kommet lengst i normalisering av pengepolitikken. Det er fordi de er lengst framme i konjunktursyklusen. Siden desember 2015 har Fed satt opp renten fem ganger, fra 0,25 % til 1,50 %. Andre sentralbanker har også begynt normaliseringsprosessen. Styringsrentene er riktignok fortsatt svært lave og i eurosonen ventes første renteøkning først om rundt ett år (figur 3). Her har imidlertid sentralbanken varslet at kjøpene av verdipapirer vil halveres i år (fra 60 til 30 mrd euro per måned) og trolig vil kjøpene avsluttes i løpet av 2018.

Figur 1: Lange renter har falt mye i etterkant av finanskrisen



Figur 2: Arbeidsmarkedene er nær normalisert

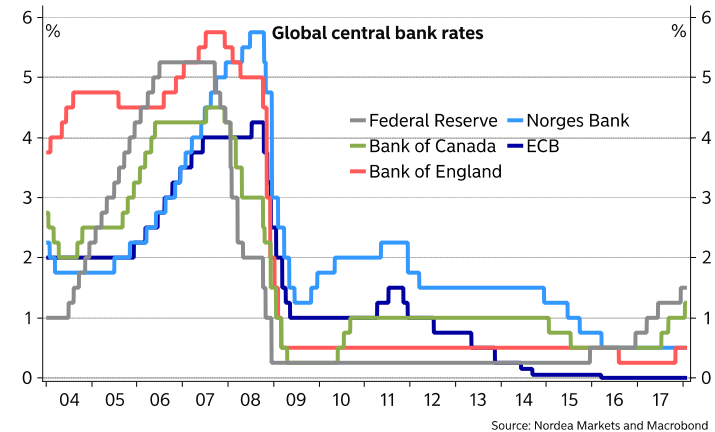


De tre store sentralbankene (Bank of Japan, ECB og Fed) har samlet til enhver tid over de siste ti årene kjøpt verdipapirer i markedet. I perioder hvor en sentralbank har avsluttet sine verdipapirkjøp har en annen sentralbank startet seddelpressen eller økt sine kjøp (figur 3).

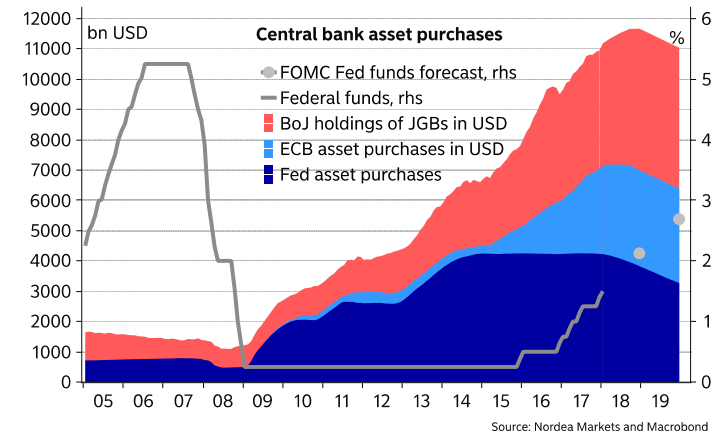
Den samlede verdipapirbeholdningene til sentralbankene vil toppe ut i løpet av 2018. BoJ vil fortsatt kjøpe verdipapirer, men ECB vil trolig stoppe sitt program og Fed vil etter hvert komme opp i en takt hvor de i praksis selger verdipapirer for USD 50 mrd i måneden. For første gang siden 2008 vil dermed rentemarkedet miste drivkraften ned fra store verdipapirkjøp fra sentralbankene. Dette blir også første gang siden finanskrisen at pengepolitikken strammes til i «begge ender», både ved høyere styringsrenter og reduksjon i verdipapirbeholdningen. Vi tror det kommer til å sørge for at bevegelsen vi har sett opp i lange renter i det siste kommer til å fortsette.

En første økning i styringsrenten har også kommet nærmere her hjemme. Norges Bank signaliserer første økning i slutten av inneværende år. Det går godt i norsk økonomi og utsiktene for veksten er gode. Arbeidsledigheten er kommet mye ned og er allerede nær et normalt nivå. De lange rentene her hjemme er imidlertid i stor grad drevet av det globale rentebildet. Oppgangen i lange renter internasjonalt vil derfor slå over også i lange norske renter.

