

Navigatøren: Vekstfrykt holder rentene nede

Nordea Markets Research

Joachim Bernhardsen

Kjetil Olsen

Erik Bruce

Lars Moulund

Nick P. Fisker



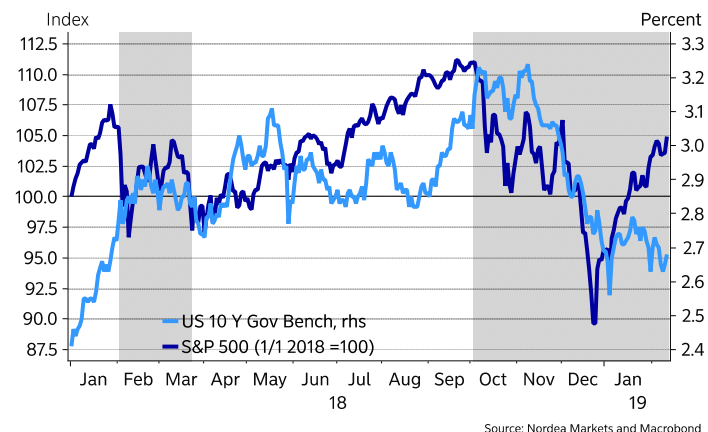
Vekstfrykt holder rentene nede

Det globale aksjemarkedet falt kraftig mot slutten av fjoråret. Både frykt for lavere vekst og høyere renter bidro til aksjefallet. Fallet i aksjemarkedet startet da Fed signaliserte at det fortsatt var langt til rentetoppen. Aksjemarkedet, som har blitt godt vant med lave renter, ble skremt av utsiktene til høyere renter enn lagt til grunn.

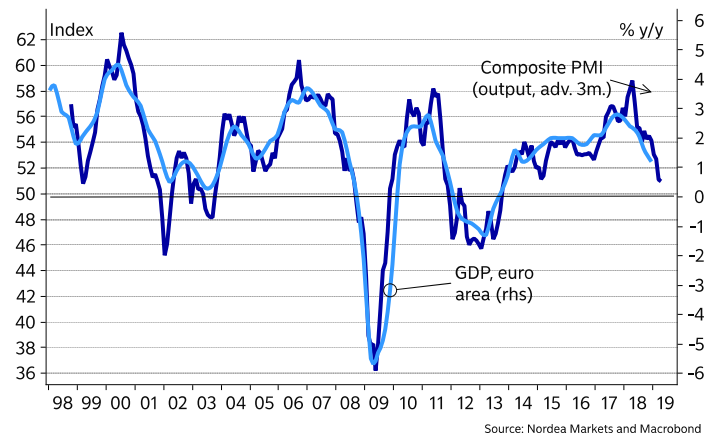
Det er liten tvil om at den globale vekststoppen er bak oss. Usikkerheten i verdensøkonomien er større enn på lenge og, utviklingen har vært særlig svak i Europa. Forklaringen på lavere vekst er trolig sammensatt. Svakere vekst i Kina og dermed i verdenshandelen påvirker eksporttunge europeiske land. Samtidig er trolig flere midlertidige forhold på tilbudssiden i Europa i virke. Bilindustrien rammes av problemer knyttet til nye utslippskrav. Lav vannstand i Rhinen påvirket transporten av kjemiske produkter i høst. De gule vestene har påvirket stemningen i Frankrike. Brexit ligger som en klam hånd over mange investeringsbeslutninger.

I Kina er spørsmålet om det er handelskrigen eller laggede effekter av at myndigheten lenge prøvde å bremse låneveksten og gjeldsoppbyggingen, som ligger bak vekstbremsen. Uansett har avmatningen i veksten ført til at myndighetene igjen stimulerer med både penge- og finanspolitiske tiltak, tiltak som tidligere har vist seg å virke fort og bra.

