

Navigatoren: Norge er annerledes-landet igjen

Nordea Markets Research

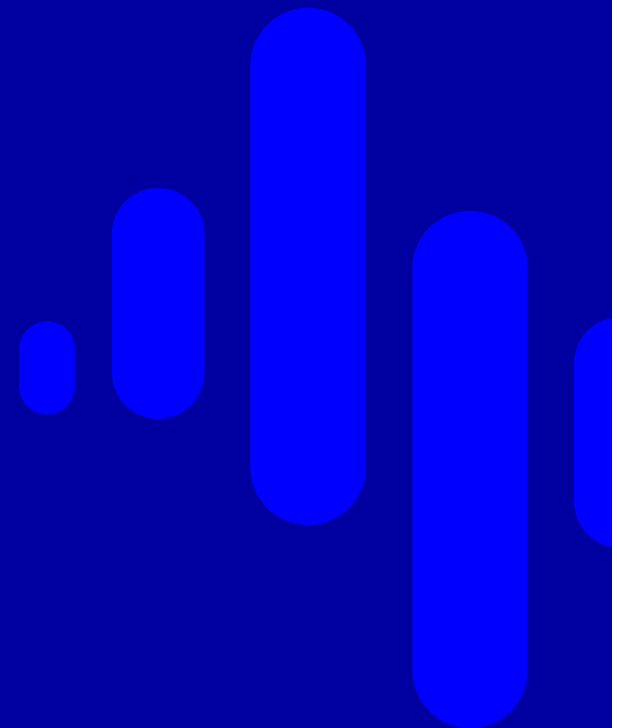
Joachim Bernhardsen

Kjetil Olsen

Erik Bruce

Lars Mouland

Nick P. Fisker



Svakere vekst – hos de andre

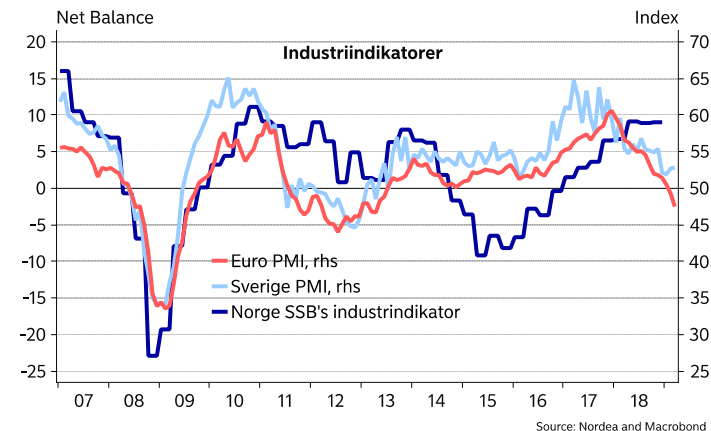
I nabolandene er det klare tegn på at veksten svekkes. Særlig industrien rammes. En stor andel av vareeksporten fra Norge (fastlandet ex olje- og gasseksport) sendes til EU så svakere vekst der burde bety at norsk industri også rammes. Men nei, optimismen øker i norsk industri, understreket av SSBs industriindikator i figur 1.

Den opplagte forklaring er at leveranser av oljeutstyr til den norsk sokkelen er blitt et viktig marked for norsk industri. Investeringen på norsk sokkel har etter år med kraftig fall nå snudd. Oljeselskapene planlegger for vekst i investeringen på 10-15% i år.

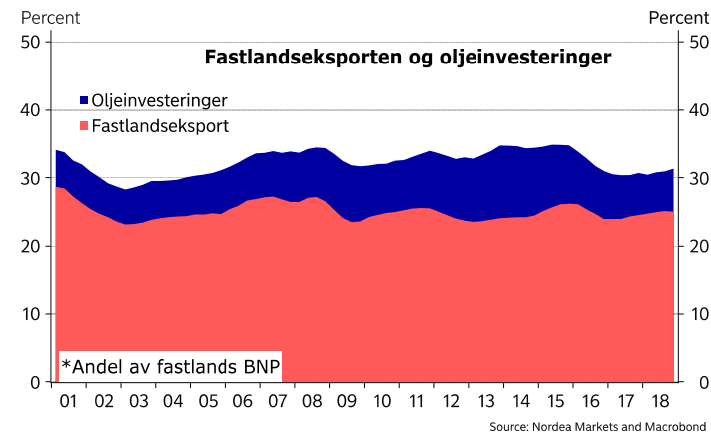
Oljeinvesteringene utgjør kun 6% av fastlands-BNP, lite sammenlignet med eksporten fra fastlandet som utgjør 25%. For å forstå hvorfor også fastlandseksporten går bra, er det bedre å se på *hva* vi eksporter enn *hvor* vi sender eksporten.