Figur 3: Styringsrentene er fortsatt lave, men flere sentralbanker er i gang med normaliseringen



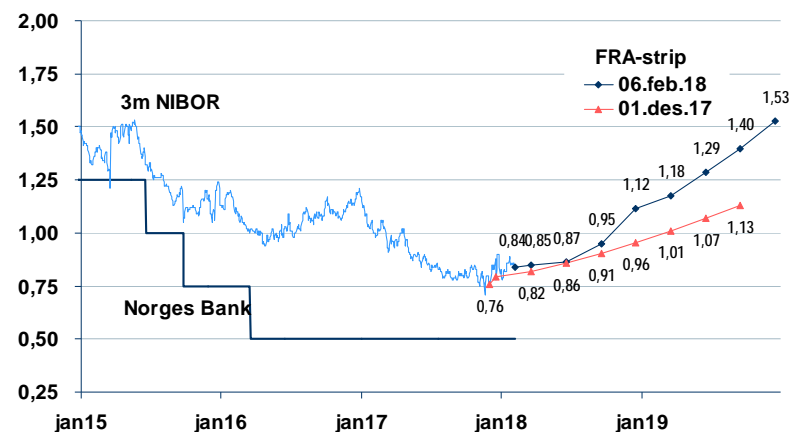
Figur 4: De samlede verdipapirkjøpene toppe ut i 2018



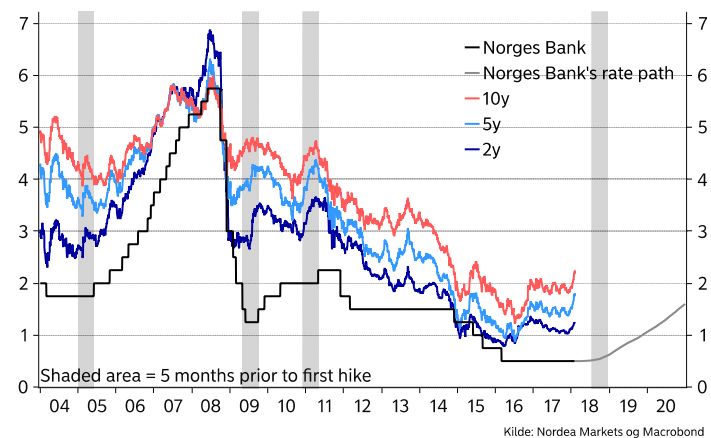
Korte renter: Første renteøkning kommer nærmere i tid

- Det er betydelige bevegelser i rentemarkedet siden forrige Navigatør og 2år swaprente er opp 20bp siden bunnen i desember.
- Oppgangen i korte renter er blant annet drevet av at lange renter har steget. Når lange renter stiger slår det også inn på korte renter.
- Korte renter har imidlertid steget mer enn det lange renter skulle tilsi. Prisingen i FRA-strippen har dermed blitt betydelig (figur 5). Med et påslag i Nibor på 35bp så prises det inn nær to renteøkninger fra Norges Bank frem til sommeren 2019.
- Det er i seg selv ikke et usannsynlig utfall, selv om det hører til blant de mer optimistiske. Etter hvert som første renteøkning nærmere seg er det potensiale for mer oppside i korte renter. Historisk har markedet begynt å prise inn første renteøkning 4-6 måneder i forkant (figur 6). Vi og Norges Bank venter første renteøkning ved utgangen av dette året.
- Det tilsier begrenset oppside i korte renter den nærmeste tiden. Risikoen er knyttet til at Norges Bank oppjusteres renteprognosen ved neste rentemøte i mars slik at markedet også flytter tidspunktet for når Norges Bank skal prises i «hiking mode» frem.