Figur 1: Aksjer og renter falt i desember



Figur 2: Lavere vekst i Europa



I USA er veksten fortsatt sterk. Ledende indikatorer har kommet noe ned, men de lå i utgangspunktet langt over den faktiske utviklingen i økonomien. Trolig har mange Trump-tilhengere gitt et mer rosenrødt bilde av situasjonen enn det har vært grunnlag for. Her kan det derfor være snakk om en realitetsorientering. Det er så langt få signaler fra arbeidsmarkedet om at veksten er på vei ned. Amerikanske nøkkeltall er fortsatt svært gode.

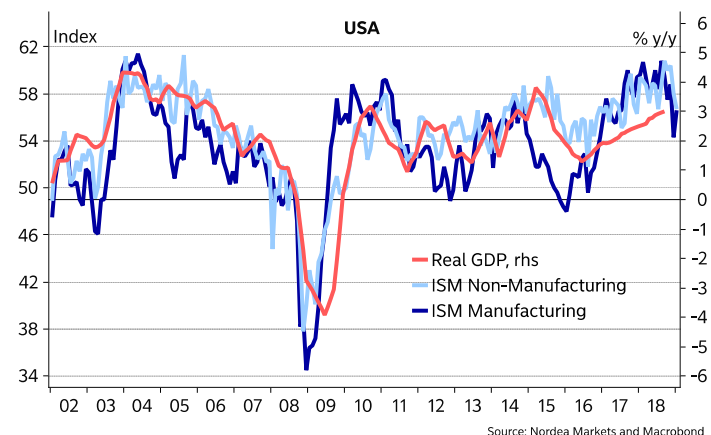
Både i USA og eurosonen er nok veksttoppen bak oss. Men utsiktene i eurosonen er nok i overkant lave per i dag. Flere av forholdene som har begrenset veksten og svekket sentimentet kan fort finne en løsning eller forsvinne. Se figur fire der bilproduksjonen viser tegn til å stige igjen. Det kan gi et oppsving i både vekst og stemning senere i år.

Da aksjemarkedet falt i desember kom også de langsiktige rentene ned. Gjennom den siste måneden har aksjer kommet bra tilbake igjen. Det skyldes i stor grad at renteforventningene har falt, og blitt holdt lave på bekymringer om den globale veksten.

Med et aksjemarked som frykter høyere renter er det begrenset hvor fort rentene kan stige. Samtidig er det priset inn betydelig svakere vekst i rentemarkedet. Om noen av de midlertidige forholdene som holder veksten nede skulle slippe kan det tale for at stemningen i

3 rentemarkedet letter.

Figur 3: ISM ned til "riktige" nivåer



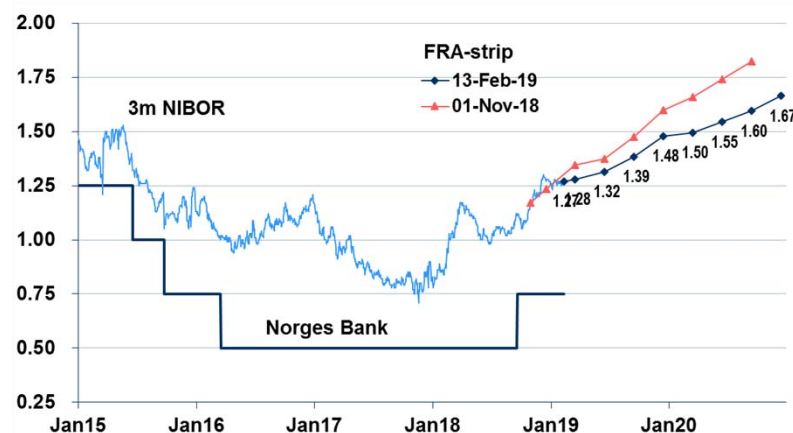
Figur 4: Er midlertidige forhold i ferd med å slippe?