Nær 1/3 av eksporten kommer fra bedrifter som i stor grad eksporterer oljerelaterte varer og tjenester til offshore investeringer *utenfor norsk sokkel*. Akkurat som for norsk sokkel er dette markedet i ferd med å snu og oljeselskapene planlegger for bra vekst i offshore investeringer verden over de neste årene (figur 3). Som for norsk sokkel har kostnadene ved nye utbygginger kommet mye ned, og med dagens oljepris er nyinvesteringer svært lønnsomt.

Figur 1: Norsk industri i utakt



Figur 2: Fastlandseksporten er større

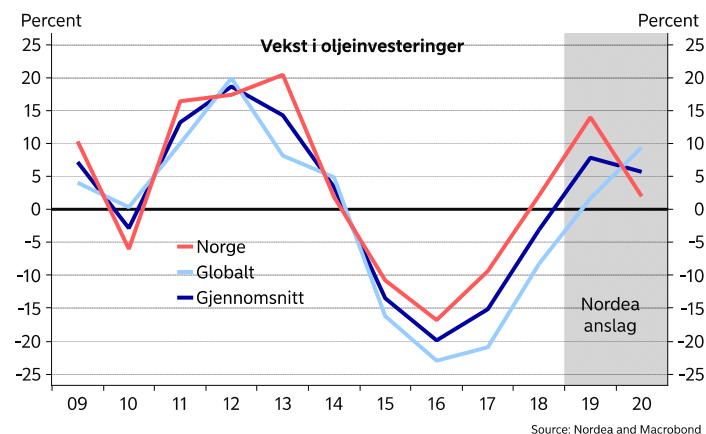


Den andre tredjedelen av eksporten kommer fra råvareorienterte næringer som fisk, aluminium o.l. Hvor mye som produseres i disse næringen er stor grad bestemt av kapasiteten. Fiskekvoter og nye produksjonsanlegg snarere enn etterspørselen etter produktene avgjør. Prisene derimot, og dermed verdien av produksjonen, blir påvirket av etterspørselen, men for mange av produktene er prisen bestemt på verdensmarkedet. Det er etterspørselen i verden og ikke nabolandene som teller.

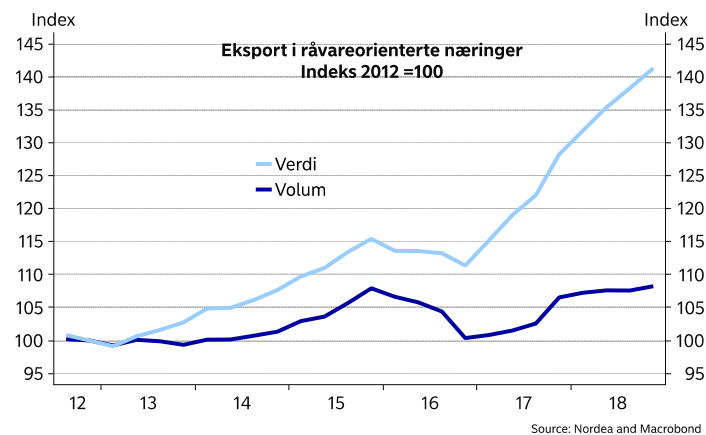
Verdien av denne eksporten er i norske kroner opp 40% siden 2012, mens volumet er opp 10%. Bra prisutvikling på produktene, men ikke minst en kraftig kronesvekkelse forklarer oppgangen. Disse næringene planlegger for enorme investeringer framover.

Da gjenstår vi med en tredjedel, slik som reiseliv, hvor utviklingen i større grad er avhengig av hva som skjer i nabolandene. Utviklingen i disse næringene kan svekkes framover. Men det endrer ikke hovedkonklusjonen. Norsk økonomi blir i mindre grad enn en kunne frykte rammet av svakere vekst i nabolandene. Optimismen og gode utsikter for store deler av fastlandseksporten er en grunn til at Norges Bank planlegger for ytterligere renteøkninger på tross av snuoperasjonen i sentralbankene rundt oss. Neste renteøkning kommer etter alt å dømme allerede i juni.