Figur 5: Markedet priser relativt mye fra Norges Bank



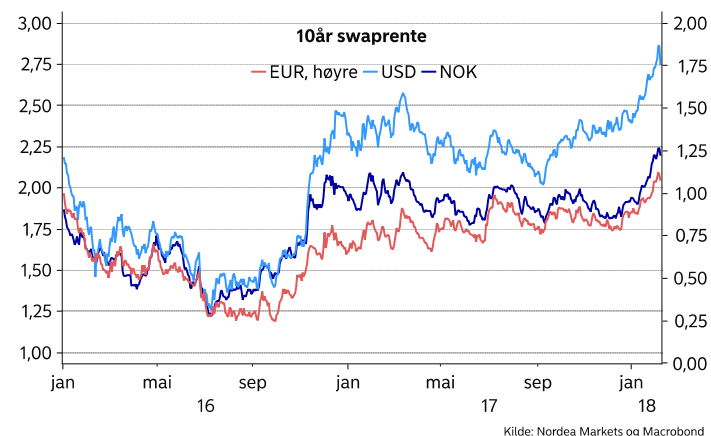
Figur 6: Markedet pleier å prise inn første renteøkning 4-6 måneder i forkant



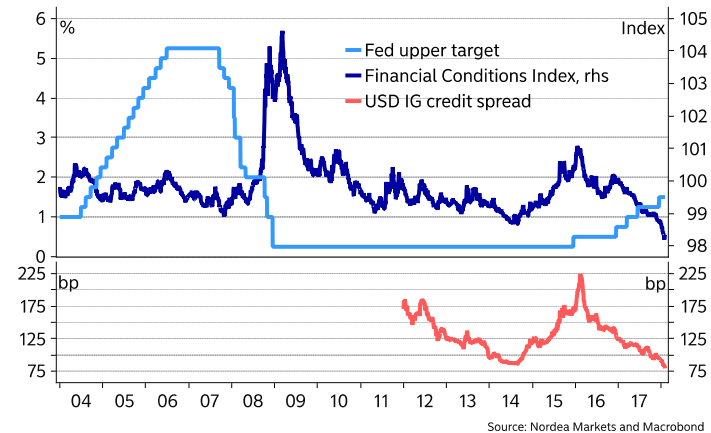
Lange renter: Den globale pengepolitikken snur

- Norske lange renter har steget til nivåer sist sett i midten av 2015. 10år swap er opp 30bp siden nyttår, hovedsakelig drevet av en oppgang i lange renter i USA og eurosonen.
- Markedet har blitt drevet av utsikter til en normalisering i den globale pengepolitikken, slik vi omtaler i top-storyen. I USA har markedet igjen oppjustert forventningene til Fed, og i eurosonen begynner også markedet å innse at perioden med de ekstreme tiltakene i pengepolitikken går langsomt mot slutten.
- I USA har også markedet blitt løftet av gode nøkkeltall for lønnsvekst og inflasjon. Tallene indikerer at inflasjonsfallet gjennom første halvår i fjor var midlertidig, slik at det kan bli behov for Fed å gå raskere frem i rentesettingen.
- Frykten for at Fed er «bakpå» blir forsterket av at de samlede finansielle forholdene i sum er de letteste siden årtusenskiftet. Utvikling i kredittspreader, valutakurs og aksjekurser har mer enn utlignet oppgangen i styringsrenten (figur 8).
- Markedet priser nå inn 3 rentøkninger fra Fed for 2018, i tråd med Feds egne signaler. Risikobildet rundt markedets prising for inneværende år begynner å bli mer balansert. For 2019 er imidlertid fortsatt prisingen moderat.

Figur 7: Lange renter betydelig opp siden årsskiftet



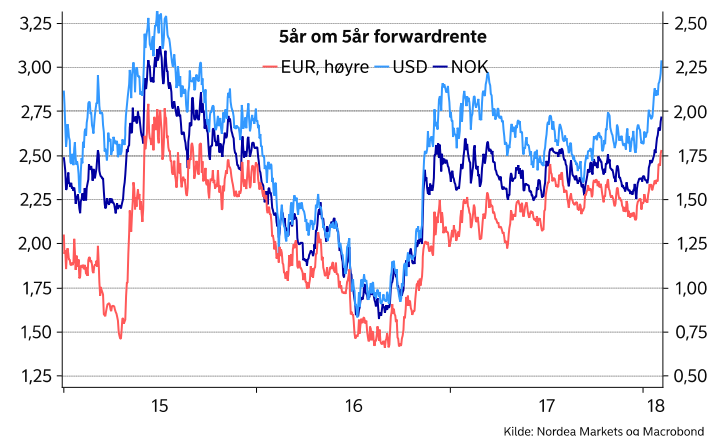
Figur 8: De samlede finansielle forholdene har blitt lettere på tross av tre rentøkninger i fjor



