

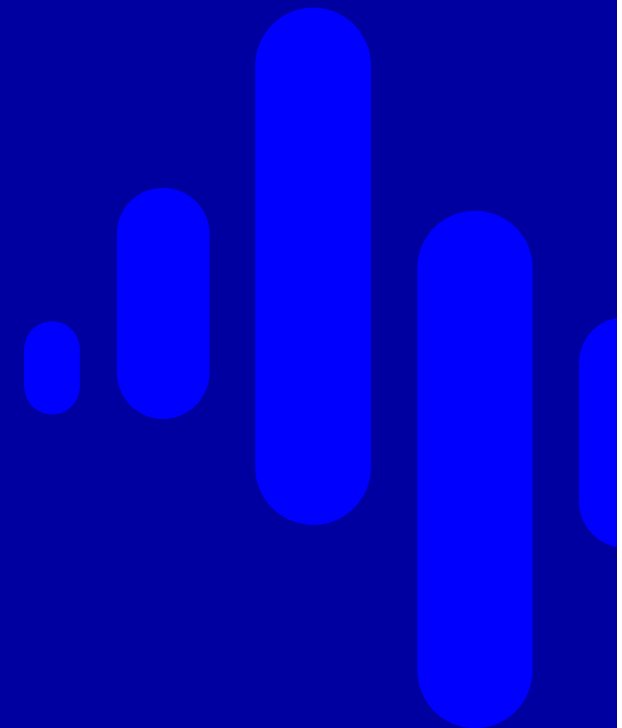
Navigatøren: Inflasjonen ved et vendepunkt

Joachim Bernhardsen

Kjetil Olsen

Erik Bruce

Lars Moulund



Inflasjonspresset er på vei

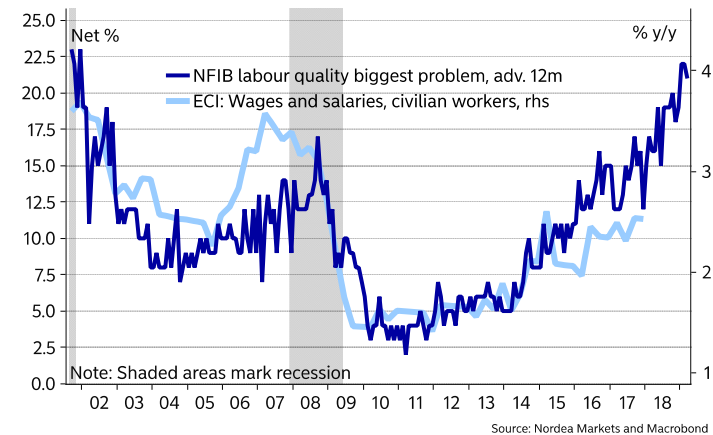
Lavt inflasjonspress har vært årsaken til de ekstremt lave rentene globalt de siste 10 årene. Nå er inflasjonspresset på vei tilbake. Dermed er rentene på vei opp både ute og hjemme.

Sentralbankene har mål om å holde inflasjonen lav og stabil. Med lavt inflasjonspress har sentralbanken måtte løpe etter med en stadig lavere rente for å holde inflasjonen oppe. Men nå trekker både konjunkturelle og strukturelle forhold i retning av økt lønns- og prispress.

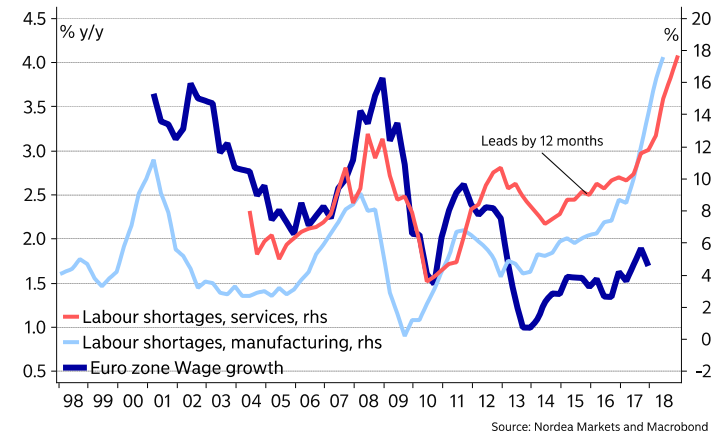
Høy arbeidsledighet har gitt mye ledig kapasitet og lite lønnspress. Men i USA er nå lønnsveksten på vei opp. Vi må 50 år tilbake for å finne lavere arbeidsledighet enn nå. Eurosonen ligger om lag 2 år etter USA i konjunkturforløpet. Gi det litt mer tid, og lønnspresset vil etter komme til syne også her. Her hjemme fortsetter den gode økonomiske utviklingen og sysselsettingen vokser friskt. Arbeidsledigheten har kommet mye ned etter oljekrisa og vil trolig fortsette ned i tiden framover. Lønnsveksten har allerede tatt seg opp og ventes å stige ytterligere.

