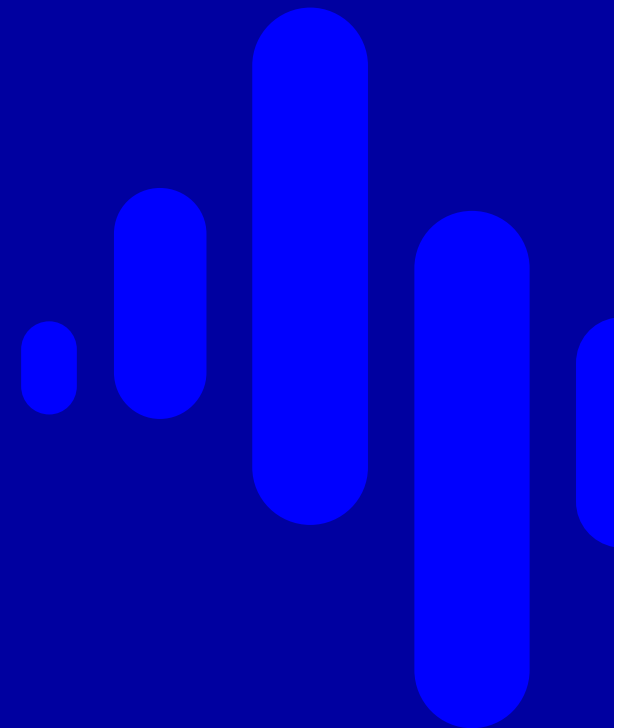


Navigatoren: Tryggere på renteøkning i 2018

Joachim Bernhardsen

Kjetil Olsen

Erik Bruce



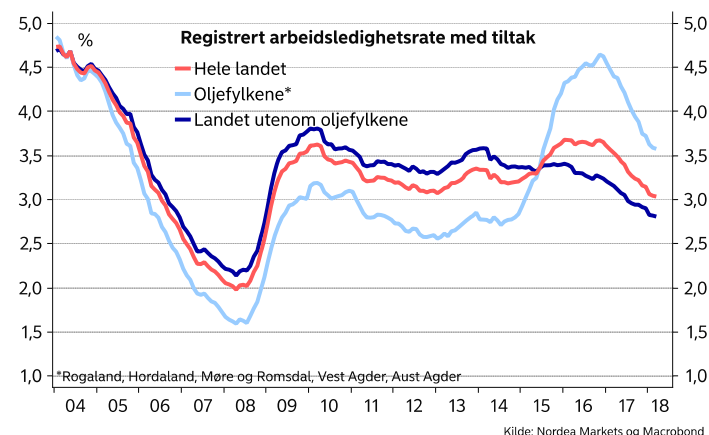
Tryggere på renteøkning i 2018

For bare ett år siden var det i følge Norges Bank fortsatt risiko for enda lavere styringsrenter her hjemme og en styringsrente høyere enn dagens lå minst 3 år fram i tid. Men gjennom det siste året har det gått bedre enn ventet i norsk økonomi, og før jul signaliserte Norges Bank at første renteøkning her hjemme kunne komme allerede mot slutten av 2018. I løpet av fjoråret hadde derfor en første renteøkning rykket klart nærmere.

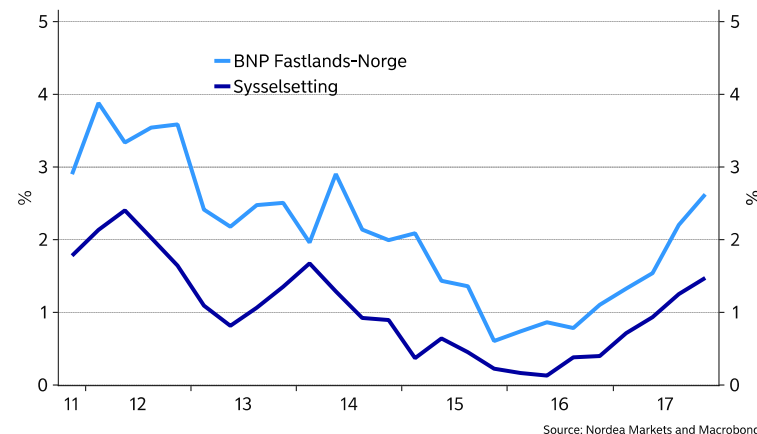
I løpet av de siste månedene er vi blitt tryggere på at det kommer en renteøkning i løpet av 2018. Mest sannsynlig kommer den også tidligere, allerede i september. Det er særlig tre forhold som bidrar.