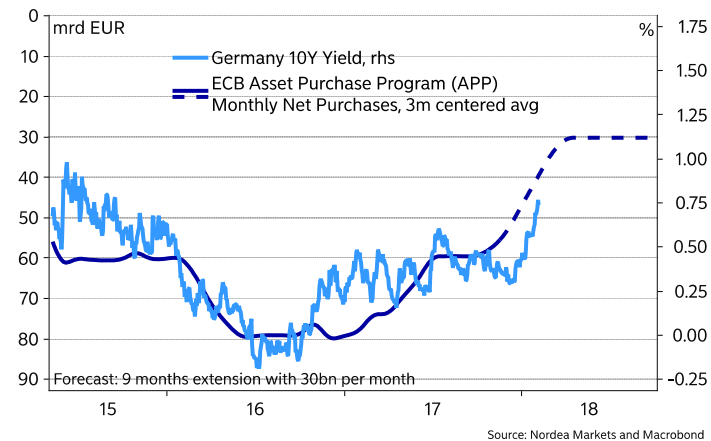
Lange renter: Den globale pengepolitikken snur

- Dynamikken i det amerikanske rentemarkedet har endret seg inn i 2018. I fjor var det hovedsakelig en oppgang i korte renter som drev lange renter opp. Lange forwardrenter falt faktisk gjennom året.
- Over den siste måneden har imidlertid lange forwardrenter også steget betydelig, og drevet lange renter opp (figur 9). Oppgangen i forwardrentene skyldes dels at den amerikanske rentekurven har blitt svært flat slik at oppgangen i korte renter i større grad slår over i lange renter. Den andre effekten er at markedet oppjusterer renteforventningene fremover i tid på bakgrunn av et sterkere inflasjonsbilde og normaliseringen i pengepolitikken.
- Selv om rentøkninger ligger litt lenger fram i tid for den Europeiske sentralbanken (ECB) er også de i gang med en gradvis normalisering av pengepolitikken.
- Fra nyttår reduserte ECB verdipapirkjøpene i markedet fra 60mrd euro til 30mrd. Erfaringene tilsier at størrelsen på verdipapirkjøpene er av betydning for rentemarkedet.
- Figur 10 understreker dette. Da ECB økte verdipapirkjøpene fra 60 til 80mrd i måneden i 2016 falt lange renter. I takt med at verdipapirkjøpene har blitt redusert har også rentene kommet opp igjen.

Figur 9: Lange forwardrenter opp til nivåer siste sett i 2015



Figur 10: Lavere QE-kjøp fra ECB skal gi en gradvis oppgang i lange europeiske renter



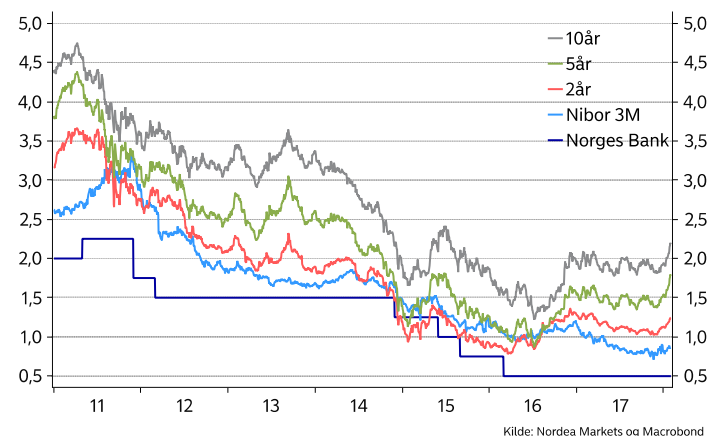
Oppsummering rentemarkedet

- Markedssyn:
 - Rentøkningen i Norge kommer nærmere, men vi venter ikke rentøkning før mot slutten av året. Det tilsier at flytende rente vil forbli lav en stund til. Potensialet for videre oppgang i korte swapper virker begrenset den nærmeste tiden.
 - Rentemarkedet går inn i et nytt regime der verdens sentralbanker strammer til pengepolitikken på en måte ikke sett siden før finanskrisen. Det tilsier en videre oppgang i internasjonale renter, som vil slå over på norske lange renter også.