Korte renter: Norges Bank i rute

- Korte renter er omtrent uendret siden forrige Navigatør, men prisingen av Norges Bank er tatt noe ned. Markedet har fortsatt troen på en viss renteoppgang fra Norges Bank i år, men ut i neste år er forventningene nedjustert.
- Markedets nedjustering kommer i lys av uroen i de internasjonale finansmarkedene og utsiktene til svakere vekst internasjonalt. Av de samme årsakene har vi nedjustert vår egen prognose for Norges Bank fra 3 til 2 renteøkninger i året i år og neste år.
- Norges Bank vil etter alt å dømme bekrefte en videre normalisering av renten i mars med å sette opp styringsrenten til 1%.
- En renteøkning i mars er priset inn med omkring 70%, Vi kan dermed se noe utslag i markedet i mars dersom Norges Bank hever. Deretter prises det inn rundt en halv renteøkning til mot slutten av året, til sammen 30bp for hele året. I 2020 prises det inn i underkant av en renteøkning.
- Det innebærer at vi ser mer oppside i korte renter. Markedets prising av Norges Bank er noe på den lave siden, men trolig må Norges Bank levere renteøkninger før markedet skal prise inn mer.

Figur 5: FRA-stripen ned siden i høst



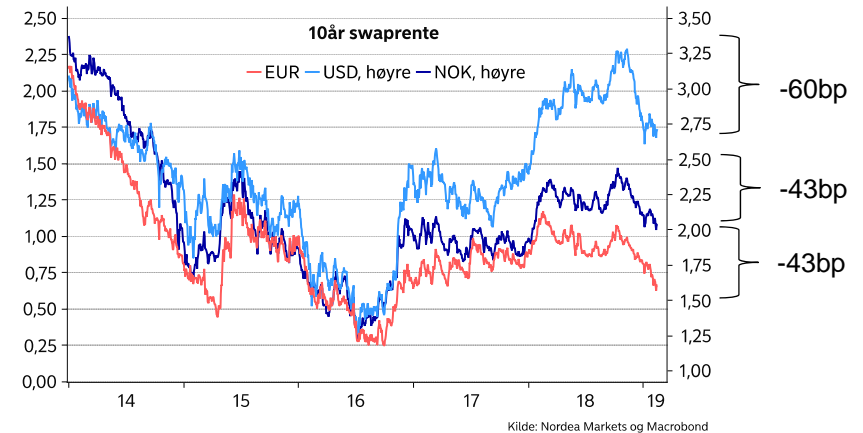
Figur 6: Markedet priser begrenset oppgang i styringsrenten



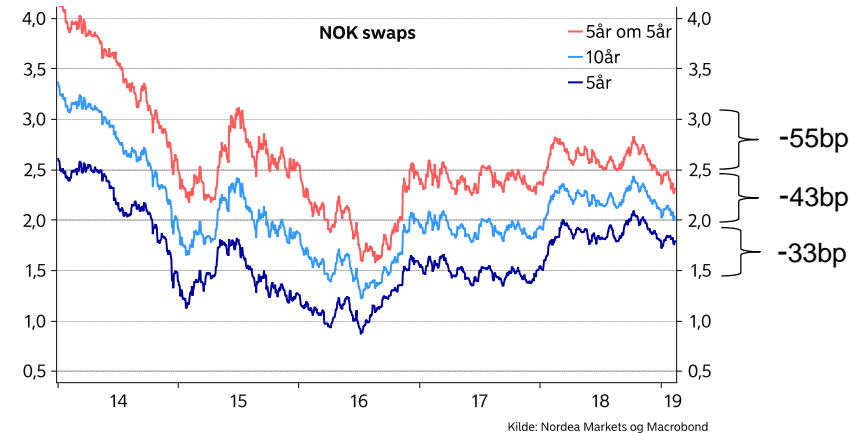
Lange renter: Mye pessimisme priset inn i rentemarkedet