For det første har den gode utviklingen i norsk økonomi fortsatt. Arbeidsledigheten har fortsatt å falle mer enn det Norges Bank hadde lagt til grunn. Tegnene til at veksten i norsk økonomi har fått feste på et bra nivå er blitt tydeligere, og veksten kan nå i større grad karakteriseres som selvdrevet. God vekst i sysselsettingen gir støtte til god vekst også i det private forbruket. Den svake krona har styrket bedriftenes konkurranseevne og gjør norske selskaper godt rustet til å dra nytte av det globale oppsvinget. Sterkere vekst både hjemme og ute og bedre framtidsutsikter løfter bedriftenes investeringsiver. Samtidig planlegges det nå for økende investeringer offshore.

Figur 1: Arbeidsledigheten fortsetter å falle



Figur 2: Oppturen har fått feste og er blitt selvdrevet



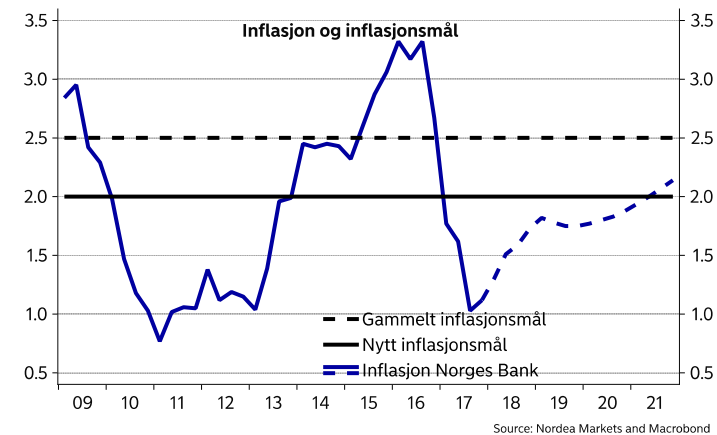
Korreksjonen ned i boligpriser ser også ut til å være over. Dermed ligger alt til rette for god vekst i norsk økonomi, med videre nedgang i arbeidsledigheten. Det tilsier økende konkurranse om arbeidskraften og høyere lønnsvekst fremover, og dermed gradvis høyere inflasjon.

For det andre er inflasjonsmålet her hjemme blitt redusert fra 2,5 % til 2 %. Det betyr at den faktiske inflasjonen er nærmere inflasjonsmålet enn tidligere (figur 3). På marginen tilsier det en raskere renteoppgang enn tidligere, noe også Norges Bank trakk fram i Pengepolitisk rapport i mars.

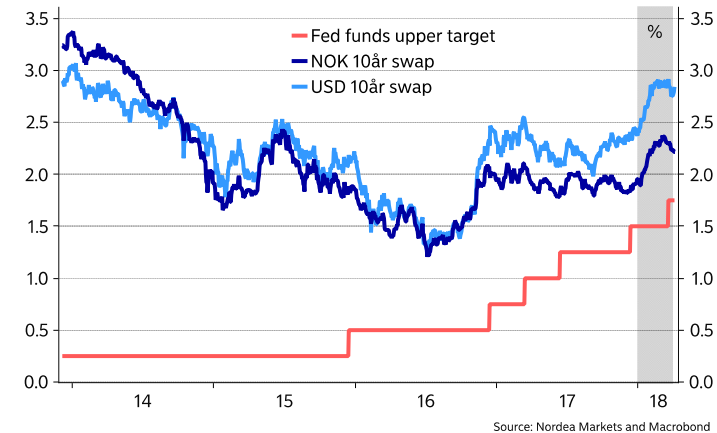
For det tredje har renteutsiktene globalt kommet opp i takt med at pengepolitikken gradvis normaliseres (figur 4). Det smitter over på renteutsiktene her hjemme. Det er særlig utviklingen i USA som er drivende. Den amerikanske sentralbanken har fortsatt å sette opp styringsrenten hvert kvartal og har oppjustert sine egne planer for fremtidige renteøkninger. Skattekuttene fra Trump og ytterligere stimulanter gjennom budsjettpolitikken tilsier at behovet for renteøkninger øker. Samtidig er det tydeligere tegn til at lønns- og prisveksten tar seg opp. Markedet har derfor i større grad enn tidligere begynt å prise inn flere renteøkninger fra Fed.

I sum har utviklingen ute og hjemme gjort oss trygge på at første renteøkning fra Norges Bank er nært forestående.