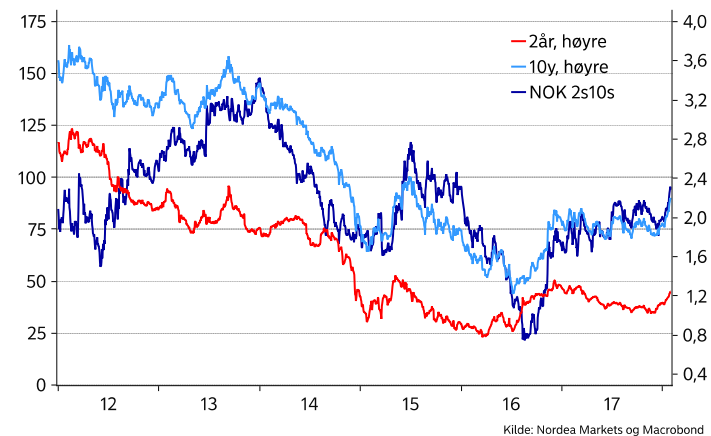
Strategisk vurdering

- 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 hovedsakelig vil være drevet av internasjonale forhold og være størst i den lange delen av kurven.
- Dette kan gjøres ved nye lange sikringer eller forlengelse av eksisterende sikringer. Figur 12 viser at nivået på lange renter er korrelert med kurvebratthet.

Figur 11: Norske renteswapper



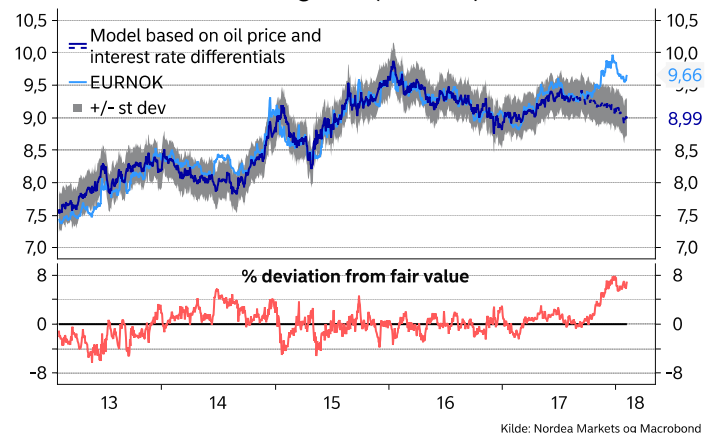
Figur 12: Rentenivå og kurvefasong er korrelert



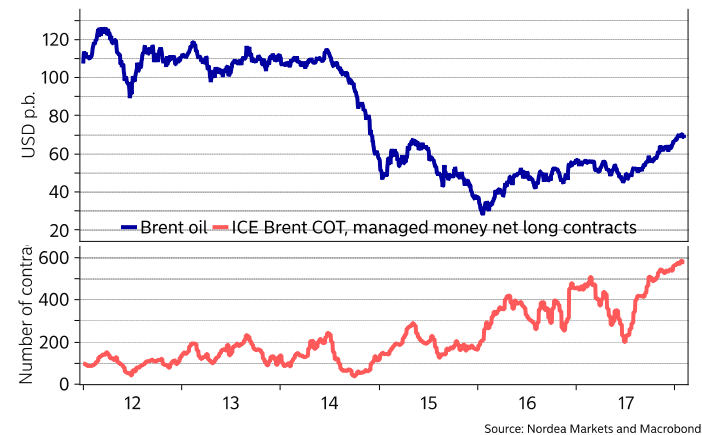
EURNOK – Risikopremien fases gradvis ut

- Kronen har styrket seg mye så langt i år. Dette er i stor grad en NOK-story, ettersom EUR har styrket seg mot andre valutaer. EUR-styrkingen kommer på bakgrunn av en reprising av renteforventningene til ECB, ref Top story.
- Fallet i EURNOK har fått hjelp av de underliggende driverne. Oljeprisen har kommet opp siden desember og rentedifferansen har kommet ut i kronefavør.
- EURNOK er fortsatt høyere enn det de underliggende driverne tilsier (figur 13). Vi knytter mesteparten av denne risikopremien til frykten for en nedtur i det svenske og norske boligmarkedet.
- For Norge er det blitt publisert revidert boligprisstatistikk, som viser at boligprisene flatet ut i september. Det burde bidra til en utfasingen av boligprispremien som ligger i EURNOK.
- Over tid har vi tro på sterkere NOK, selv om det kortsiktige bildet ser noe svakere ut. Det henger sammen med risiko på nedsiden i oljeprisen, som følge av i) økt pris vil lokke mer amerikansk skiferolje inn på markedet og ii) markedet er ekstremt long olje, slik at det kan bli trangt i døra hvis oljeprisen først begynner å falle (figur 14).

