

Navigatoren: Blir Fed tvunget til å kutte renta?

Nordea Markets Research

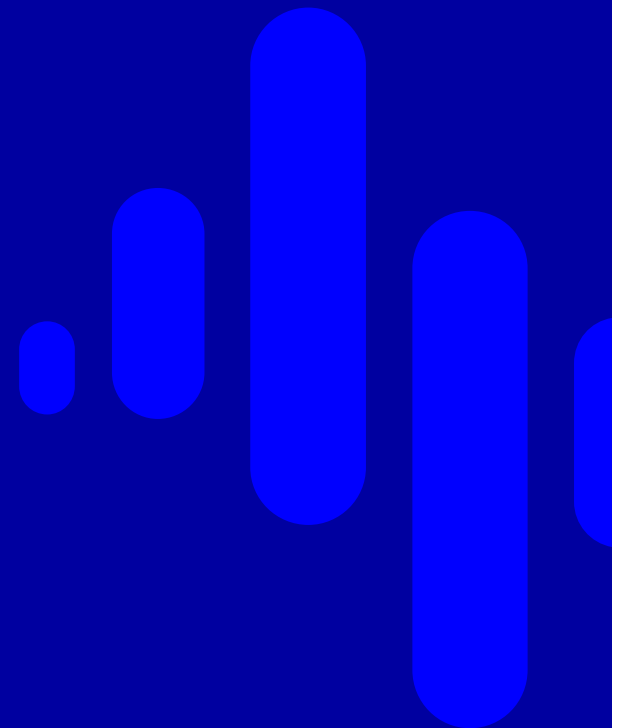
Joachim Bernhardsen

Kjetil Olsen

Erik Bruce

Lars Mouland

Nick P. Fisker



Blir Fed tvunget til å kutte renta?

Lange amerikanske fastrenter har falt betydelig siden i høst. Fallet har tiltatt den siste tiden og bare i mai kom 10 års swaprenter i USA ned over 40 bp. Sammenligner vi med rentetoppen i høst er 10år swap i USA nå hele 120bp lavere. Fallet i de amerikanske fastrentene trekker også de lange rentene her hjemme kraftig ned.

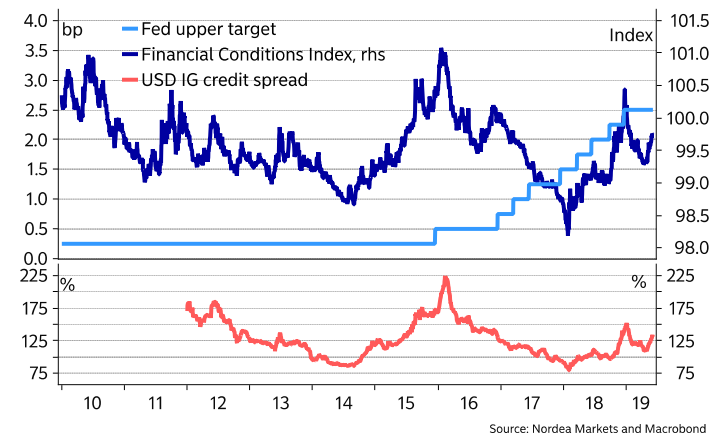
Mens markedet i høst i stor grad var enig med Fed om at den amerikanske styringsrenten skulle opp 2-3 ganger til, venter de nå hele 4 rentekutt det neste halvannet året. Man kan lure på hva som har skjedd som kan rettferdiggjøre en slik endring i prisingen av Fed. Snuoperasjonen har vært voldsom.

Fram til ganske nylig må rentefallet ses i lys av det kraftige børsfallet mot slutten av fjoråret. Prisingen i aksjemarkedet var tilsynelatende ikke forenlig med det rentenivået som etter hvert materialiserte seg. Børsfallet bidro til høyere kredittspreader og til en tilstramming av de finansielle forholdene for amerikanske selskaper. Det gjorde på et vis jobben for Fed, og bidro til at de på nyåret avblåste planene om videre renteøkninger. At de lange rentene kom ned trakk aksjemarkedet opp og lite virket å være dramatisk endret.