Figur 3: Nærmere målet med nytt inflasjonsmål



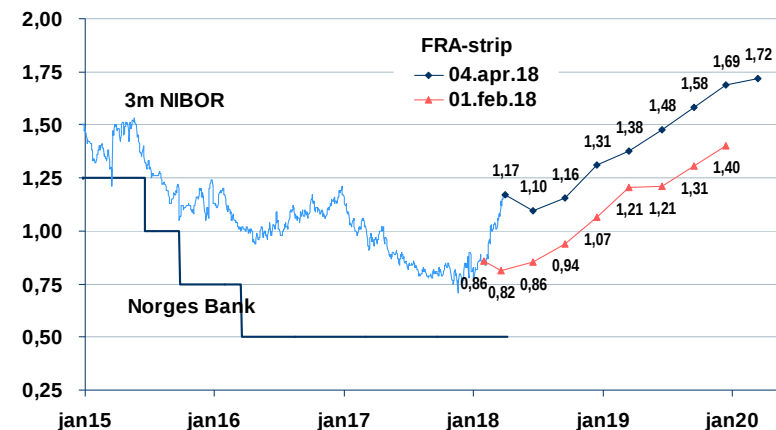
Figur 4: Langsiktige renter har kommet opp og pengepolitikken normaliseres internasjonalt



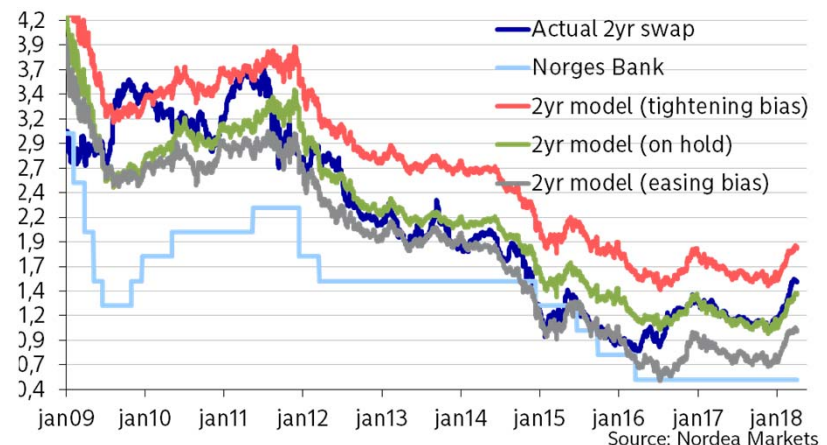
Korte renter: Markedet priser ikke Norges Bank i «hiking mode» enda

- Den betydelige oppgangen i rentemarkedet siden januar har avtatt den siste måneden. 2år swap er likevel opp 25bp siden begynnelsen av februar.
- Dette skyldes i hovedsak en betydelig oppgang i pengemarkedspåslaget (differansen mellom Nibor og styringsrenten). Dette forplanter seg videre ut på FRA-stripen og trekker opp korte renter (figur 5).
- Påslaget er i dag rundt 65 bp, noe som er svært høyt historisk. Oppgangen er hovedsakelig drevet av forhold i det amerikanske pengemarkedet der påslaget i tilsvarende pengemarkedsrente har steget. Trolig vil Nibor-påslaget forbli relativt høyt de neste månedene.
- Modellen i figur 6 viser nivået på 2år swap gitt hvilket modus Norges Bank er i. Faktisk 2år swap er i stor grad konsistent med Norges Bank på hold. Modellen tar hensyn til Nibor-påslaget og lange renter, som også påvirker 2år swap uten at markedet endrer syn på Norges Bank.
- Markedet pleier typisk å prise Norges Bank i hiking mode 3-6 måneder i forkant av første renteøkning, jmf 2009 og 2011 i figur 6. Frem mot sommeren skal vi trolig se en slik reprising av Norges Bank og vi venter dermed mer oppside i korte renteswapper.

Figur 5: Høyere Nibor slår inn lenger ut på FRA-stripen



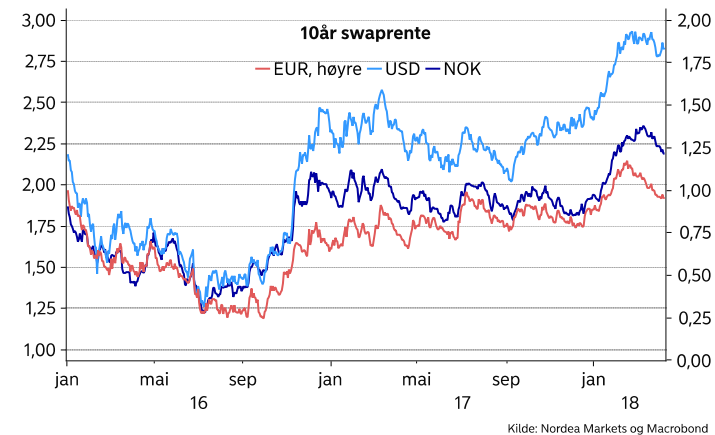
Figur 6: Mer oppside i korte renter



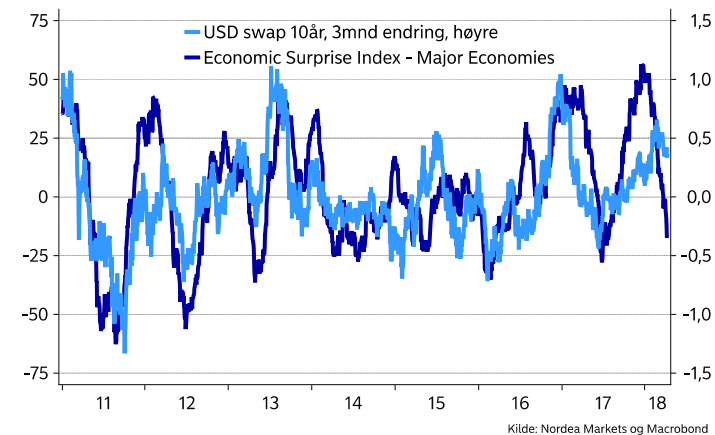
Lange renter: Renteoppgangen tar en pause