Flere strukturelle forhold vil også bidra til høyere pris- og lønnsvekst framover. Utvidelsen av EU østover i 2004 bidro til et stort overskudd av billig arbeidskraft fra tidligere østblokkland. Det har bidratt til å holde lønnsveksten lavere i hele Vest-Europa, og ikke minst i Norge.

Figur 1: Lønnspresset på vei i USA...



Figur 2: ...og "rett rundt hjørnet" i eurosonen

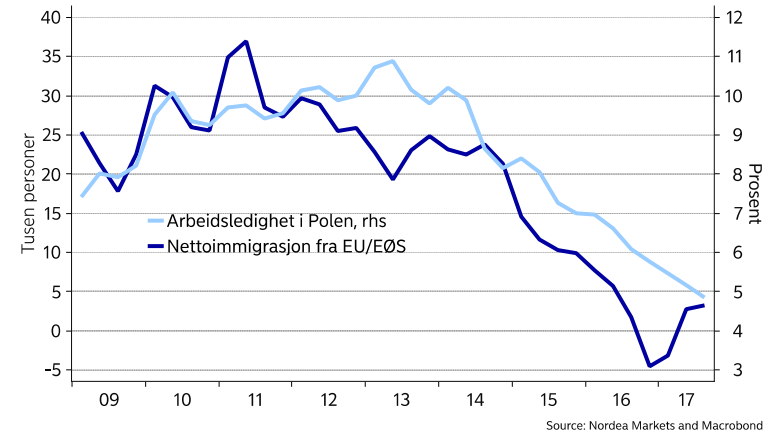


Men nå ser vi at nettoinnvandringen fra øst avtar kraftig (figur 3). En vesentlig grunn er at økonomiene i tidligere østblokkland går så det suser. Da EU ble utvidet i 2004 var arbeidsledigheten i Polen 20 %. Nå er ledigheten under 5 %, og lønnsveksten er høy. Vi kan derfor ikke regne med at like mange kommer til oss for å jobbe. Det gjør at arbeidsledigheten her hjemme faller raskere enn den ellers ville gjort og kan gi høyere lønnspress enn vi har vært vant med.

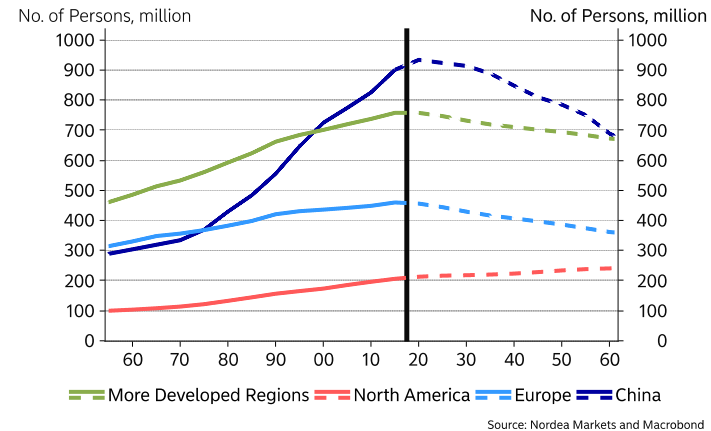
I tillegg er store, globale trender som også har bidratt til lav lønns- og prisvekst, i ferd med å ebbe ut eller snu. Antallet mennesker i arbeidsfør alder i den vestlige verden og i Kina har nådd en topp og vil falle fremover (figur 4). Når færre tilbyr en vare (arbeidskraft) vil det bidra til å presse prisen på varen (lønn) opp. Samtidig kan globaliseringen være i ferd med å nå et metningspunkt. Flytting av produksjon fra høykostland i vest til lavkostland i øst (Kina) har bidratt til stadig billigere import av varer. Framover kan prisutviklingen på importvarer komme til å blir mer normal.

USA er først ute og begynte å heve renten mot et mer normalt nivå for et par år siden. Men de er langt fra ferdige, rentene er fortsatt lave. Norges Bank er blant de første til å følge etter. Norges Bank har varslet en første økning i styringsrenten, fra 0,5 % til 0,75 %, i høst. Mest sannsynlig økes renten i september.