- Rentene har fortsatt ned på nyåret, om enn i en litt lavere takt enn i høst. Siden forrige Navigatør er 10år swap ned 18bp.
- Ser vi tilbake til rentetoppen tidligere på høsten er imidlertid lange renter mye ned globalt, se figur 7. Rentefallet internasjonalt slår inn på lange renter i Norge, som også faller. Ettersom forventninger til Norges Bank holder oppe den første del av kurven er rentefallet størst i de lange forwardrentene. 5år om 5år er ned 55bp, figur 8.
- Rentefallet er spesielt stort i USA. Sentralbanken har tatt en helomvending og virker langt mer bekymret for å sette opp rentene videre. Sentralbanksjef Powell har kommunisert at neste renteendring like gjerne kan være ned som opp.
- Den duete holdningen til Fed innebærer nå en svært forsiktig prising av sentralbanken. Som figur 9 viser er Fed funds-kurven invertert. Det innebærer at markedet priser inn en viss sannsynlighet for rentekutt neste år. Slik vi beskriver i top storyen er det imidlertid lite i amerikansk økonomi som tilsier behov for rentekutt, snarere tvert i mot.

Figur 7: Lange renter faller tilbake, men fallet har bremset opp

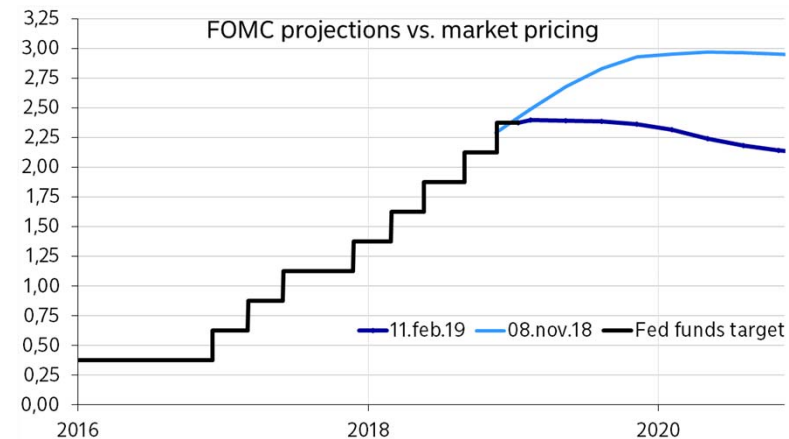


Figur 8: Lange forwardrenter faller mest

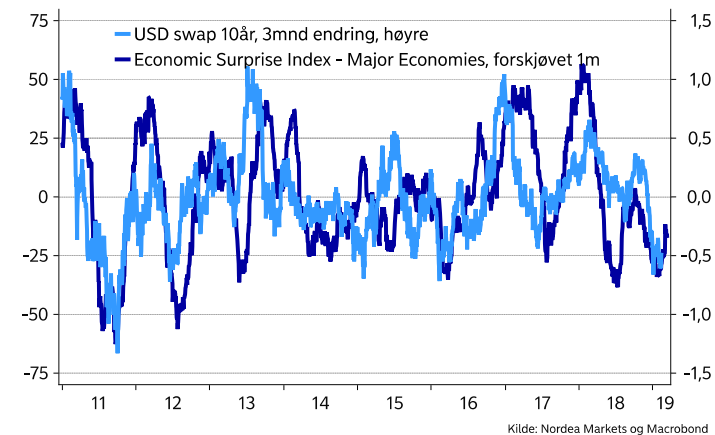


- Med en slik prising skal det mye til for at markedet blir enda mer negative til Fed, det vil i alle fall kreve en betydelig svekkelse av nøkkeltall og de økonomiske utsiktene
- Negativiteten og de lave forventningene understrekes av såkalte overraskelsesindekser. Overraskelsesindekser viser hvordan nøkkeltallene har kommet inn relativt til forventningene i en rullerende tremånedersperiode. Figur 10 viser en slik indeks for de store økonomiene. Indeksen er svært lav noe som indikerer at nøkkeltallene jevnt over har skuffet den siste tiden.