- Også i den lange delen av kurven har renteoppgangen fra tidligere i år avtatt og 10år swap er ned 15bp fra toppen (figur 7).
- Renteoppgangen tidligere i år var hovedsakelig drevet av forventninger til en normalisering i pengepolitikken internasjonalt og sterke nøkkeltall. Nøkkeltallene den siste tiden indikerer fortsatt god utvikling i verdensøkonomien, men vekstindikatorer som PMI synes å ha passert toppen. Markedets forventninger ble i tillegg svært høye i starten av året slik at det var lett for markedet å bli skuffet.
- Figur 8 viser endringen i amerikanske renter og en økonomisk overraskelsesindeks for de store økonomiene. Denne indeksen måler hvordan nøkkeltallene i en rullerende tremånedersperiode har kommet inn relativt til forventningene. Sammenhengen i grafen viser at skuffende nøkkeltall den siste tiden bidrar til å trekke ned lange renter.
- I tillegg har frykt for handelskrig mellom USA og Kina gitt risk off i aksjemarkedet og flykt til tryggere aktivaklasser som obligasjoner. Det bidrar også til at lange renter faller noe tilbake.

Figur 7: Oppgangen i lange renter tar en pause



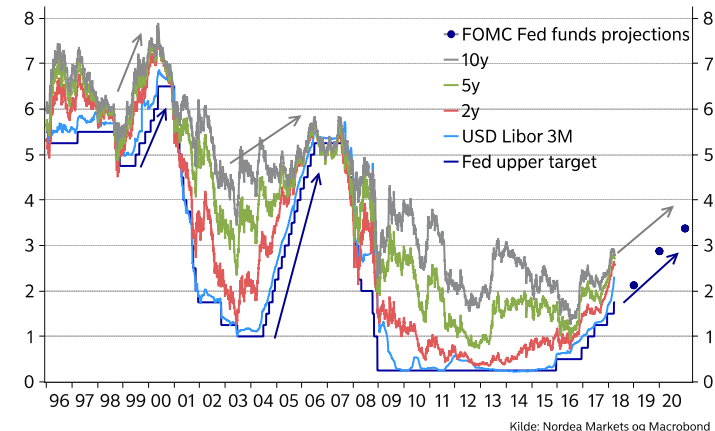
Figur 8: Nøkkeltallene skuffer i forhold til forventningene og trekker ned lange renter



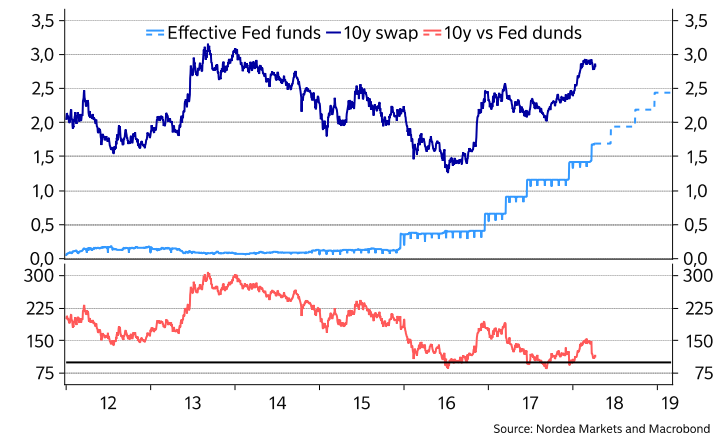
Lange renter: Konsolideringsfase, men begrenset nedside

- Det skal betydelig mer til enn handelsrestriksjonene som til nå er innført før det kveler det sterke vekstmomentet internasjonalt.
- Det synes også å være markedets syn ettersom prisingen av Fed er lite endret, på tross av at lange renter har falt noe tilbake.
- I perioder hvor Fed hever renten ser vi typisk en 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. Det har ikke skjedd historisk og det virker usannsynlig da det ville betydd at markedet priser rentekutt i en fase der renten er på vei opp. Derfor skaper en periode med rentehevinger også en trend opp i lange renter amerikanske renter. Det slår over i norske renter.
- Figur 9 viser at trenden opp i lange renter er uregelmessig. Selv om vi nå er inne i en periode med stigende renter er det ikke uvanlig at renteoppgangen tar en pause en, slik vi ser nå.
- Økt volatilitet i aksjemarkedet samt utsikter til at indikatorer som PMI kan fortsette noe ned tilsier at lange renter går inn i en konsolideringsfase. Nedsiden er imidlertid begrenset ettersom Fed vil sette opp renten (figur 10).