Figur 3: Nettoinnvandringen nær null innebærer strammere arbeidsmarked



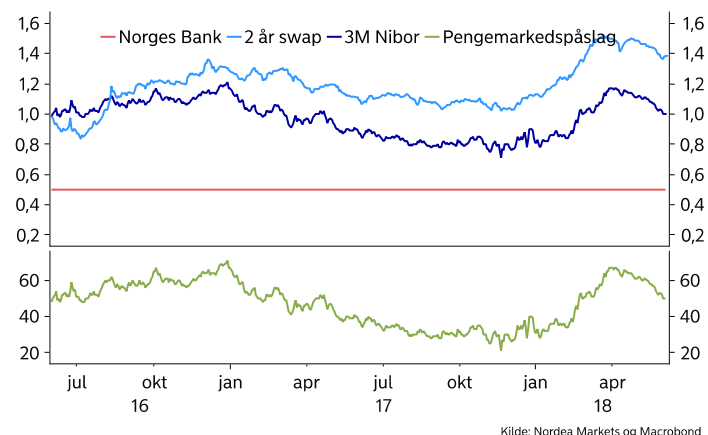
Figur 4: Arbeidskraft blir mangelvare fremover



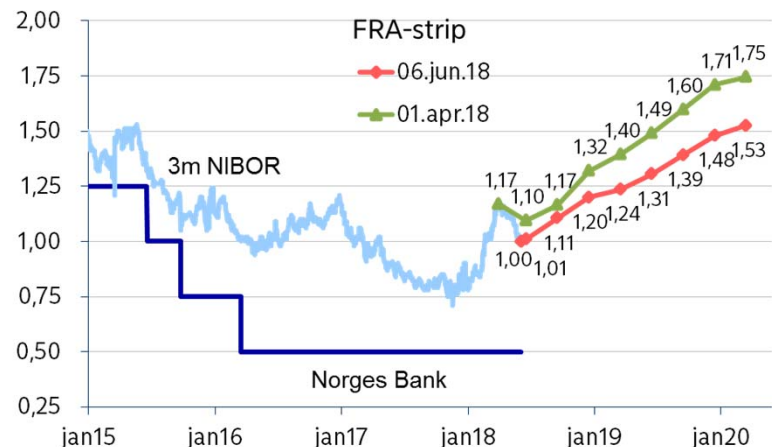
Korte renter: Drevet av Nibor...inntil videre

- Vårt syn er at Norges Bank fortsatt er i rute til å heve renten i september. Norske inflasjonstall har riktig nok vært svakere enn sentralbanken legger til grunn, men en høyere oljepris motvirker noe av dette. I tillegg fortsetter arbeidsledigheten å falle og det er ny fart i boligmarkedet. Norges Bank vil trolig bekrefte at renteøkningen er rett rundt hjørnet på rentemøtet 21. juni.
- Korte renter er noe ned siden forrige Navigatør, hovedsakelig drevet av en lavere Nibor. Nibor i sin tur blir trukket ned av lavere pengemarkedspåslag (figur 5).
- Det var hovedsakelig forhold i det amerikanske pengemarkedet som trakk Nibor opp. De samme forholdene trekker nå Nibor ned. Påslaget er i dag omkring 50bp. Vi legger til grunn et påslag på 40-50bp fremover.
- Som følge av svake nøkkeltall har markedet justert ned prisingen av Norges Bank. Det prises 60-70% sannsynlighet for renteøkning i september og totalt litt over to renteøkninger ut 2019.
- Det er lavere enn våre forventninger og vi ser dermed mer oppside i korte renter i takt med at vi nærmer oss renteøkningen i september.

Figur 5: Korte swapper trekkes ned av Nibor



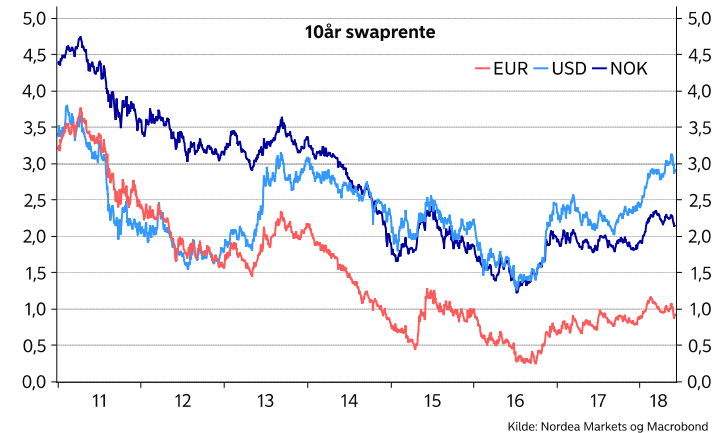
Figur 6: Beskjeden prisingen av Norges Bank