Figur 3: Gode utsikter for oljeleverandørene



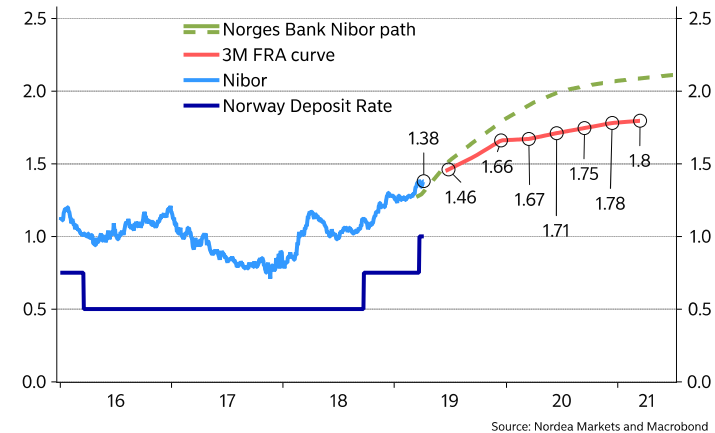
Figur 4: Fest i de råvareorienterte næringene



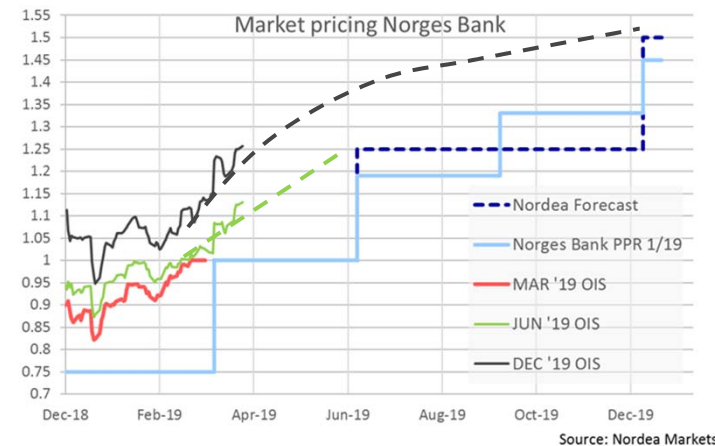
Korte renter: Norges Bank vil løfte kortenden

- I takt med høyere rente fra Norges Bank er trenden i korte renter opp. 2år swap er opp 15bp siden forrige Navigatør.
- Deler av bevegelsen kom som et resultat av Norges Banks budskap på rentemøte i mars. Ikke bare satt Norges Bank opp renten, men den varsler også en mer aggressiv renteoppgang i år. I følge Norges Banks rentebane kommer neste renteøkning mest sannsynlig i juni før en ny økning til følger i desember.
- Norges Banks bane er på den aggressive siden til markedet (figur 5). Siden korte renter begynte å stige i slutten av 2017 har imidlertid markedet ligget på nedsiden av Norges Bank. Markedet har først justert seg opp når renteøkningene har kommet nærmere i tid.
- Dette understrekes i figur 6. Den røde linjen viser hvordan markedsprisingen av forventet styringsrente utviklet seg fram mot rentemøtet i mars. Prisingen av renteøkning var lav til å begynne med, men steg gradvis frem mot møtet.
- Vi tror dette vil gjenta seg fremover, slik vi har indikert med de grønne og blå stiplede linjene (forventninger til hhv juni- og desembermøtet). Det tilsier mer oppside i korte renter etter hvert som Norges Bank leverer renteøkninger.

Figur 5: Markedet tror ikke på Norges Bank



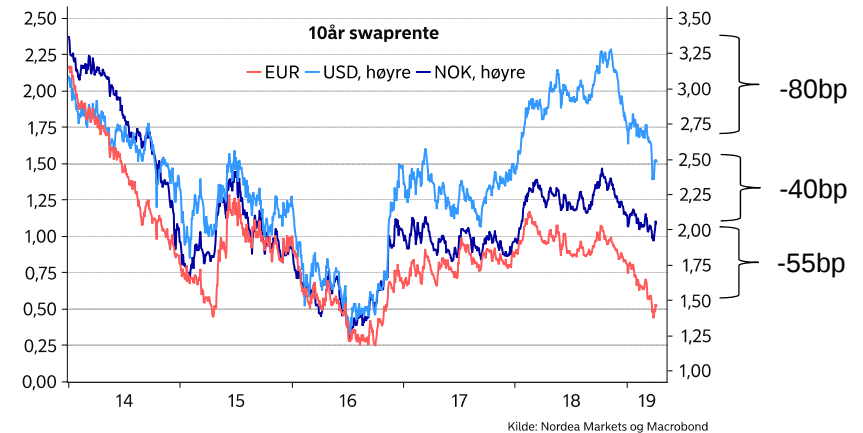
Figur 6: Markedet priser begrenset oppgang i styringsrenten