Figur 9: Amerikanske renter trender opp i perioder der Fed hever styringsrenten



Figur 10: Differansen mellom 10år swap og Fed funds faller sjelden under 100bp, i.e nedsiden er begrenset



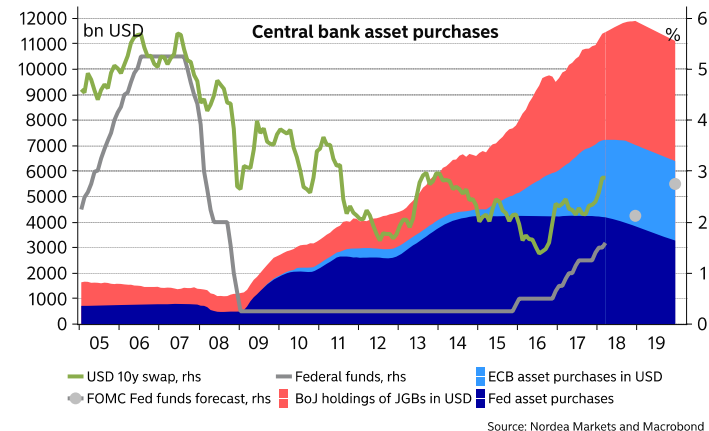
Oppsummering rentemarkedet: Låntaker bør øke sikringsgraden

- Markedssyn:
 - Renteøkningen i Norge kommer nærmere, men markedet har ikke fullt ut priset Norges Bank i «hiking mode». Vi tror derfor det er mer oppside i korte renteswapper.
 - Internasjonalt ser rentemarkedet ut til å gå inn i en konsolideringsfase etter sterk oppgang tidligere i år.
 - I takt med normaliseringen i pengepolitikken både her hjemme og internasjonalt er imidlertid trenden i lange renter opp (figur 11).

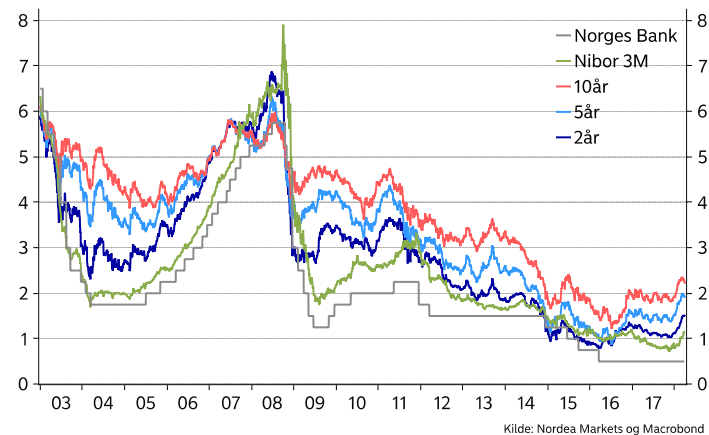
Strategisk vurdering

- Vi har tidligere anbefalt låntager å ha en høy andel flytende rente/lav sikringsgrad.
- Fremover vil flytende rente gradvis stige når Norges Bank kommer i gang med renteøkninger. Med en underliggende trend opp i lange renter i tillegg mener vi låntager bør øke sikringsgraden i låneporteføljen.
- Rentesikringer bør gjøres i den lange delen av kurven. Låntager vil da oppnå sikring mot både renteoppgangen i den korte delen av kurven fra høyere Norges Bank-rente og renteoppgangen internasjonalt som i større grad påvirker lange renter. Samtidig oppnås høy durasjon i porteføljen.
- Vi anbefaler kunder å oppnå høyere sikringsgrad ved å gjøre nye lange rentesikringer.

Figur 11: Styringrenten settes opp og QE trappes ned. Det tilsier at trenden i lange renter er opp