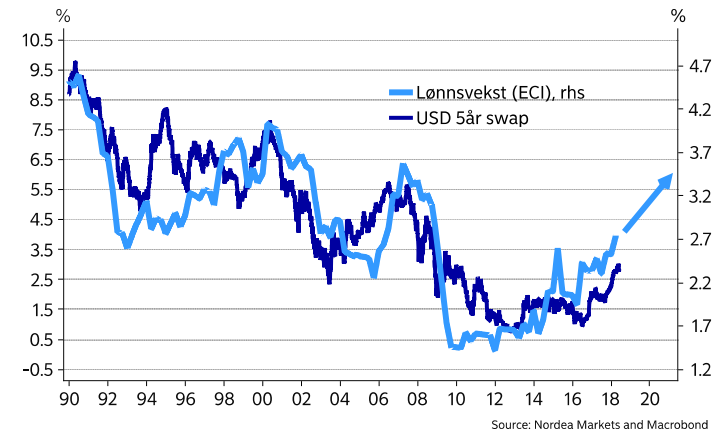
Lange renter: Inflasjonspress vil drive rentene opp over tid

- I tråd med budskapet fra forrige Navigatør har oppgangen i lange renter tatt en pause de siste månedene. 10år swap er omtrent uendret siden begynnelsen av april.
- Uro i aksjemarkedet og utsiktene til en populistisk og EU-skeptisk regjering i Italia har bidratt til å bremse oppgangen i lange renter, ettersom markedet i større grad har etterspurt trygge papirer.
- Risikoaversjonen i markedet har tatt ned prisingen av renteøkninger fra Fed. Det som skjer i Italia har imidlertid lite å si for Fed ettersom det ikke endrer utsiktene for amerikansk økonomi. Fed vil dermed fortsette normaliseringen av renten i takt med at lønns- og prispresset bygger seg opp.
- Som vi skriver om i top-storyen ser vi gode grunner til at inflasjonspresset vil bygge seg opp. Først og fremst i det amerikanske arbeidsmarkedet bygger presset seg opp. Vi er trolig nær et brytningspunkt der vi kan se at lønnsveksten stiger mye raskt. I et slikt scenario er markedet betydelig på etterskudd i prisingen av Fed, som vil tvinges til å sette opp renten raskere for å demme opp for inflasjonspresset (figur 8).
- På toppen av et allerede stramt arbeidsmarked vil USA føre en ekstremt ekspansiv finanspolitikk (figur 9).

Figur 7: Oppgangen i lange renter tar en pause



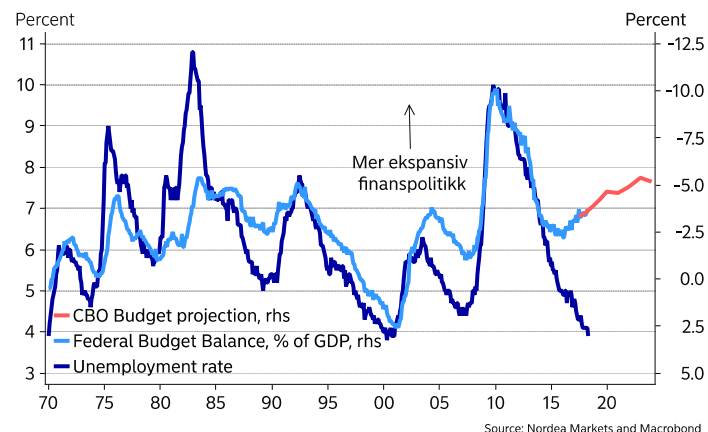
Figur 8: Trendene i rentemarkedet drives av lønns- og prispress