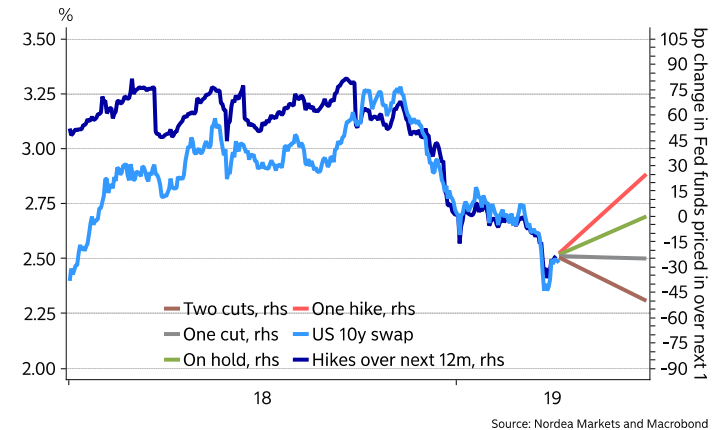
Lange renter: Lange renter faller, korte renter stiger

- Klimaet i rentemarkedet globalt har vært surt siden forrige Navigatør og lange renter fortsatte ned gjennom mars (figur 7). I april har rentene kommet noe tilbake igjen og i sum er 10år swap i Norge lite endret siden forrige Navigatør. Internasjonalt er rentene fortsatt lavere enn i vinter.
- U-svingen i rentemarkedet siden i høst er slående, særlig i USA. I høst priset markedet to renteøkninger, nå prises det inn 1 ½ rentekutt. Bak dette ligger blant annet en snuoperasjon fra Fed, som har avlyst ytterligere renteoppføringer. Renten er ventet å holdes uendret ut året. Årsaken er todelt: 1) Fed ble bekymret for at høstens uro i markedet skulle slå tilbake på økonomien gjennom strammere finansielle forhold, og 2) Fed har over lenger tid beveget seg i en retning der de ønsker at inflasjonen skal skyte over 2%-målet. Det tilsier å holde renten noe lavere for å la økonomien stramme seg til ytterligere for at lønnsvekst og dermed inflasjon kan komme mer opp.
- Med guidningen om flate renter fra Fed er det vanskelig å se for seg at markedet skal prise 2-3 renteøkninger igjen. Men det er ikke det samme som at det er fornuftig å prise to rentekutt. Amerikansk økonomi vokser fortsatt bra. Trolig skal vi se at markedet tar bort noe av kuttene i forventningene. Det kan trekke langsiktige renter noe opp (figur 8).