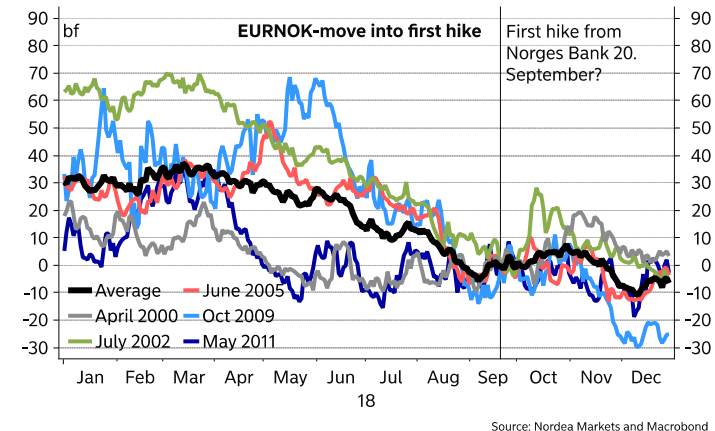
Figur 12: Norske renteswapper



EURNOK – Risikopremien fases gradvis ut

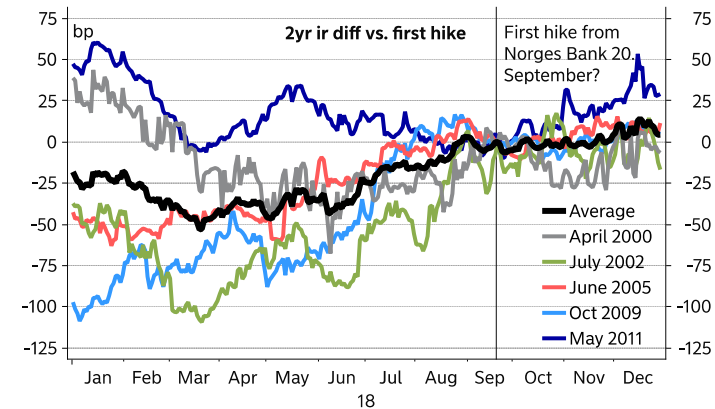
- EURNOK ligger rundt de samme nivåene som ved forrige Navigatør. Utviklingen har vært i tråd med vår noe avventende holdning til kronestyrking denne vinteren.
- Mot sommeren bør NOK i større grad få hjelp av valutamarkedet begynner å prise inn første renteøkning fra Norges Bank, som vi tror kommer i september.
- I figur 13 er første renteøkning i tidligere rentesykler indeksert til nettopp september. Historien viser at EURNOK i snitt faller med 30-40 øre inn mot første renteøkning. Brorparten av kronestyrkingen kommer først når første renteøkning er 3-4 måneder unna. Det kan indikere at det fortsatt er noe tidlig for valutamarkedet å bry seg om første renteøkning fra Norges Bank.
- EURNOK-fallet inn mot første renteøkning er i stor grad et resultat av at rentedifferansen går i NOK-favør (figur 14). Med ECB på hold er det liten oppside i korte europeiske renter, mens korte renter her hjemme vil stige med Norges Bank i "hiking mode" (figur 6). Vi bør derfor se at rentedifferansen går i NOK-favør.
- Det vil være en overdrivelse å tro at vi kan time nedsiden i EURNOK perfekt basert på historien. Budskapet er at vi venter en betydelig nedside i EURNOK frem mot September.

Figur 13: EURNOK faller 3-4 måneder i forkant av første renteøkning



Source: Nordea Markets and Macrobond

Figur 14: Kronen styrker seg når Norges Bank hever renten før ECB

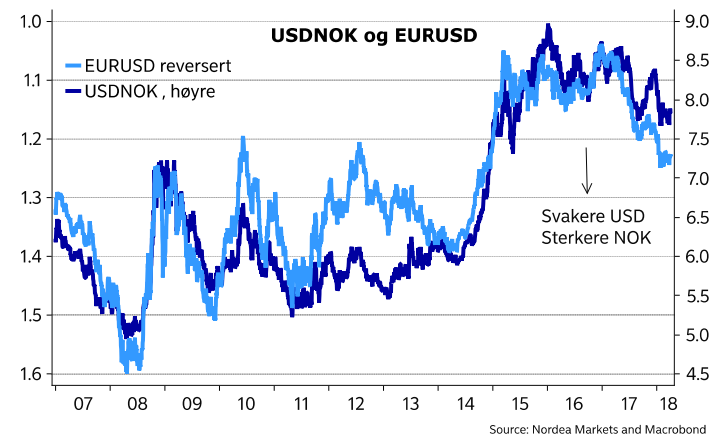


Source: Nordea Markets and Macrobond

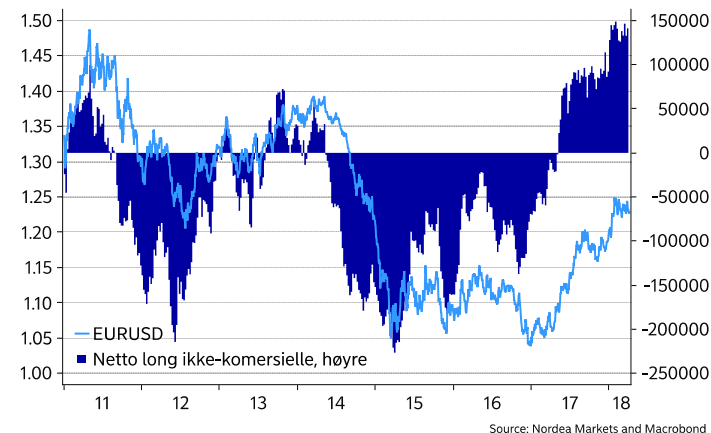
USDNOK – Argumenter for sterkere USD på kort sikt