- Etter en periode med skuffelser begynner aktørene å justere ned forventninger og estimater. Der vi er nå skal det dermed lite til for at markedet blir overrasket på den positive siden. Endringen i rentene har en tendens til å korrelere med overraskelsesindekser. Med utsikter til at markedet igjen kan bli overrasket positivt fremover har det potensialet til å løfte rentene noe.
- Rentene holdes nede av mer forsiktige sentralbanker og et aksjemarked som ikke i tilstrekkelig grad var forberedt på høyere renter (se Top Story). Samtidig er det svært mye negativitet priset inn i rentemarkedet. Vi opprettholder dermed budskapet fra forrige Navigatør at nedsiden begrenset herfra. Kanskje kan vi også se at høstens rentefall reverseres noe utover våren.

Figur 9: Markedet priser rentekutt fra Fed



Figur 10: Negativt prising av Fed



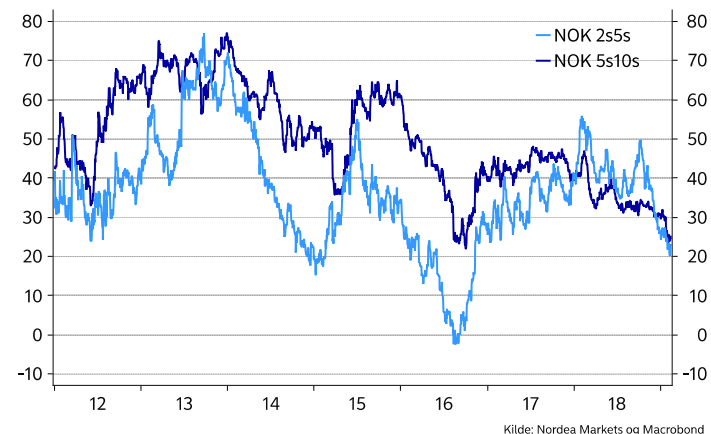
Oppsummering rentemarkedet: Låntaker bør øke sikringsgraden

- Markedssyn:
 - Sammenlignet med rentetoppen i høst er norske renter mye ned, spesielt i den lange delen av kurven.
 - Dette reflekteres i en svært flat rentekurve, figur 11.
 - Vi mener det er mye negativitet priset inn i rentemarkedet. Relativt sett skal det dermed mindre til for at markedet blir overrasket på positive siden enn den negative siden.
 - Rentefallet bør dermed avta, og kanskje kan rentene komme noe opp igjen. Stiger renten mye kan det imidlertid skape ny uro aksjemarkedene. Dette begrenser hvor mye rentene kan stige på kort sikt.

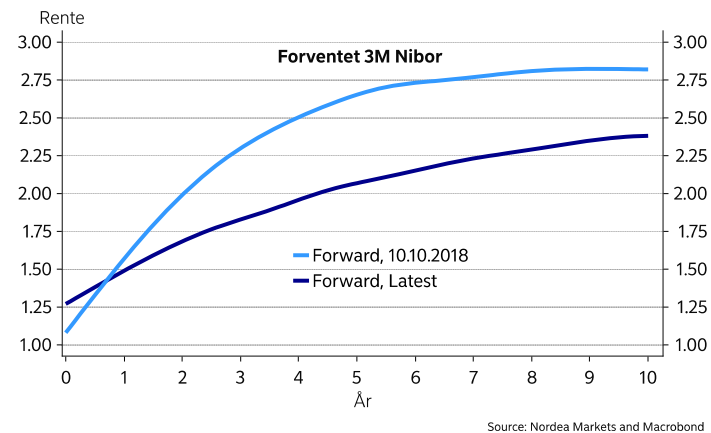
Strategisk vurdering

- Norges Bank er i rute for en fortsatt normalisering av renten. Det tilsier en gradvis oppgang i flytende rente.
- Vi anbefaler låntaker å konsentrere rentesikringer i den lange delen av kurven for å nyttiggjøre seg av det kraftige rentefallet gjennom høsten.
- Rentesikringer kan gjerne gjøres gjennom «forward starts» et par år frem. Ettersom det er de lange forwardrentene som har falt er det denne delen av kurven man ønsker å låse inn. Samtidig vil oppgangen i flytende rente være gradvis de neste par årene.