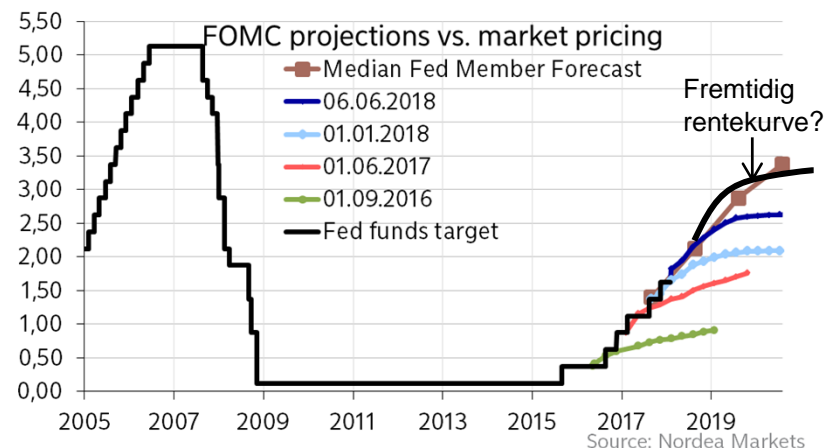
Lange renter: USA leder an

- Figur 9 viser underskuddet på statsbudsjettet mot utvikling i arbeidsledighet. Det vanlige er at underskuddet øker når ledigheten stiger, fordi skatteinntekten svekkes og fordi myndigheten øker utgiftene for å holde veksten oppe. Det er fornuftig.
- Nå øker Trump de offentlige utgiftene tilpasset en økonomi i krise. Risikoen er at dette vil blåse opp amerikansk økonomi ytterligere og gi enda høyere kamp om arbeidskraft og tilhørende oppgang i lønnsveksten. Det føyer seg i rekken av argumenter for høyere renter i USA.
- Med utsikter til høyere lønnspress i USA mener vi Fed vil levere flere renteøkninger enn de 3 renteøkningene markedet priser til utgangen av 2019.
- Figur 10 illustrerer dynamikken i det amerikanske rentemarkedet. Markedet har konstant underpriset Fed. Etter hvert som Fed har flyttet startpunktet på kurven oppover har markedet oppjustert prisingen. Dette vil fortsette i takt med stigende lønns- og prispress.
- Risikoaversjonen den siste tiden har tatt norske lange renter tilbake til januar-nivå, og konsolideringen har i realiteten pågått nær 6 måneder. Utsiktene til fortsatt normalisering i pengepolitikken i USA og renteøkninger fra Norges Bank tilsier at det er mer oppside i rentemarkedet fremover.

Figur 9: Trump fører finanspolitikk tilpasset en økonomi i krise



Figur 10: Markedet har underpriset Fed



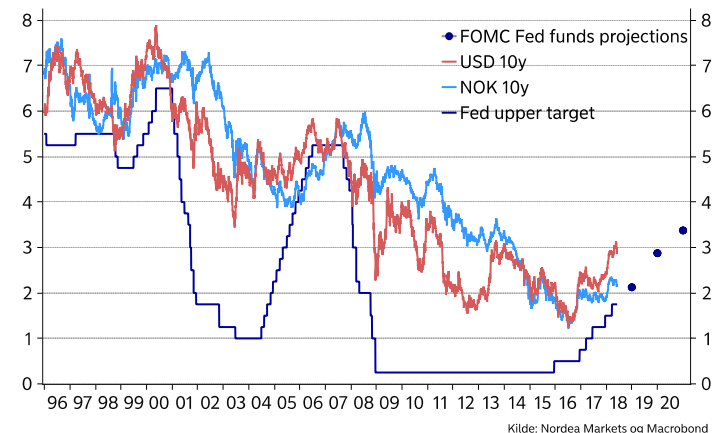
Oppsummering rentemarkedet: Låntaker bør øke sikringsgraden

- Markedssyn:
 - Rentøkningen 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.
 - Lange renter har konsolidert og kommet ned på nivåer sist sett i januar. Markedsuroen rundt Italia har imidlertid lite å si for Fed, som vil fortette å sette opp rentene.
 - I takt med normaliseringen i pengepolitikken både her hjemme og internasjonalt er trenden i lange renter opp (figur 11). Det siste fallet i lange renter utgjør dermed en god mulighet til å gjøre nye rentesikringer.

Strategisk vurdering

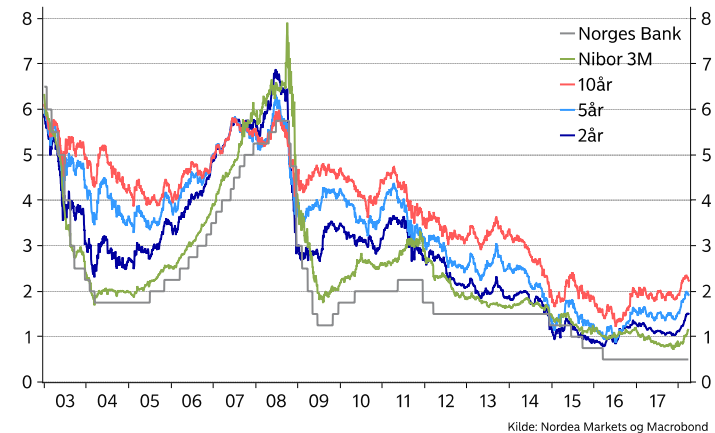
- Fremover vil flytende rente gradvis stige når Norges Bank kommer i gang med rentøkninger. Med en underliggende trend opp i lange renter i tillegg mener vi låntager bør ha en høy sikringsgrad i porteføljen.
- Rentesikringer bør gjøres i den lange delen av kurven, gjerne gjennom nye lange rentesikringer. 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.