- Vårt grunnsyn er at NOK skal styrke seg og USD skal svekke seg gjennom prognoseperioden. Vi har derfor prognose for ganske mye lavere USDNOK over tid.
- Synet om svakere USD kommer best til syne gjennom EURUSD, der en normalisering i pengepolitikken i ECB vil trekke EUR sterkere og USD svakere. Som figur 15 indikerer bør høyere EURUSD også trekke i retning av sterkere NOK mot USD (lavere USDNOK).
- På kort sikt, de neste månedene, er det imidlertid gode argumenter for en midlertidig nedside i EURUSD, og dertil USD-styrking. Det kan gi en oppside i USDNOK også.
- For det første har markedet allerede inntatt et ganske positivt syn på eurosonen og ECB. Vi tror imidlertid at markedet kommer til å bli skuffet. Fjorårets EUR-styrking vil legge en demper på inflasjonen i eurosonen. Også europeiske PMler ser ut til å falle noe tilbake sammenlignet med sine amerikanske motparter, noe som tilsier svakere EUR og sterkere USD.
- For det andre er markedet i dag ekstremt long EUR mot USD, slik at hvis markedet først snur kan det gi betydelig bevegelser.

Figur 15: USDNOK korrelerer med EURUSD



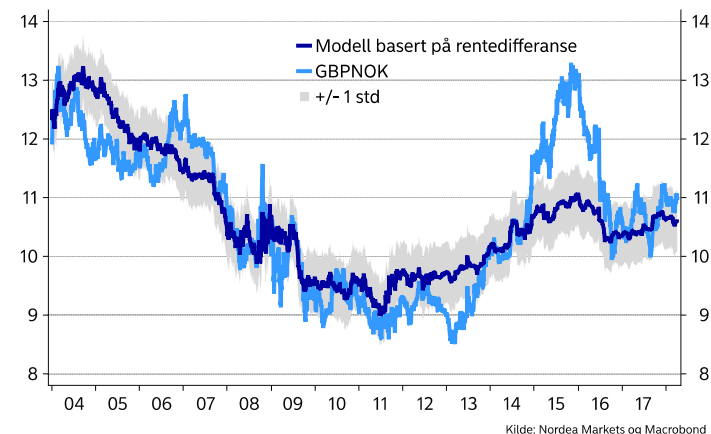
Figur 16: Markedet er farlig long EUR mot USD



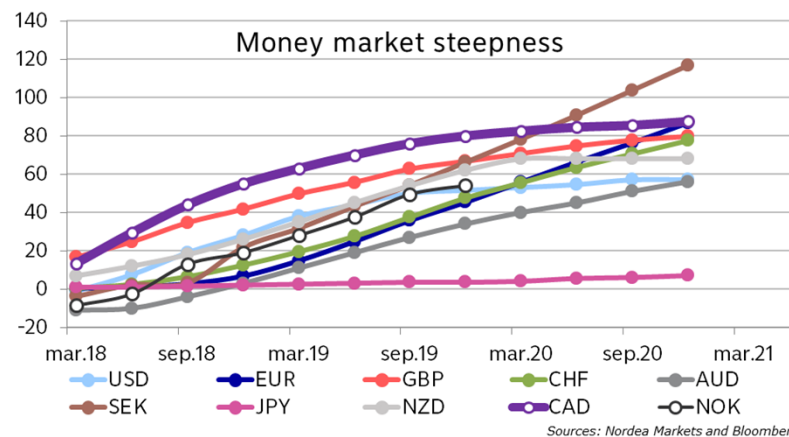
GBPNOK: Tøff tidd for GBP det neste halvåret

- GBPNOK har vært ganske stabil så langt i år, i tråd med utviklingen i korte rentedifferanser. Den siste tiden har imidlertid krysset beveget seg mot den øvre delen av modell-rangen, noe som kan indikere at videre oppside er begrenset.
- Over de neste seks månedene har vi et negativt syn på GBP. Det skyldes i stor grad forventninger om svakere inflasjon enn det Bank of England (BoE) slik at renteøkninger utover den ventede økning i mai blir utsatt.
- I BoEs inflasjonsprognoser fra november til februar var det kun marginale endringer. I samme periode har imidlertid inflasjonsimpulsen fra GBP falt betydelig. Utover i 2018 vil inflasjonsimpulsen fra svak GBP forsvinne i sin helhet, slik at inflasjon over 2%, som er BoEs prognose, kan bli tøft.
- Samtidig er markedet relativt aggressive i prisingen av BoE. Den korte delen av rentekurven i UK er den nest bratteste i hele G-10 universet. Figur 18 viser helningen i pengemarkedet relativt til gjellende flytende rente. Er prisingen rimelig gitt de utfordringene UK står overfor i forbindelse med Brexit.