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

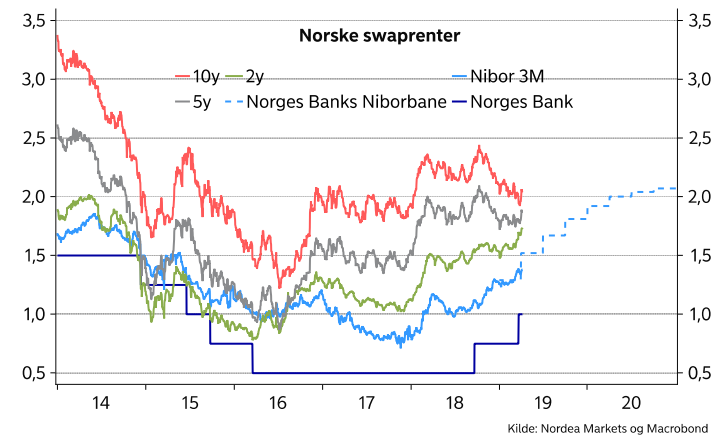


Figur 8: Tar markedet bort rentekutt skal lange renter opp

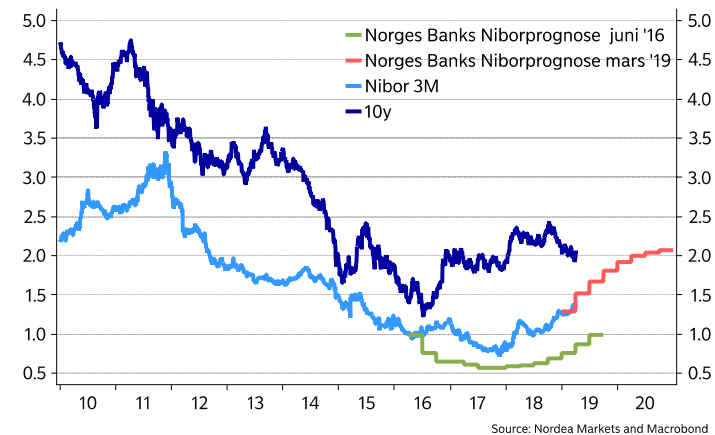


- Utviklingen i det internasjonale rentemarkedet dominerer de lange rentene i Norge. De korte rentene er i stor grad drevet av Norges Bank.
- I dagens situasjon medfører det en spesiell situasjon i det norske rentemarkedet. Korte renter stiger med høyere rente fra Norges Bank mens lange renter faller med lavere renter internasjonalt (figur 9).
- Det er uvanlig at korte og lange renter beveger seg i hver sin retning. Resultatet av denne noe uvanlige bevegelsen er at kostnaden med å betale fastrente langt ut på kurven har blitt svært lav. Dette understrekes i figur 10, som viser at 10år swap er svært tett på flytende rente.
- Differansen mellom 10år og 3m var riktig nok mindre i 2016, men da varslet Norges Bank ytterligere rentekutt. Det lå derfor inne forventninger om at flytende rente skulle mer ned.
- Situasjonen er en annen i dag. Flytende rente er på vei opp, og slik vi skriver i top-storyen venter vi at neste renteøkning kommer allerede i juni og deretter i desember. Det innebærer at flytende rente vil være over nivået på dagens 10år swap allerede tidlig neste år (figur 10)

Figur 9: Korte renter stiger, mens lange renter faller



Figur 10: Flytende rente vil overgå dagens 10åring neste år



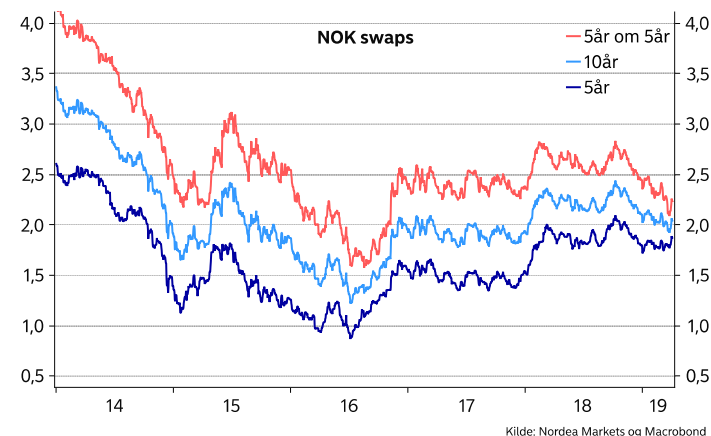
Oppsummering rentemarkedet: Lav kostnad ved å gå langt ut på kurven

- Markedssyn:
 - Med Fed på hold mister de globale rentene en av de viktigste drivkreftene de siste årene. Vi tror likevel amerikanske renter kan komme noe opp da markedets prising om nærmere to rentekutt virker overdrevet.
 - Situasjonen der norske korte renter stiger mens lange renter faller er uvanlig. Det gjør at kostanden ved å betale fastrente langt ut på kurven er lav.
 - Norges Bank blir en viktigere driver for rentemarkedet fremover. Norges Bank påvirker i stor grad den korte delen av kurven.

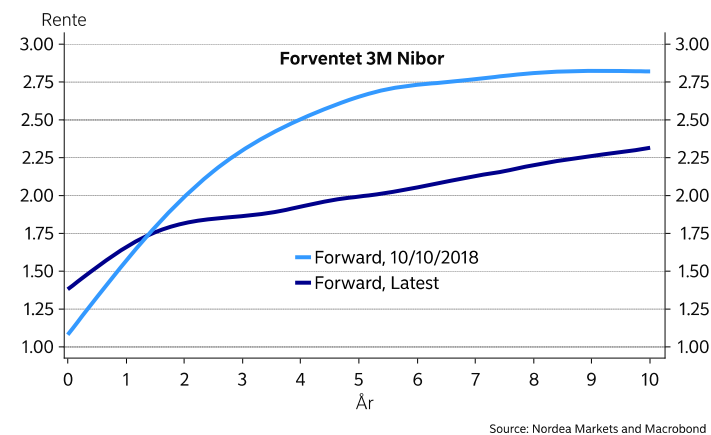
Strategisk vurdering

- Høyere styringsrenten vil bringe flytende rente opp.
- Samtidig har fallet i rentene internasjonalt tatt ned de norske lange rentene. Med Norges Banks Nibor-prognose vil flytende rente være på nivå med dagens 10årsrente i 2020.
- Lange fastrente virker dermed gunstig.