Figur 11: Rentekurven har flatet



Figur 12: Gunstig marked for å gjøre forward starts



EURNOK – En god start

- NOK har styrket seg mye gjennom første del av året. Krysset, som lå på rundt 10 kroner ved nyttår har kommet ned til 9,70-nivået på det laveste.
- Det er en styrking på 3,7%. Erfaringen er at det er vanskelig for NOK å styrke seg mer enn 4% mot Euro i en omgang. Vi tror dermed vi står overfor en konsolideringsperiode i EURNOK, se figur 13.
- Oppsiden i EURNOK er imidlertid begrenset. Markedet har nedjustert prisingen av Norges Bank og priser 70% for renteøkning i mars. Det kan hende vi må vente til renteøkningen faktisk kommer før markedet skal prise mer for Norges Bank, men dette vil etter alt å dømme støtte NOK utover våre.
- Dette reflekteres i figur 14 som viser EURNOK mot 1y1y forwardrente, en rente som godt fanger opp forventningene til Norges Bank.
- Renteforventningene til både Fed, ECB og Riksbanken er skjøvet på. I Norge, hvor oljeinvesteringene er en viktig vekstdriver de neste årene, er man noe mer beskyttet mot svakere vekst internasjonalt. Derfor vil trolig Norges Bank holde seg til prognosen med to renteøkninger i året. Vi venter å se EURNOK ned mot 9,50-nivået til sommeren.

Figur 13: NOK styrker seg sjeldent mer enn 4% mot Euro



Figur 14: EURNOK svinger med renteforventninger



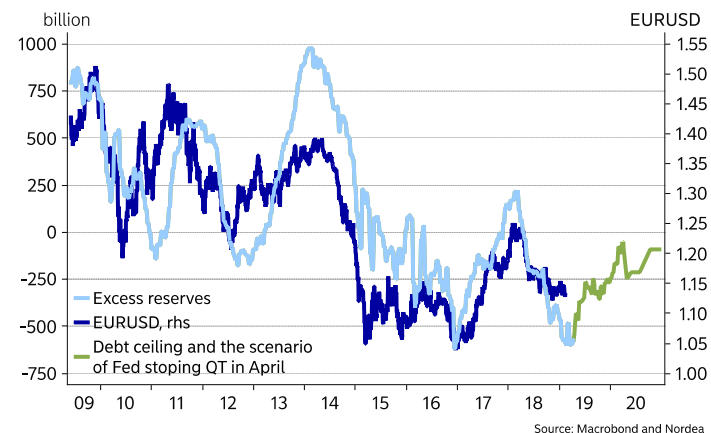
USDNOK – Oppsiden begrenses av USD-benet

- Utsikter til konsolidering i EURNOK frem til rentemøtet i mars preger også bildet i USDNOK. USDNOK kan imidlertid få hjelp på veien sørover fra en svakere USD.
- Hovedårsaken til vår tro på noe svakere USD handler om likviditeten i det amerikanske banksystemet. Erfaringen har vist at når likviditeten øker, og det blir flere dollar tilgjengelig, svekker USD seg (figur 16).
- I forbindelse med gjeldstaket vil det amerikanske finansdepartementet tilføre USD 200mrd med likviditet til markedet i første halvdel av mars. Det henger sammen med regler for hvor mye penger finansdepartementet kan ha på sin konto i sentralbanken i en slik situasjon.
- Samtidig anla sentralbanksjefen i Fed en veldig forsiktig tone på forrige rentemøte. Signalene er at Fed er klare til å justere farten på reversering av QE. Fed bygger i øyeblikket ned sin beholdning av verdipapirer med USD 50mrd i måneden. Om dette skulle bremses eller stoppes vil det ha stor betydning for den samlede likviditeten og dermed USD.