Figur 1: Renter har falt mye og det er urolig i aksjemarkedet



Figur 2: De finansielle forholdene gjorde jobben for Fed i høst

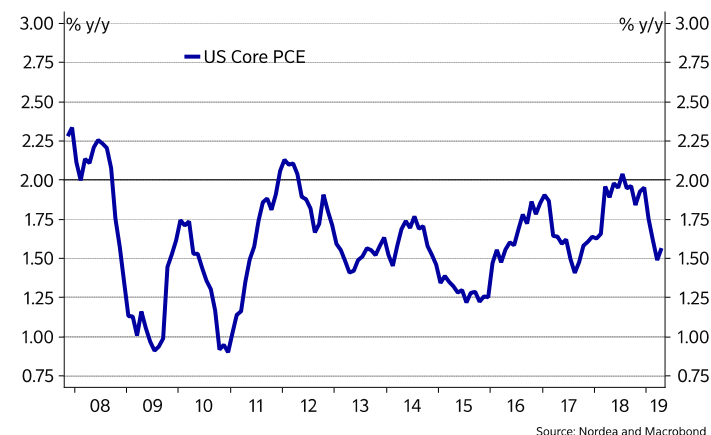


Fed er riktignok ikke helt fornøyd med at inflasjonen, etter ti år med økonomisk oppgang, fortsatt er lavere enn inflasjonsmålet på 2%. Selv om de som oss mener at mesteparten skyldes midlertidige forhold, er de blitt mer usikre på om inflasjonen faktisk kommer opp. Om noe ønsker de at inflasjonen skyter over målet for å være på den sikre siden. Det har gjort at terskelen for ytterligere renteøkninger har økt.

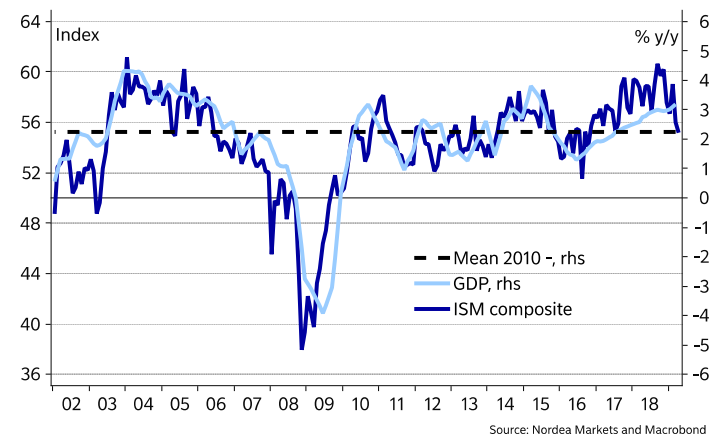
Trumps eskalering av handelskrigen, først mot Kina deretter mot Mexico, har bidratt til at fallet i markedsrentene har tiltatt kraftig den siste tiden. Også børsene har kommet noe ned. I fronten av rentekurven priser markedet nå inn to rentekutt allerede før årsslutt og ytterligere to rentekutt i 2020. Markedet har dermed inntatt en svært pessimistisk holdning til utsiktene for amerikansk økonomi.

Få har et godt grunnlag for å tippe på Trumps neste trekk i handelskrigen. Den kan eskalere videre, men partene kan også komme til en avtale senere i år. Det er liten tvil om at usikkerheten har økt, og vi kan derfor ikke utelukke at Fed ut fra et forsikringshensyn kan komme til å redusere styringsrenta i høst. Markedet har imidlertid allerede priset inn at situasjonen i den globale økonomien skal forverres betydelig.

Figur 3: Inflasjonen fortsatt under målet



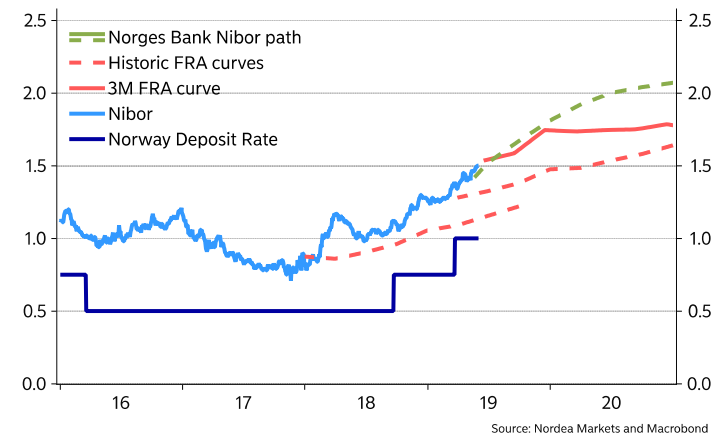
Figur 4: Solid vekst i amerikansk økonomi