Figur 11: Lange renter har kommet ned



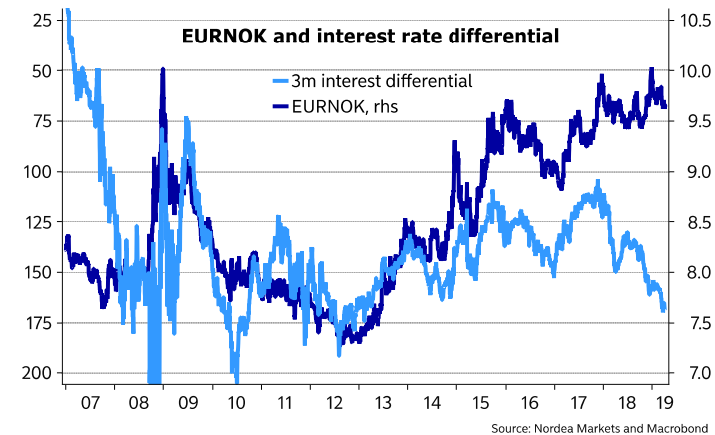
Figur 12: Gunstig marked for å gjøre forward starts



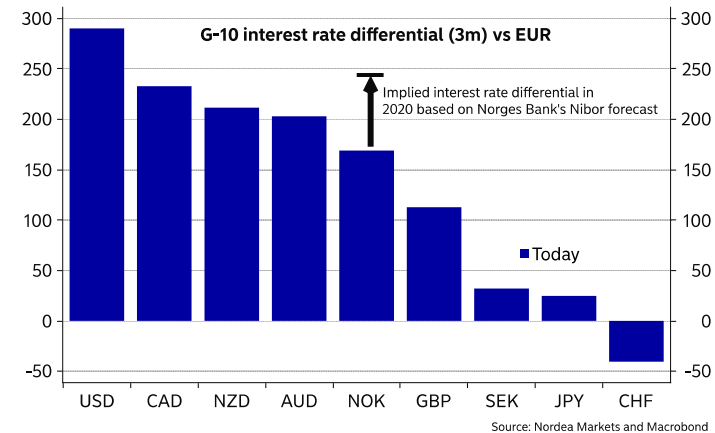
EURNOK – Renteøkning i juni hjelper, men er ingen «game changer»

- I tråd med budskapet i forrige Navigatør konsoliderte EURNOK gjennom mars etter betydelig styrking i januar. Den siste tiden har NOK igjen styrket seg og EURNOK kommet ned til 9,65-nivået.
- Den siste tidens styrking kommer i hovedsak som et resultat av oppgang i oljeprisen. Vi holder en knapp på at det pågående ralliet i NOK har litt mer å gå på selv om potensialet trolig er begrenset til 9,55-området i første omgang.
- Som vi skriver i top storyen venter vi neste renteøkning i juni. Denne renteøkningen er ikke priset inn i markedet enda, slik at økende forventninger til juni-økning bør støtte NOK, men trolig må vi nærmere rentemøtet for at dette skal bli en driver.
- Juni-økningen vil støtte NOK, men er ingen «game changer». Rentedifferansen har vært høy lenge, men støtten til NOK har vært begrenset.
- Det skyldes trolig at NOK mangler litt for å være en høyrente-valuta. Det er fortsatt andre valutaer som kan tilby en bedre rentedifferanse. I en verden der Norges Bank vil sette opp renten alene vil imidlertid norske renter bli blant de høyeste i G-10 ut i neste år (figur 14). Det taler for en mer markant styrking fram i tid, mens potensialet er mer begrenset på kort sikt.

Figur 13: Begrenset støtte til NOK fra høyere rentedifferanse



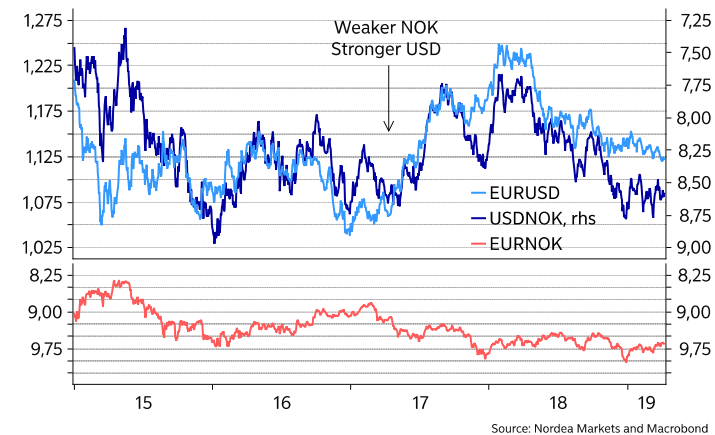
Figur 14: Gi det litt tid så vil NOK bli en høyrentevaluta igjen