Figur 15: USDNOK på høye nivåer



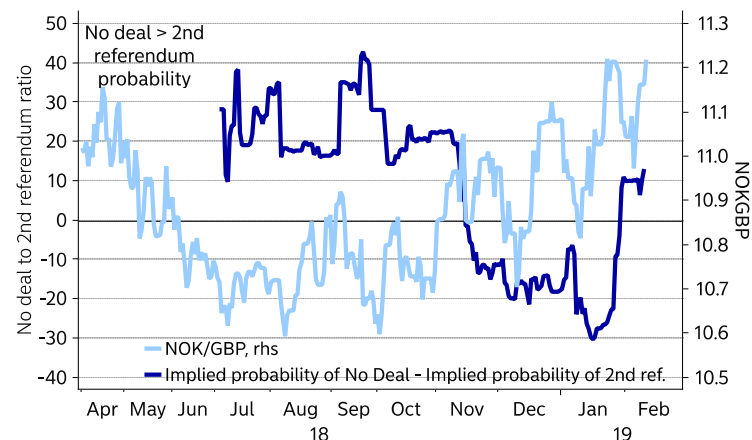
Figur 16: Mer likviditet i banksystemet kan gi svakere USD



GBPNOK: Brexit dominerer

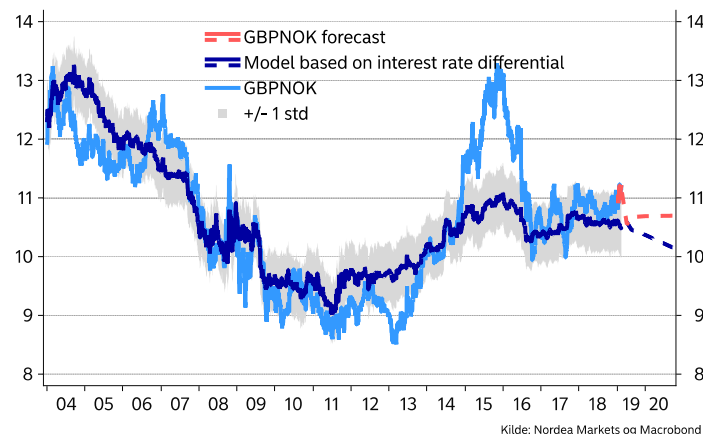
- Kaoset fortsetter. Mays avtale ble avvist i Parlamentet og markedet priser nå inn en «hard Brexi» fremfor en ny avstemning
- May skal tilbake til Brussel og forsøke å forhandle frem at den irske backstop-planen ikke blir en del av avtalen. Greier hun det vil hun trolig få en avtale gjennom det britiske Parlament, men inntil videre har EU kategorisk avvist å endre avtalen. Den 29 mars (Brexit-datoen) kommer stadig nærmere selv om denne kan bli utsatt for å gi mer tid til forhandling eller en mulig ny avstemning.
- Bank of England holder seg fortsatt på sidelinjen inntil Brexit er mer avklart. Inflasjonspresset har generelt avtatt i det siste, selv om arbeidsmarkedet er stramt. Markedet priser nå kun en full renteheving frem mot slutten av 2020 mot to i midten av november.
- Det er neppe tvil om at pundet vil styrke seg såfremt vi får en avtale eller en utsettelse. Det vil få Bank of England til å fortsette den gradvise normalisering av pengepolitikken.
- Vi venter fortsatt at Norges Bank kommer til å «out-hike» Bank of England i 2019 og 2020. Det taler isolert sett for en styrkelse av krona, men dette er sekundært i det korte løp. Krysset er primært drevet av «event-risks» fra Brexit de neste månedene.