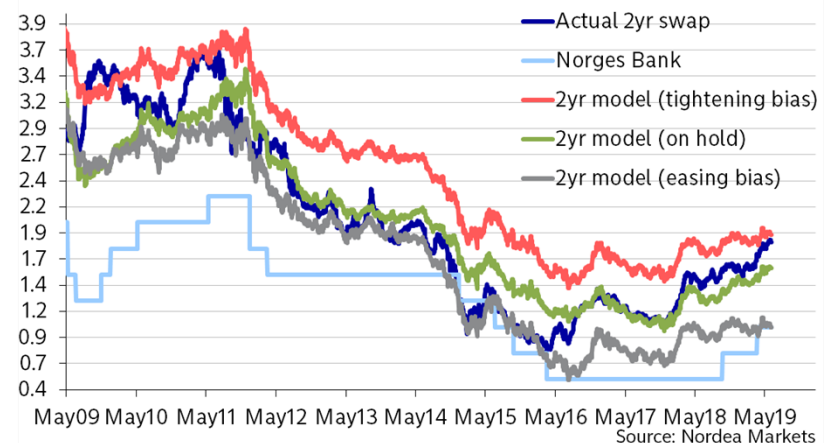
Korte renter: Norges Bank løfter korte renter

- Korte renter er lite endret siden forrige Navigator. Inntil nylig var korte renter bra opp, men med risikoaversjon globalt har markedet justert prisingen av Norges Bank ned.
- Usikkerheten for videre renteøkninger har definitivt økt i lys av den siste tidens utvikling i handelskrigen. Vårt hovedbilde er imidlertid at Norges Bank ikke vil avbryte renteoppgangen. Kronen er svak og oljeprisen er god. Derfor går det svært bra i Norge. På rentemøtet i juni vil Norges Bank trolig heve renten i tillegg til å signalisere ytterligere en renteøkning senere i år.
- Markedets forventninger ligger godt på nedsiden av det vi tror Norges Bank kommer til å signalisere. Figur 5 viser imidlertid at dette er normalen. Den røde heltrukne linje er dagens FRA-kurve, mens de stiplede er historiske kurver. Lærdommen er at markedet er motvillig til å prise inn alle renteøkningene i en omgang. FRA-kurven løfter seg heller i takt med at styringsrentene kommer opp.
- At markedet har justert prisingen noe ned i det siste må også ses i lys av fallet i lange renter. Dette slår også inn på korte renter. Figur 6 viser hvor 2år swap skal være gitt hvilket modus Norges Bank er i og nivået på lange renter. Per nå virker dermed korte renter fair priset. I takt med at styringsrenten heves tror vi imidlertid korte renter kan komme mer opp.

Figur 5: Markedet tror ikke på Norges Bank



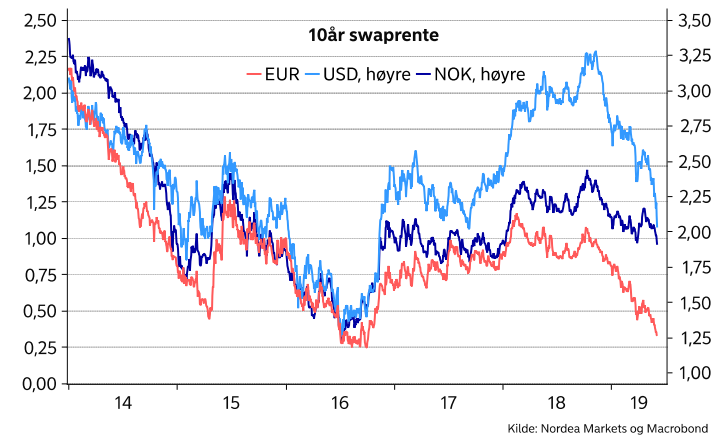
Figur 6: Korte renter er fair priset per nå



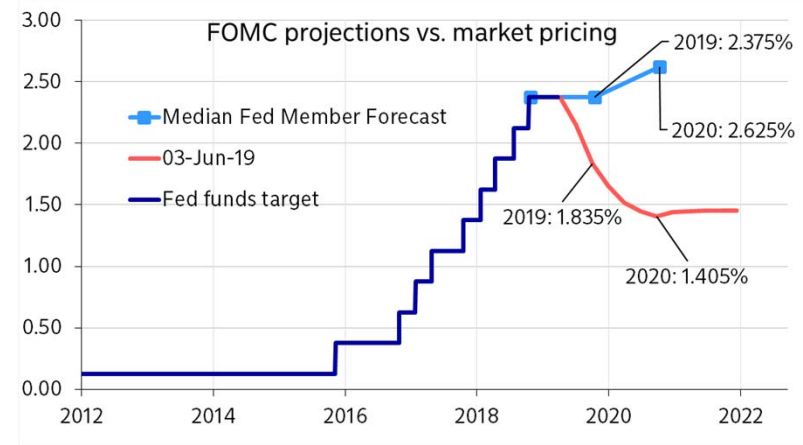
Lange renter: Risikoaversjon trekker lange renter ned