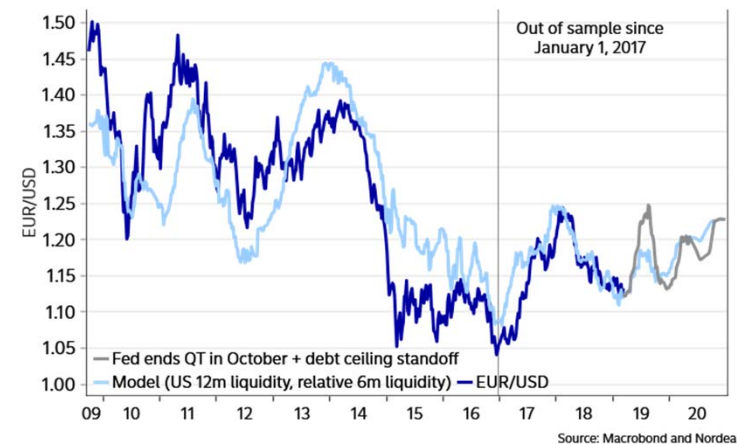
USDNOK – «Jury is still out»

- På tross av sterkere NOK har nedsiden i USDNOK uteblitt. Det skyldes at USD også har styrket seg. I sum er dermed USDNOK lite endret siden forrige Navigatør.
- Vårt syn om svakere USD har ikke materialisert seg. Juryen er imidlertid fortsatt ute hva gjelder sammenhengen mellom likviditetssituasjonen i det amerikanske banksystemet og USD, som har vært vårt argument for svakere USD. Denne effekten blir sterkere fremover ettersom det skal mer likviditet ut i banksystemet (figur 16). Dette taler for en gradvis svakere USD.
- Samtidig er det forhold som taler for at USD fortsatt vil holde seg sterk. Usikkerheten rundt utviklingen i eurosonen er stor, og vekstavmatingen synes å være kraftigere enn i USA. Det taler for at markedet vil være forsiktig med å selge seg ut av USD og inn i EUR, som må til for at USD skal svekke seg (figur 15).
- Usikkerheten rundt USD-benet er altså høy, men vårt grunnsyn er en noe svakere USD over tid. I sum vil dermed USDNOK bli dratt lavere av både sterkere NOK og svakere USD.
- Risikoen til dette synet er en forverring av det globale risikosentiment som trolig vil sende NOK svakere og USD sterkere.

Figur 15: USDNOK preges av EURUSD



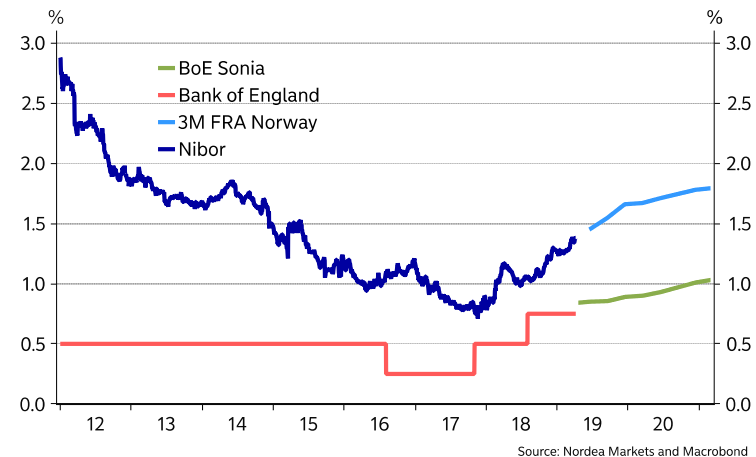
Figur 16: Mer likviditet i banksystemet kan gi svakere USD



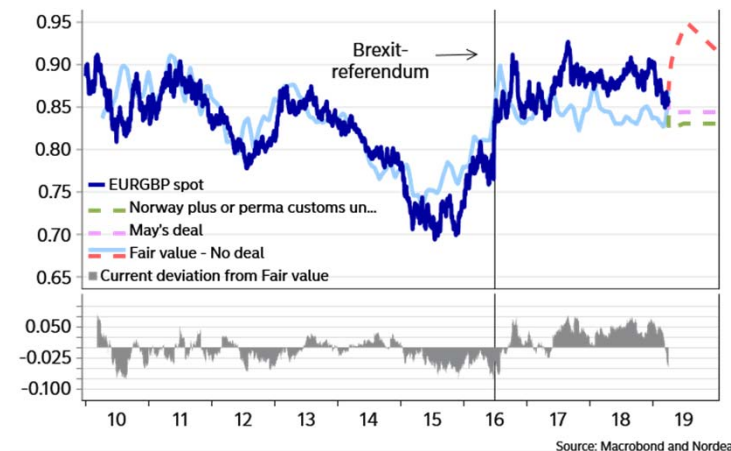
GBPNOK: Brexit, Brexit, Brexit....