Figur 13: Betydelig risikopremie i EURNOK i løpet av høsten. Vi estimerer den til omkring 7% (60 øre)



Figur 14: Markedet er ekstremt long olje



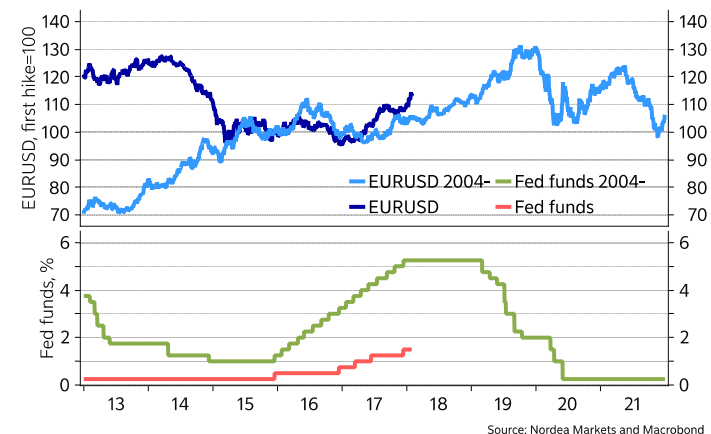
USDNOK – Svak USD

- Sterkere NOK og svakere USD har gitt en betydelig nedside i USDNOK, og krysset er på de laveste nivåene siden midten av 2015 (figur 15)
- Den globale konjunkturen har vært positiv i flere år, men i fjor tiltok vekstmomentet virkelig med PMIer opp til høyeste nivåene på flere år, lav volatilitet i markedet og et sterkt risikomoment.
- Situasjonen er ikke helt ulik den vi så på 2000-tallet. Og målet er ikke å varsle en ny finanskriser, men heller å sette den siste tidens (egentlig siste årets) dollarsvekkelse i kontekst. Når «alt» går bra velger man dollar bort til fordel for andre valutaer (figur 16).
- Dollarsvekkelsen står i kontrast til utviklingen i rentemarkedet, som har oppjustert forventningene til hikes fra Fed den siste tiden. Det prises inn 3 renteøkninger for i år, men lenger ut er kurven flat. Risikoen er fortsatt på oppsiden til markedets prising, men om det blir tre eller fire renteøkninger fra Fed endrer neppe bildet for USD nevneverdig.
- Det globale oppsvinget tilsier at dollar fortsatt vil være under press på mellomlang sikt. Begge bena vil dermed fortsette å dra USDNOK ned.

Figur 15: USDNOK er lavere enn på lenge



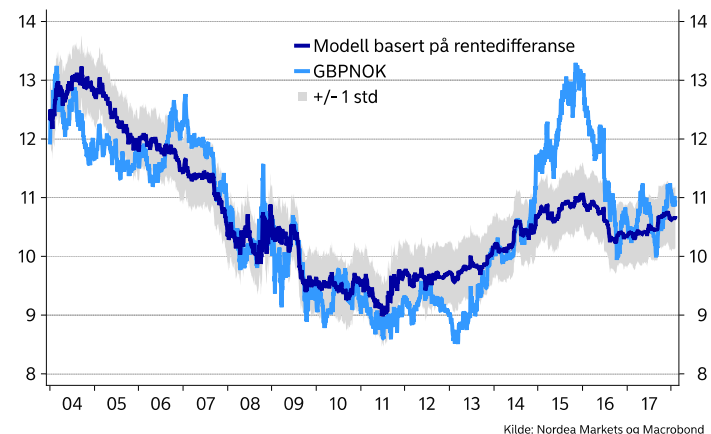
Figur 16: Dollaren blir typisk svak når veksten i verden er sterk