- Den økte usikkerheten rundt det globale vekstbildet reflekteres i de globale rentene. Siden forrige Navigatør har renter både i USA og eurosonen falt kraftig. Det trekker ned norske lange renter også (figur 7).
- Rentefallet har tiltatt bare den siste tiden, og 10år swap i Norge har kommet ned til rundt 1,9%. Rentefallet blir forsterket av at markedet har vært posisjonert for høyere renter. Når rentene først faller blir mange tvunget til løse ut posisjonen. Når dette skjer samtidig blir det et kraftig press ned på rentene. Dette er med på å forklare kollapsen vi ser i det norske markedet.
- Markedet har blitt ekstremt negative på Fed i lys av handelskrigen og priser nå inn 4 rentekutt i løpet av neste år.
- Rentekutt fra Fed kan bli en relaitet over sommeren fra høsten. Men som vi skriver i top storyen, det er vanskelig å ha et veldig bastant syn per i dag da få har grunnlag for å forutse Trumps neste steg i handelskrigen. Handelskrigen kan forverres, men partene kan også komme til en løsning senere i år.
- Usikkerheten globalt har økt med tilspisningen av handelskrigen, men vi observerer at det allerede er priset inn en betydelig forverring av både amerikansk og global økonomi i rentemarkedet.

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

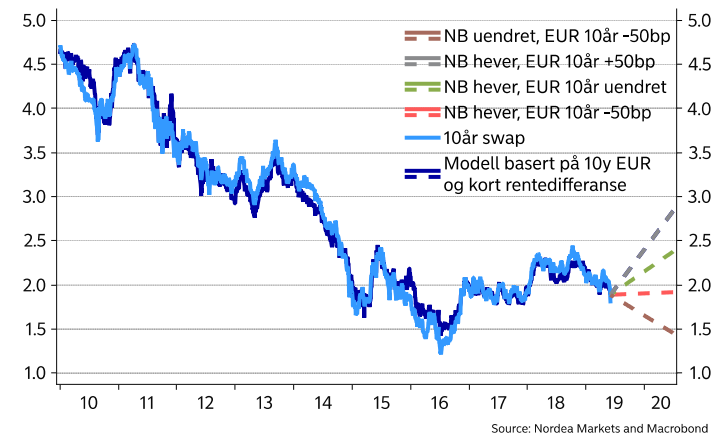


Figur 8: Tar markedet bort rentekutt skal lange renter opp

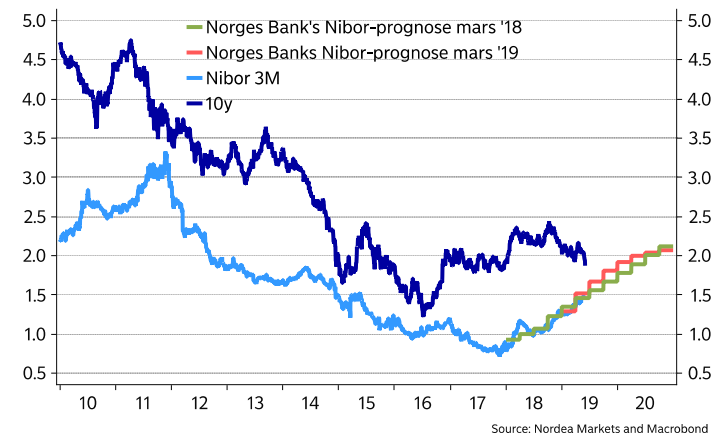


- Norske renter er dratt mellom lavere renter og globalt og høyere styringsrente her hjemme. Figur 9 viser en enkel modell for norsk 10år swap hvor vi forsøker å fange denne effekten. Modellen er basert på rentedifferansen mot euro i korte renter og nivået på 10år swap i EUR. Modellen følger faktisk utvikling i 10år swap godt.