Figur 17:Markedet priser større sannsynlighet for hardt Brexit



Source: Macrobond and Nordea

Figur 18:Rentedifferansen trekker i retning av lavere GBPNOK

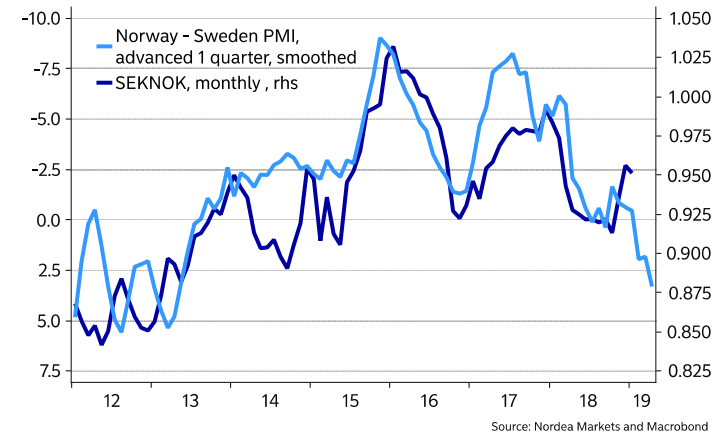


Kilde: Nordea Markets og Macrobond

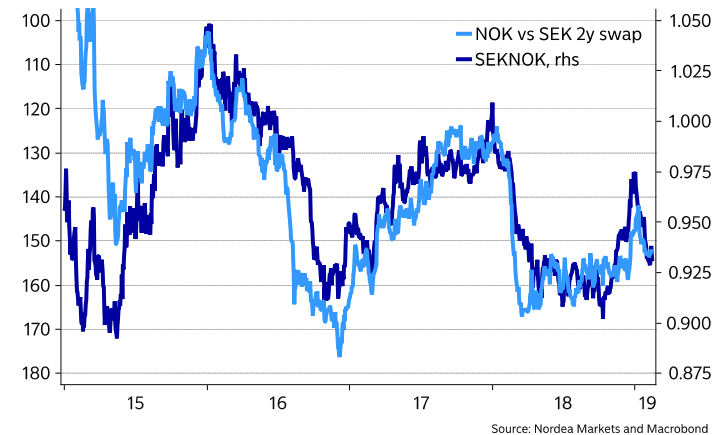
SEKNOK: Pengepolitikken vil dominere igjen

- NOK har tatt igjen mye av det tapte mot SEK etter nyttår. Krysset har fått støtte av både noe høyere oljepris og at rentedifferansen har trukket i favør av NOK.
- Det er gode argumenter for at krysset kan fortsette i samme retning. Gapet mellom norske og svensk PMI er nå rekordhøyt og sist norsk PMI var såpass mye sterkere enn svensk PMI lå SEKNOK under 0,90.
- Mye av årsaken bak det høye PMI-gapet skyldes trolig at Sverige er mer eksponert mot svakere utvikling internasjonalt. For øyeblikket er oljeinvesteringene en viktig vekstmotor i norsk økonomi, og så lenge ikke oljeprisen kollapser vil det være god fart i investeringene på sokkelen. Sverige derimot rammes av svakere vekst i Europa for øvrig.
- Ulempen at markedet i stor grad har kjøpt denne historien, slik at traden NOK mot SEK er i ferd med å bli overbefolket. Selv om krysset kan falle noe mer tror vi dermed det store potensialet er tatt ut på kort sikt.
- På lengre sikt tror vi NOKSEK vil svinge rundt dagens nivåer.

Figur 19: PMI-gapet kan tilsi enda sterkere NOK mot SEK



Figur 20: NOKSEK er fair i forhold til rentedifferansen



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.