Figur 11: Trenden i lange renter er opp



Kilde: Nordea Markets og Macrobond

Figur 12: Norske renteswapper

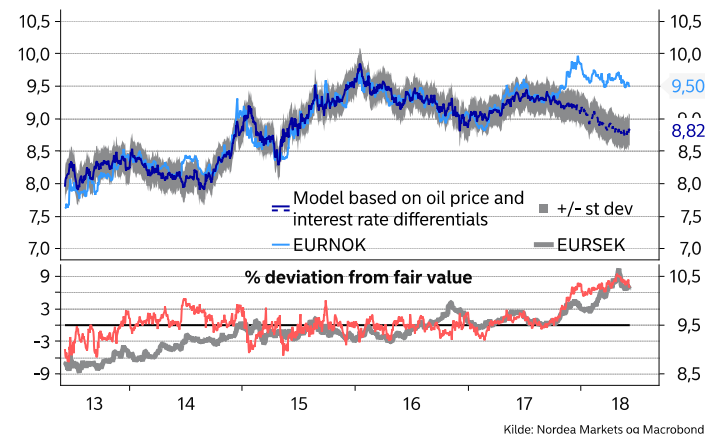


Kilde: Nordea Markets og Macrobond

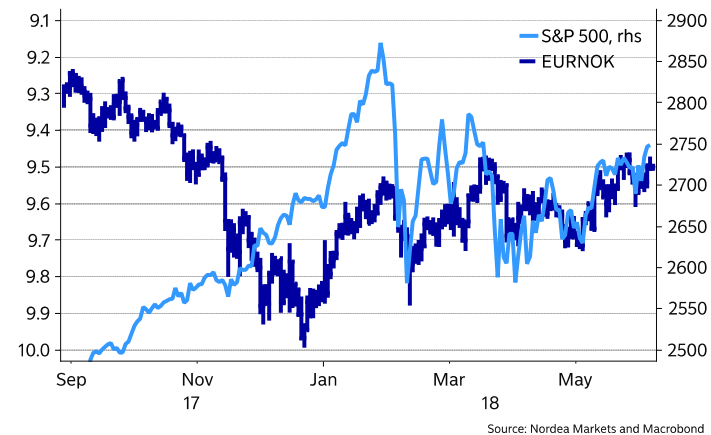
EURNOK – Preget av risk off

- Kronestykingen har latt vente på seg, på tross av en betydelig oppgang i oljeprisen gjennom våren. Våre naboer i øst må nok ta en del av skylden. SEK svekket seg mye frem til begynnelsen av mai. Det kan virke som utlendingene ser både NOK og SEK som en felles «Scandi story», slik at vi blir rammet av svak SEK. Dette illustreres i figur 13. siden 2017 kan avviket til «fair value» i stor grad forklares av EURSEK.
- Vårt bilde om sterkere NOK henger i stor grad på at valutamarkedet priser inn første renteøkning fra Norges Bank, som vi tror kommer i september. Som vi skrev i forrige Navigatør har dette historisk gitt 30 øres nedside i EURNOK, og kronestykingen har begynt tre måneder før første renteøkning.
- Det historiske mønsteret taler for en snarlig kronestyking. EURNOK har imidlertid vært tett knyttet til risikosentimentet i markedet i vår (figur 14). Med handelspolitiske spenninger kan vi derfor se markedsuro den nærmeste tiden. Det er argumenter for at kronestykingen fortsatt vil være beskjeden.
- Samtidig vil det faktum at Norges Bank bekrefter en renteøkning i september på rentemøtet i juni trekke kronen sterkere. Vi venter dermed sterkere krone, men trolig må vi legge lite likvide sommermånedene og litt markedsuro bak oss, før vi ser den virkelige trenden for nedside i EURNOK.

Figur 13: EURSEK har vært viktig for EURNOK også



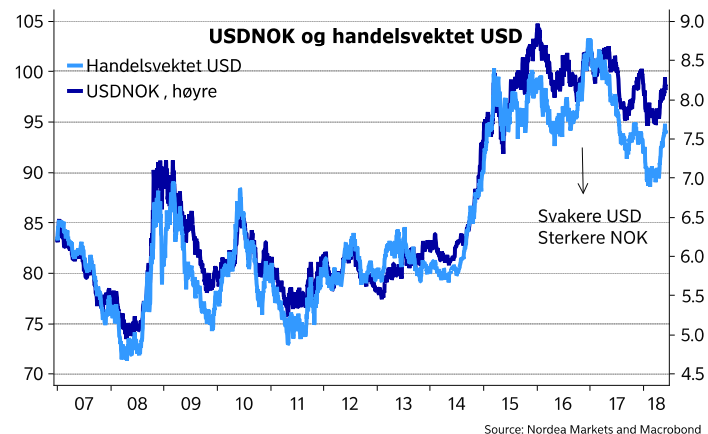
Figur 14: Risikosentiment viktig for EURNOK