- På tross av uroen internasjonalt har vi tro på at Norges Bank vil levere renteøkninger. Usikkerheten for lange norske renter er kanskje dermed først og fremst relatert til rentene globalt. For å undersøke mulige utfall for norske lange renter har vi laget fire scenarier i figur 9. I tre scenarier antar vi at Norges Bank fortsetter å heve renten, mens lange europeiske renter henholdsvis faller med 50bp, stiger med 50bp, eller er uendret. Et siste scenario illustrerer et slags «worst case» scenario der europeiske renter faller 50bp og Norges Bank avbryter renteøkningene. Bildet er at nedsiden er begrenset med Norges Bank i hiking mode.
- Fallet i lange renter samtidig som Nibor stiger gjør kostnaden ved å betale fastrente langt ut på kurven svært lav. Dette understrekes i figur 10, som viser at 10år swap er svært tett på flytende rente. Figuren viser også at denne kostnaden blir helt spist opp hvis flytende rente går som Norges Bank venter, slik den har gjort så langt.

Figur 9: Norske lange renter dras mellom utlandet og Norges Bank



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



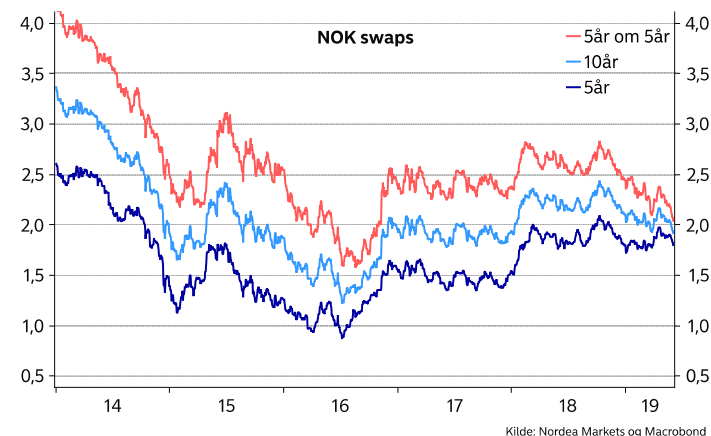
Oppsummering rentemarkedet: Lav kostnad ved å gå langt ut på kurven

- Markedssyn:
 - Lange renter globalt faller på risikoaversjon og handelskrig. Det er vanskelig å ha et forhold til Trumps neste trekk. Rentekutt fra Fed utelukkes ikke, men vi observerer at markedet allerede har tatt inn over seg mye negativitet i prisingen.
 - Situasjonen der norske korte renter stiger mens lange renter faller gjør at differansen mellom flytende rente og fastrenten er svært lav..

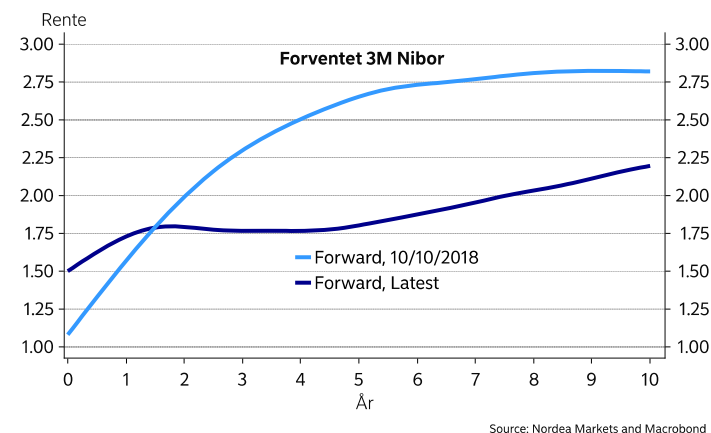
Strategisk vurdering

- 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.
- Kostnaden ved å betale fastrente er dermed lav.
- Usikkerheten internasjonalt taler for en moderat sikringsgrad.

Figur 11: forward curve



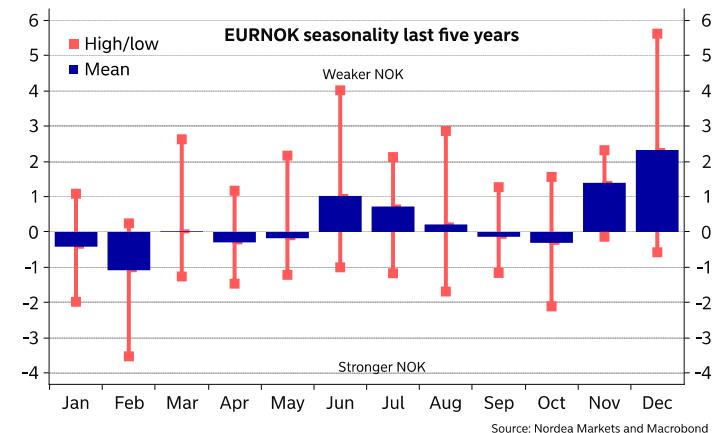
Figur 12: Den norske rentekurven er svært flat