- Pundet har styrket seg siden februar. Det handler i høy grad om at frykten for en hard Brexit har avtatt. Selv om Brexit prosessen er uoversiktlig peker de siste signalene vi har fått i retning av en soft Brexit.
- Bank of England er fortsatt på sidelinjen. Inflasjonen har avtatt i det siste, selv om arbeidsmarkedet er det strammeste siden 1970-tallet og lønnsveksten tiltar. Et sterkere pund er en viktig forklaring på at inflasjonen likevel holder seg lav. Avtagende inflasjon og vekst samt internasjonal rentenedgang betyr at prisingen av BoE har flatet mye i det siste. Blir det en lengere utsettelse av Brexit er det mer sannsynlig at BoE hever renten enn at de kutter.
- Det norske makrobilde ser en del sterkere ut enn det i Storbritannia. Det betyr at Norges Bank kommer til å gå mer aggressivt frem enn BoE i 2019 og 2020. Isolert sett taler det for en kronestyrkelse. Men norske forhold er nok sekundære i det korte løp. Krysset vil fortsatt bli drevet av «event-risks» fra Brexit. Blir det hard Brexit må vi regne med en markant svekkelse av pundet (figur 18). Blir det derimot en lengere utsettelse kan pundet styrkes noe, men bevegelsene blir nok mye mindre.

Figur 17: Norges Bank vil hike mer enn BoE



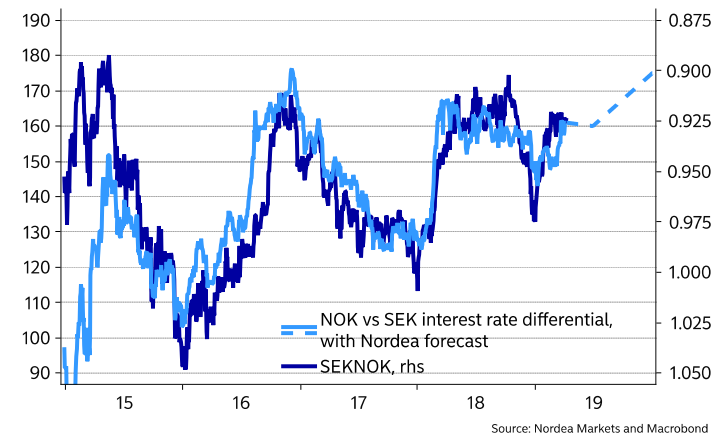
Figur 18: Hard Brexit vil gi svakere GBP



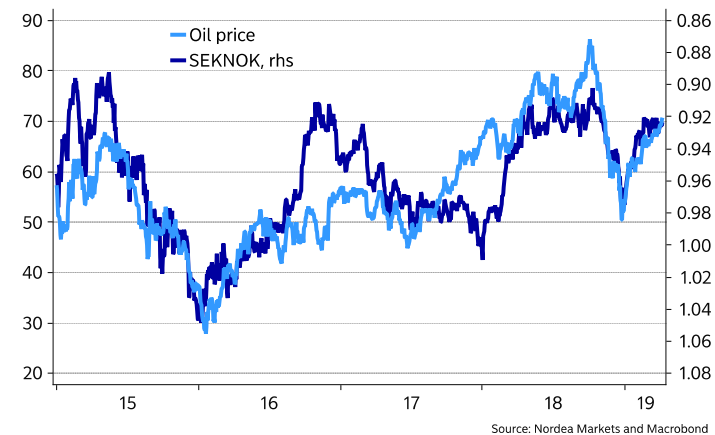
SEKNOK: Pengepolitikken vil dominere igjen

- I likhet med NOK har også SEK styrket seg over den siste tiden. NOKSEK er dermed lite endret gjennom mars.
- Siden forrige Navigator har vi endret vårt call på både Riksbanken og Norges Bank. I lys av ECBs nye signaler om at første renteøkning vil skyves ut til 2020, venter vi at neste renteøkning også i Sverige vil utsettes.
- Samtidig er Norge, som vi skriver i top-storyen, i mindre grad rammet av avkjøling internasjonalt. Oljeprisen er på et høyt nivå og Norges Bank signaliserer neste renteøkning i juni. Vi ser ingen grunn til å ikke tro på sentralbanken og har endret vår prognose til en juni-økning.
- Dette innebærer at den pengepolitiske divergensen blir enda tydeligere enn så langt. Med Riksbanken på hold og Norges Bank i hiking mode vil rentedifferansen trekke ut i NOK-favør. Som figur 19 viser er rentedifferansen en viktig driver bak SEKNOK.
- Over tid venter vi sterkere NOK mot SEK, men på kort sikt virker krysset fair basert på utvikling i rentedifferanse og oljepris (figur 20).

Figur 19: Høyere rentedifferanse vil trekke NOK sterkere mot SEK



Figur 20: På kort sikt er NOKSEK fair



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.