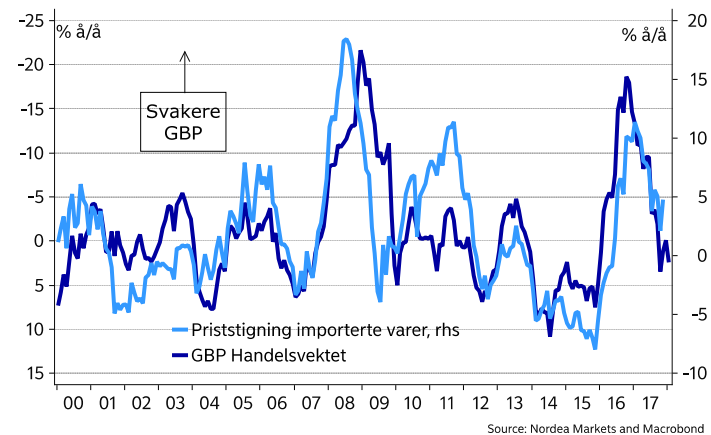
GBP/NOK: Ikke tro på sterkere GBP med Brexit-tåke

- GBP har styrket seg noe gjennom den siste tiden, men holder seg selvsagt svak sammenlignet med historien. Brexit-tåken henger over GBP.
- Forhandlingene går i alle fall videre etter at partene har blitt enige om tre sentrale «divorce»-temaer: Grensen mot Irland, «the divorce bill» og rettighetene til EU-borgere i UK. Nå diskuteres en midlertidig overgangsordning for perioden etter skilsmissen.
- Hvorvidt du tror på en hard eller myk Brexit er avgjørende på synet på GBP. Skulle EU være ettergivende i forhandlingene skal pundet styrkes, mens det trolig er rom for mer GBP-svekkelse ved en hard Brexit.
- Brexit-tåken vil uansett hvile over GBP en god stund fremover, gitt all usikkerheten om det fremtidige utfallet. Det er ikke et klima som støtter store GBP-kjøp. Inflasjonsbildet er også i ferd med å snu i takt med at impulsen fra tidligere GBP-svekkelse avtar (figur 18).
- Hvis inflasjonstallene skuffer kan markedet dermed miste den lille støtten det har fra forventninger til BoE hike. Vi tror ikke på noen GBP-kræsj, men er skeptiske til betydelig styrking. Med en gradvis utfasing av risikopremien i NOK bør derfor GBP/NOK gå for nedside.

Figur 17: GBP/NOK er mer eller mindre “fair” gitt rentedifferanse



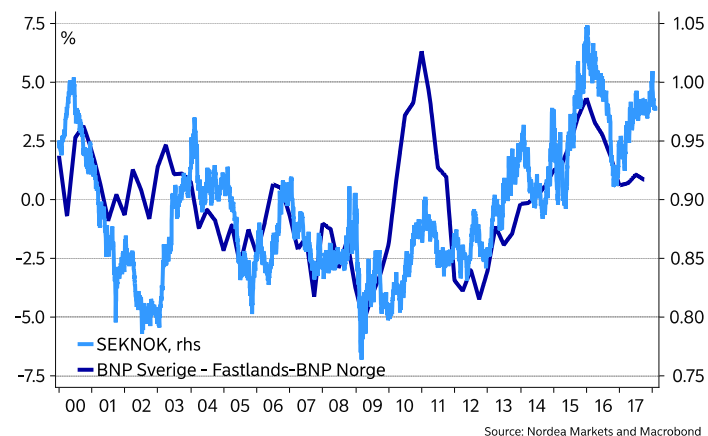
Figur 18: Inflasjonsimpulsen fra svak GBP avtar