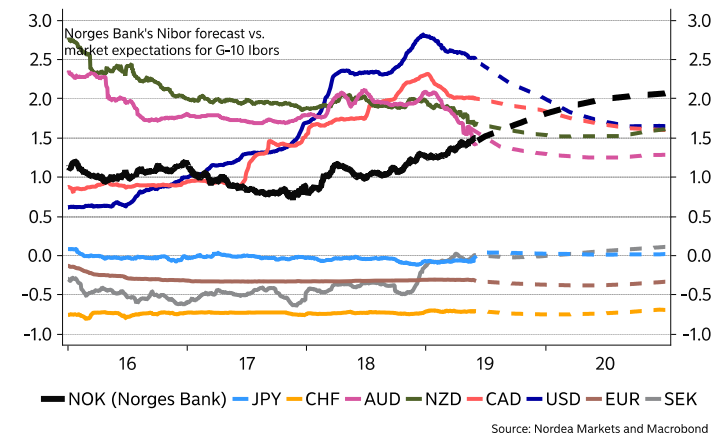
EURNOK – Svak sesong vs høyere rente

- I tråd med budskapet i forrige Navigatør kom EURNOK ned til 9,55 på det laveste før krysset tok en pause. Konsolideringen brakte EURNOK opp til 9,85 på det høyeste. I skrivende stund står EURNOK i 9,78.
- Bildet over de neste månedene er blandet. Norges Bank vil heve renten i juni, og etter alt å dømme levere en rentebane som er på oppsiden av markedets forventninger. Det burde støtte NOK.
- På den andre siden er det svakt risikosentiment globalt som følge av handelskrigen og vi går inn i en sesong som vanligvis er svak for NOK. Dette ser vi i figur 13. Figuren viser månedlig gjennomsnittlig utvikling i EURNOK. Selv om det er store variasjoner innad i samme måned er det en tendens at NOK svekker seg om sommeren.
- Vårt bilde av sterkere NOK over tid er intakt. Men per nå kan man spørre seg hvorfor man skal kjøpe NOK fra et renteperspektiv (tjene rentedifferanse) når andre valutaer har høyere rente. Samtidig er det generelt liten etterspørsel etter en risikosensitiv valuta som NOK i markedene vi har nå.
- For å trigge NOK-interessen må dermed rentene mer opp. Etter hvert som norske renter kommer opp blant de høyeste i G-10 universet tror vi interessen for NOK vil øke.

Figur 13: Ofte svakere NOK om sommeren



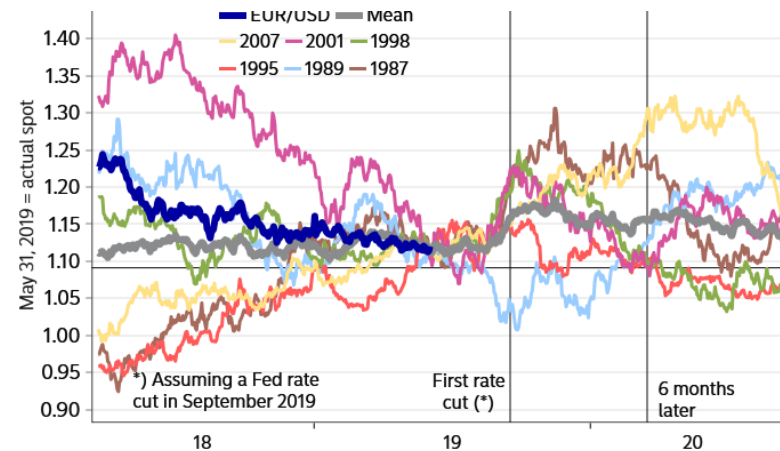
Figur 14: Gi det litt tid så vil NOK bli en høyrentevaluta igjen



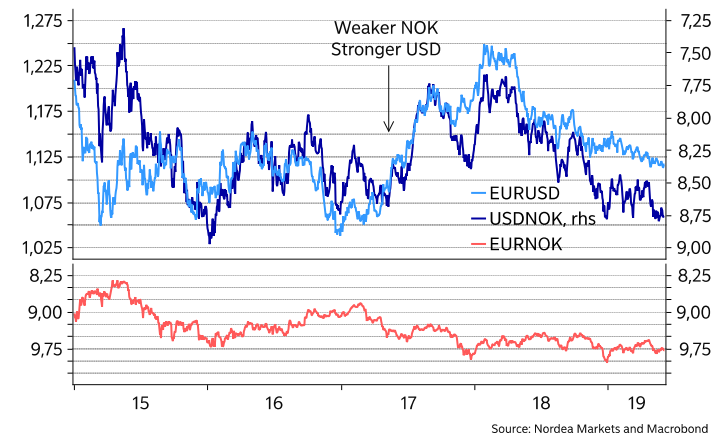
USDNOK – Hva betyr rentekutt for USD?