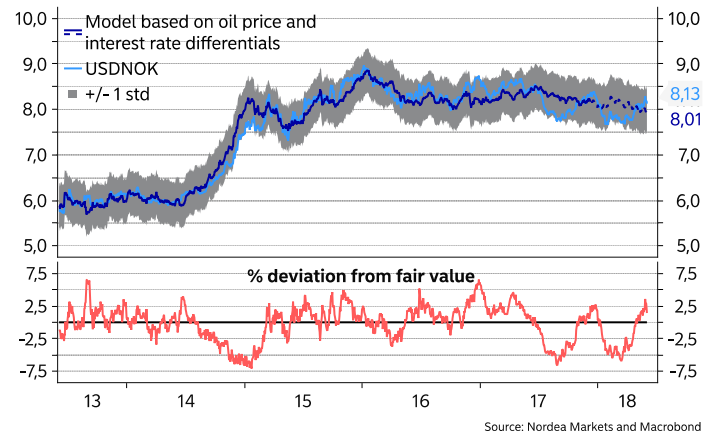
USDNOK – Nedsidepotensiale på sikt

- I forrige Navigatør skrev vi om utsikter til en midlertidig oppgang i USDNOK, hovedsakelig drevet av sterkere USD. Oppgangen i USDNOK kom, men det gjenstår å se om den blir midlertidig.
- Dollaren har styrket seg bredt siden midten av april. Gode amerikanske nøkkeltall sammenlignet med resten av verden er en av årsakene, sammen med risikoaversjon i aksjemarkedet.
- Potensialet for videre USD-styrking virker nå mer begrenset. Markedet er fortsatt long USD, men posisjoneringsen er mer balansert enn den var, og det er grenser for hvor lenge amerikanske nøkkeltall kan «out-performe» andre.
- Det taler for at vi kan se sterkere NOK mot USD fremover. Tegn til risikoaversjon utover sommeren gjør oss imidlertid litt tilbakeholdne, og vi venter ikke den store kronestyrkingen mot USD på kort sikt.
- På lenger sikt er vi svært positive til nedsiden i USDNOK. Det skyldes både sterkere NOK, men også at USD vil svekke seg i takt med USA beveger seg lenger ut i konjunktursyklusen enn for eksempel Norge og Eurosonen.

Figur 15: USDNOK korrelerer med USD



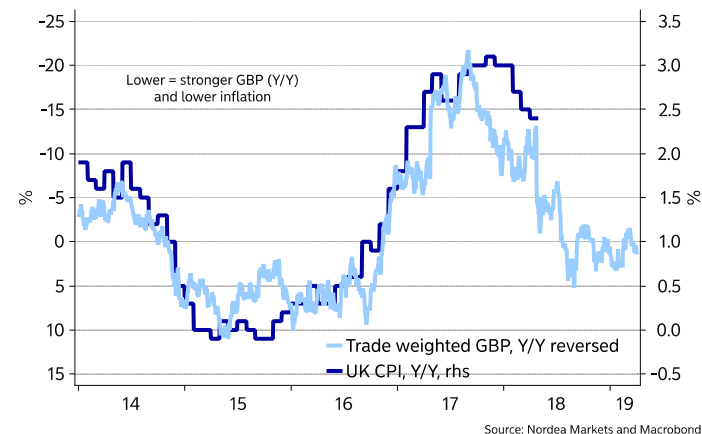
Figur 16: USDNOK litt over «fair value»



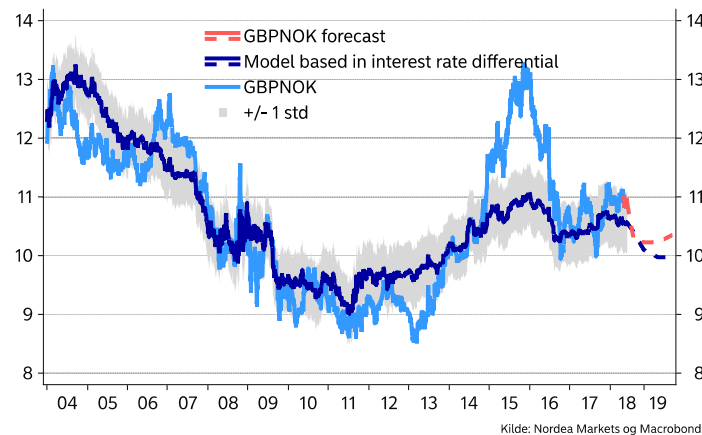
GBP/NOK: BoE måtte vike for lav inflasjon

- Forventningene til Bank of England endret seg raskt. Renteøkningen i mai var mer eller mindre avgjort, men til syvende og sist avsto BoE fra renteøkningen.
- Svakere inflasjontall, som følge av at inflasjonsimpulsen fra svakere GBP ble faset ut, var hovedårsaken til at BoE holdt renten i ro. Reprisingen av BoE har svekket pundet, men kun i begrenset grad mot NOK.
- Basert på sammenhengen i figur 17 er det mer nedside for britisk inflasjon. Det vil trolig trekke GBP noe svakere over de neste månedene.
- De svake inflasjonsutsiktene i UK materialiserer seg i en relativt beskjeden prognose for BoE fremover. Vi venter en renteøkning til høsten, deretter blir det stopp ut 2019.
- Første renteøkning fra Norges Bank kommer til høsten, men i motsetning til BoE, venter vi at Norges Bank vil fortsette. Forskjellen i pengepolitikken innebærer at rentedifferansen, en viktig driver av GBNOK, vil trekke i retning av sterkere NOK mot GBP (figur 18).