Figur 17: GBPNOK er mer eller mindre "fair" gitt rentedifferanse



Figur 18: Aggressiv prising av BoE gitt Brexit-utfordringer



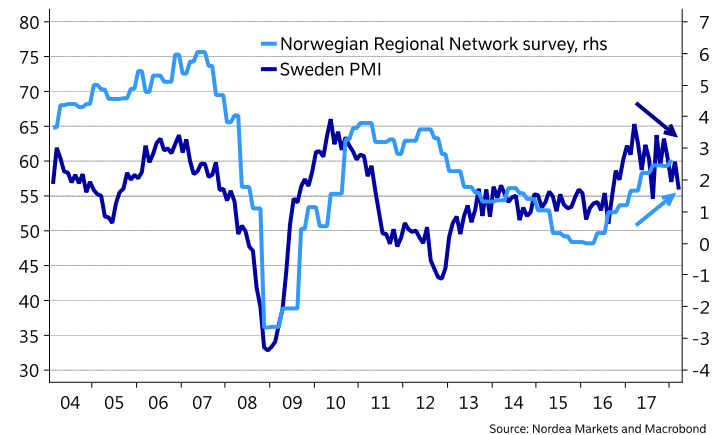
SEKNOK: Potensialet mindre, men mer nedside igjen

- Et av våre sterkeste syn dette året har vært sterkere NOK mot SEK. Det har også blitt en populær trade i markedet, og SEKNOK står i dag i 0,93, ned fra 1,0 ved årsskifte.
- Vi tror det er potensiale for at krysset kan gå videre, men det store fallet tatt i betraktning er potensialet betydelig redusert.
- Utsiktene for norsk økonomi har fortsatt å bedre seg relativt til i Sverige. Her er inflasjonen på vei opp, og vil snart være nær det nye inflasjonsmålet på 2%. I Sverige vil inflasjonen skuffe i forhold til Riksbankens prognose.
- I tillegg forblir Riksbanken i en langt mer duete «camp» enn Norges Bank. Mens Norges Bank nylig fremskyndet første renteøkning kan det se ut som Riksbanken går motsatt vei.
- Riksbanken holdt både renten og rentebanen uendret ved forrige møte, samtidig som inflasjonsprognosen ble nedjustert. Det kan kanskje virke haukete, men ordlyden i pressemeldingen og referatet var dowish. Riksbanken var nær ved å flytte første renteøkning enda lenger ut i tid.

Figur 19: Trendbrudd åpner for mer nedside, men potensialet mindre nå



Figur 20: Sterkere vekstmoment i norsk økonomi



Prognoser

		Prognoser			
		3M	6M	1Y	2Y
USDNOK	7,81	7,64	7,38	7,01	6,62
EURNOK	9,59	9,25	9,00	8,90	8,80
JPYNOK	0,0729	0,0695	0,0653	0,0604	0,0551
SEKNOK	0,93	0,93	0,90	0,92	0,93
DKKNOK	1,29	1,24	1,21	1,19	1,18
CHFNOK	8,14	7,97	7,69	7,54	7,33
GBPNOK	11,02	10,16	10,00	10,11	10,35
EURUSD	1,23	1,21	1,22	1,27	1,33
USDJPY	107,09	110,00	113,00	116,00	120,00
EURSEK	10,28	10,00	10,00	9,70	9,50

		Prognoser			
Renter	spot	3M	6M	1Y	2Y
NOK Leading rate*	0,50	0,500	0,75	0,75	1,250
NOK 3M Nibor	1,16	1,050	1,15	1,45	1,650
NOK 2Y Sw ap	1,48	1,350	1,90	2,15	2,250
NOK 10Y Sw ap	2,19	2,300	2,60	2,75	2,850
EUR Leading rate*	-0,40	-0,400	-0,40	-0,40	-0,150
EUR 3M Euribor	-0,33	-0,350	-0,35	-0,35	-
EUR 2Y Sw ap	-0,15	-0,100	0,00	0,10	0,900
EUR 10Y Sw ap	0,96	1,050	1,10	1,20	1,700
USD Leading rate*	1,50	1,750	2,00	2,50	3,250
USD 3M Libor	2,34	1,950	2,20	2,60	3,350
USD 2Y Sw ap	2,58	2,550	2,75	3,10	3,700
USD 10Y Sw ap	2,81	2,950	3,15	3,40	3,850
SEK Leading rate*	-0,50	-0,500	-0,50	-0,50	-
SEK 3M Stibor	-0,37	-0,400	-0,40	-0,40	0,150
SEK 2Y Sw ap	-0,16	-0,520	-0,47	-0,05	0,500
SEK10Y Sw ap	1,20	1,260	1,36	1,65	2,000

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.