- Handelskrig og risikoaversjon har en stund bidratt til en styrking av USD. Men i det siste har USD svekket seg noe igjen. Det henger trolig sammen med det kraftige rentefallet i USA.
- I den grad historien kan være en guide så er normalen at USD svekker seg frem mot rentekutt fra Fed, slik markedet nå venter. I figur 15 har vi undersøkt hvordan EURUSD pleier å gå frem mot første rentekutt fra Fed i tidligere sykler. Nullpunktet er satt til i dag.
- Erfaringen er at USD pleier å svekke seg inn mot en periode med rentekutt. Spesielt når vi nærmer oss selve kuttet svekker USD seg. Dette kan tale for at mye av USD styrkingen er bak oss. På den andre siden vil trolig fortsatt risikoaversjon begrense potensialet for svakere USD:
- Vi synes det er litt tidlig å tro på den store nedsiden i USDNOK. Hva gjelder NOK-benet har vi ikke tro på den store styrkingen på kort sikt. Både det globale risikosentimentet og sesongeffekten i juni og juli taler for at NOK vil holde seg svak.
- Litt lenger frem tror vi det er godt potensiale for sterkere NOK mot USD.

Figur 15: USD pleier å svekke seg hvis renten kuttet



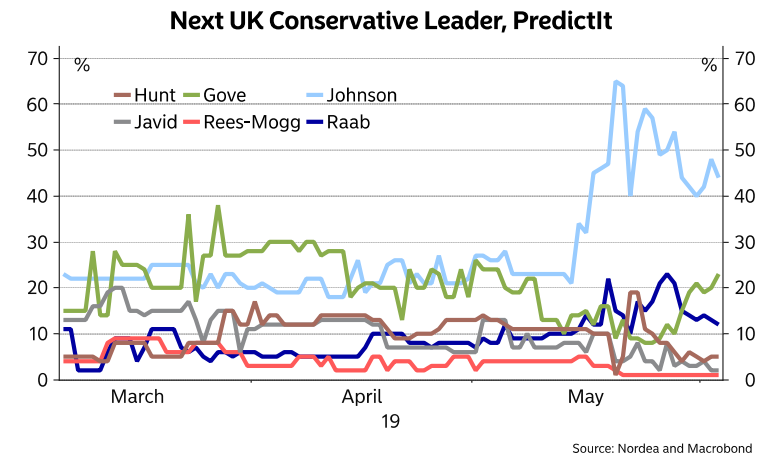
Figur 16: Mer likviditet i banksystemet kan gi svakere USD



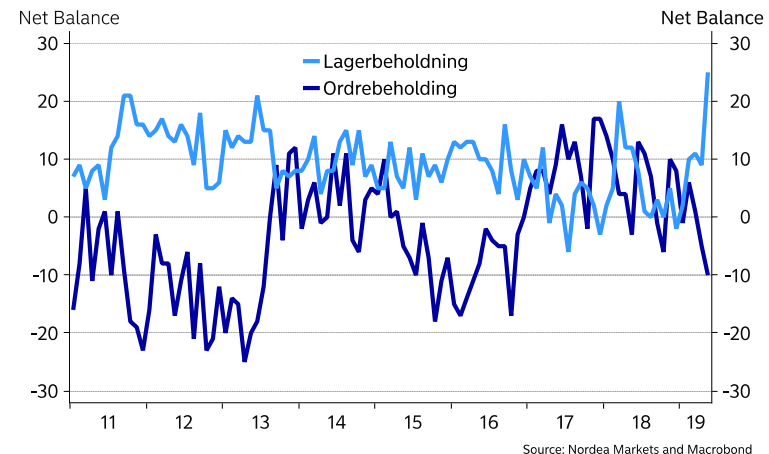
GBPNOK: Høyere sannsynlighet for Hard Brexit svekker pundet