Figur 17: Lavere inflasjon kan trekke GBP svakere



Figur 18: Rentedifferansen trekker i retning av lavere GBPNOK



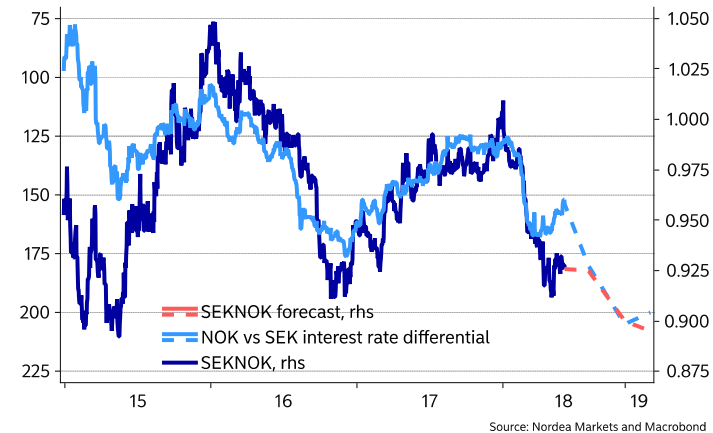
SEKNOK: Potensialet mindre, men mer nedside igjen

- De siste par månedene i SEKNOK har vært lite begivenhetsrike sammenlignet med begynnelsen av året. Den kraftige NOK styrkingen mot SEK har gått over i en mer sideveis bevegelse. Vårt syn er imidlertid ikke endret.
- NOK skal fortsatt styrke seg mot SEK, selv om potensialet er begrenset fra dagens nivåer. Bakgrunnen for vårt syn er at pengepolitikken fortsatt vil være svært forskjellig.
- Mens Norges Bank hever vil Riksbanken bli liggende med all oppmerksomhet rettet mot inflasjon. Ikke nok med det, vekstmomentet i Sverige dempes.
- Figur 20 fanger opp dynamikken fra to sentralbanker som går i forskjellige retninger. Rentedifferansen kan i stor grad forklare SEKNOK, og det vil den trolig gjøre fremover også.

Figur 19: Fortsatt noe nedsidepotensiale i SEKNOK



Figur 20: Sentralbankene avviker diamentralt



Finansielle data

		Prognoser			
		3M	6M	1Y	2Y
USDNOK	8,11	7,64	7,38	7,01	6,62
EURNOK	9,53	9,25	9,00	8,90	8,80
JPYNOK	0,0737	0,0695	0,0653	0,0604	0,0551
SEKNOK	0,93	0,93	0,90	0,92	0,93
DKKNOK	1,28	1,24	1,21	1,19	1,18
CHFNOK	8,23	7,97	7,69	7,54	7,33
GBPNOK	10,89	10,16	10,00	10,11	10,35
EURUSD	1,17	1,21	1,22	1,27	1,33
USDJPY	110,07	110,00	113,00	116,00	120,00
EURSEK	10,27	10,00	10,00	9,70	9,50

Renter	spot	Prognoser			
		3M	6M	1Y	2Y
NOK Leading rate*	0,50	0,500	0,75	1,00	1,250
NOK 3M Nibor	1,00	1,050	1,15	1,45	1,650
NOK 2Y Swap	1,40	1,350	1,90	2,15	2,250
NOK 10Y Swap	2,16	2,300	2,60	2,75	2,850
EUR Leading rate*	-0,40	-0,400	-0,40	-0,40	-0,150
EUR 3M Euribor	-0,32	-0,350	-0,35	-0,35	-
EUR 2Y Swap	-0,13	-0,100	0,00	0,10	0,900
EUR 10Y Swap	0,94	1,050	1,10	1,20	1,700
USD Leading rate*	1,50	1,750	2,00	2,50	3,250
USD 3M Libor	2,32	1,950	2,20	2,60	3,350
USD 2Y Swap	2,74	2,550	2,75	3,10	3,700
USD 10Y Swap	2,95	2,950	3,15	3,40	3,850
SEK Leading rate*	-0,50	-0,500	-0,50	-0,50	-
SEK 3M Stibor	-0,39	-0,400	-0,40	-0,40	0,150
SEK 2Y Swap	-0,15	-0,520	-0,47	-0,05	0,500
SEK10Y Swap	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 forhåndsgodkjenning av Nordea Markets.