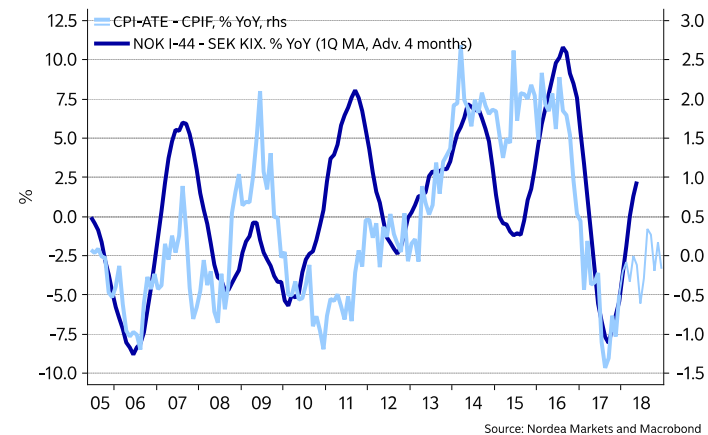
SEKNOK: Boligfrykt i begge land

- SEK har begynt 2018 på samme måte: en betydelig styrking. SEK har imidlertid ikke holdt følge med NOK, og SEKNOK har følgelig kommet ned fra paritet ved slutten av fjoråret.
- Bevegelsen er i tråd med det vi skrev i forrige Navigatør: Fremover venter vi at SEK- og NOK styrkingen skal fortsette, men vi har mest tro på NOK.
- Det første argumentet er konjunktursituasjonen i Norge. Norsk økonomi er på full fart på vei tilbake etter oljenedturen, og veksten har ikke «toppet ut». Det har den i Sverige. Konjunktoren er mer moden i Sverige, og økonomien er dermed mer sårbar for et eventuelt boligprisfall. Vi venter også at Norges Bank vil ligge foran Riksbanken med første renteøkning.
- Figur 19 illustrerer poenget overfor. Mens veksten har tatt seg opp i Norge har den avtatt i Sverige. Det burde understøtte en lavere SEKNOK.
- Vi tror ikke på noe boligprisfall, slik at risikopremien i SEK og NOK bør gradvis prises ut. Men også her er potensialet større i NOK.
- Vi estimerer risikopremien i EURSEK til omkring 35 øre, mens den er 50-60 øre i NOK. Når risikopremien fases ut bør dermed fallet i EURNOK være større enn i EURSEK, med tilhørende fall i SEKNOK.

Figur 19: Sterkere moment i norsk økonomi



Figur 20: Fjorårets NOK-svekkelse vil trekke opp inflasjonen, noe som også støtter nedsiden i SEKNOK



Prognoser

Finansielle data

		Prognoser			
		3M	6M	1Y	2Y
USDNOK	7,82	8,12	7,84	7,50	6,98
EURNOK	9,69	9,50	9,25	9,00	8,80
JPYNOK	0,0717	0,0738	0,0694	0,0647	0,0582
SEKNOK	0,98	0,98	0,95	0,95	0,95
DKKNOK	1,30	1,28	1,24	1,21	1,18
CHFNOK	8,37	8,19	7,91	7,63	7,33
GBPNOK	10,92	10,44	10,28	10,23	10,35
EURUSD	1,24	1,17	1,18	1,20	1,26
USDJPY	108,97	110,00	113,00	116,00	120,00
EURSEK	9,86	9,70	9,70	9,50	9,30

Renter	spot	Prognoser			
		3M	6M	1Y	2Y
NOK Leading rate*	0,50	0,500	0,50	0,75	1,000
NOK 3M Nibor	0,84	0,850	0,85	1,10	1,350
NOK 2Y Swap	1,22	1,150	1,30	1,65	2,150
NOK 10Y Swap	2,23	2,000	2,15	2,45	2,800
EUR Leading rate*	-0,40	-0,400	-0,40	-0,40	-0,150
EUR 3M Euribor	-0,33	-0,350	-0,35	-0,35	-0,050
EUR 2Y Swap	-0,14	-0,150	-0,10	0,00	0,500
EUR 10Y Swap	1,12	0,900	1,00	1,15	1,500
USD Leading rate*	1,50	1,750	2,00	2,25	3,000
USD 3M Libor	1,79	1,800	2,05	2,35	3,100
USD 2Y Swap	2,34	2,200	2,45	2,80	3,400
USD 10Y Swap	2,86	2,350	2,55	2,95	3,450
SEK Leading rate*	-0,50	-0,500	-0,50	-0,50	-
SEK 3M Stibor	-0,45	-0,400	-0,40	-0,40	0,150
SEK 2Y Swap	-0,10	-0,100	0,00	0,40	1,000
SEK10Y Swap	1,39	1,200	1,35	1,65	2,100

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.