- Theresa May abdiserer 7. juni og hardere Brexit-tilhengere er utpekt som de heteste etterfølgerne. Deriblant Boris Johnson. Dermed øker risikoen for en hard Brexit selv om parlamentet hittil har avvist dette. Vårt hovedscenario er en ny utsettelse til 2020 grunnet splittelsen. Uroen har svekket GBP rundt 40 øre mot NOK den siste måneden.
- Veksten i UK var sterk i første kvartal, men mye var drevet av lageroppbygging i forkant av den tidligere Brexit-dato (29 mars). I tillegg tiltok bedriftsinvesteringene for første gang siden 2017, men det blir neppe noen vekstdriver med Brexit-uroen og ordrebøker på det laveste siden 2016. Mai månedens PMI-tallet for industrien bekrefter den store usikkerheten og viser til kontraksjon for første gang siden 2016.
- Med utsikt til videre Brexit-usikkerhet og inflasjon under målet betyr det at Bank of England neppe hever renten innen Mark Carney går av i januar 2020.
- Det er mer uro i vente for GBP, selv om potensialet for videre svekkelse begynner å bli begrenset.

Figur 17: Boris Johnson er favoritt til å bli den neste PM



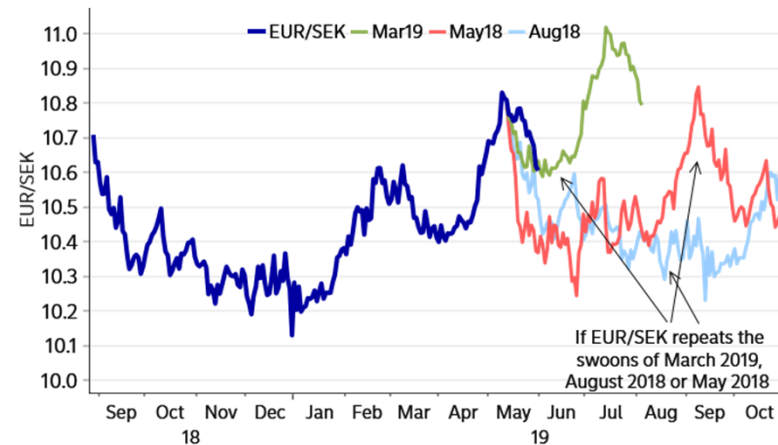
Figur 18: De britiske bedriftenes ordrebøker har falt mye



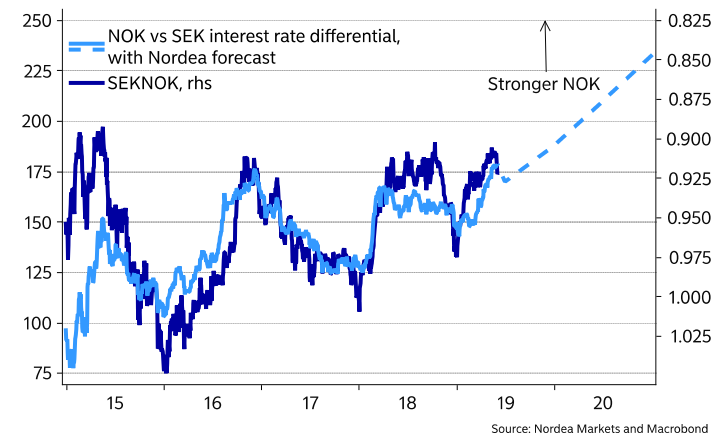
SEKNOK: Et vindu for SEK

- NOK har svekket seg noe mot SEK i det siste, og krysset står nå i 0,92. I midten av mai da NOK var på det sterkeste lå SEKNOK på 0,905.
- På kort sikt kan SEK styrke seg noe mer mot NOK. Det skyldes i hovedsak sterkere SEK, snarere enn svakere NOK.
- EURSEK har allerede falt en del fra toppen i mai på 10,85. Og hvis vi skal tro historien er en guide for veien videre kan EURSEK falle til 10,40-10,50-nivået. Det vil være i tråd med fallene i EURSEK fra mai og august 2018 (figur 19).
- Det globale risikoklimaet taler også for SEK fremfor NOK. Når det stormer på børsene pleier SEK å holde seg bedre enn NOK.
- På litt lengre sikt tror vi utviklingen gradvis vil dreie til fordel for NOK. Argumentasjonen er hovedsakelig den kraftige divergensen i pengepolitikken (figur 20)

Figur 19: SEK kan styrke seg mer i følge historien



Figur 20: Pengepolitikken dreier gradvis i NOK-favør



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.