

Navigatoren: Hvordan påvirker handelskrigen norsk økonomi?

Nordea Markets Research

Joachim Bernhardsen

Kjetil Olsen

Erik Bruce

Lars Moulund

Nick P. Fisker

Dane Cekov



Hvordan påvirker handelskrigen norsk økonomi?

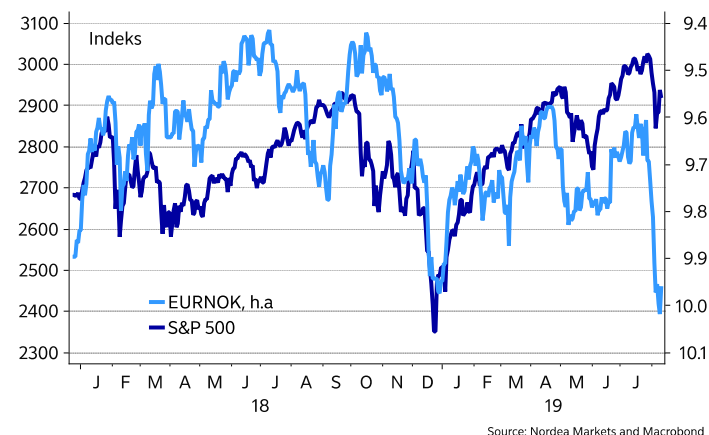
Handelskrigen mellom USA og Kina er blitt trappet opp i løpet av sommeren og uroen i finansmarkedene har tiltatt. Globalt svekkes veksten i industriproduksjonen og internasjonal handel, men aktiviteten i de mer skjermede delene av økonomiene holder seg fortsatt brukbart oppe. Usikkerheten om utviklingen i verdensøkonomien har økt og investorer søker mot trygge havner som sikre statsobligasjoner. Langsiktige renter har derfor falt mye. Flere sentralbanker har enten kuttet renten eller signalisert at de vil komme med stimulerings tiltak som en forsikring mot nedsiderisikoen.

Det er ikke lett å vurdere hvilke konsekvenser handelskrigen vil få for norsk økonomi. Vi kan likevel prøve å strukturere tankene ved å dele opp virkningene gjennom 3 ulike kanaler. Ikke alle er negative for norsk økonomi. Totalvirkningen avhenger av hvor ille den økonomiske utviklingen i verden blir.

Økt uro i de internasjonale finansmarkedene bidrar typisk til at den norske kronen svekker seg. Kronen er en liten og lite likvid valuta og er på ingen måte betraktet som en trygg havn. Gjennom *valutakurskanalen* får norske virksomheter som konkurrerer internasjonalt bedret sin konkurranseevne. Isolert sett virker en svakere krone som en støtdemper mot de negative effektene av handelskrigen.

Uroen i finansmarkedene har bidratt til fall på børsene og lavere langsiktige renter internasjonalt. Rentefallet ute har smittet over på de norske fastrentene.

Figur 1: Uro svekker kronen



Figur 2: Rentefallet ute smitter

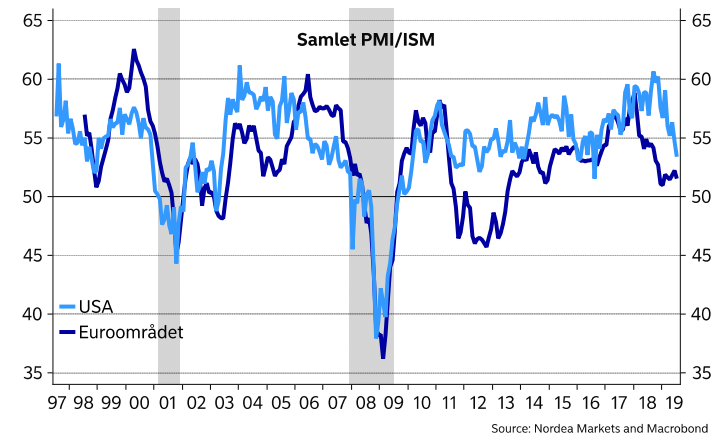


Isolert sett har moderat lavere børsv verdier små effekter på utviklingen i norsk økonomi. Lavere fastrenter bidrar imidlertid til at norske virksomheter nå kan finansiere seg langsiktig til en lavere rente enn tidligere, uavhengig av hva Norges Bank gjør. Skulle børsfallet bli stort vil det imidlertid typisk føre til økte kredittpremier, slik at nettoeffekten på finansieringskostnadene blir usikker. Også *finansmarkedskanalen* kan derfor virke som en liten støtdemper for norsk økonomi, men bare om aksje- og kredittmarkedene ikke surner altfor mye.

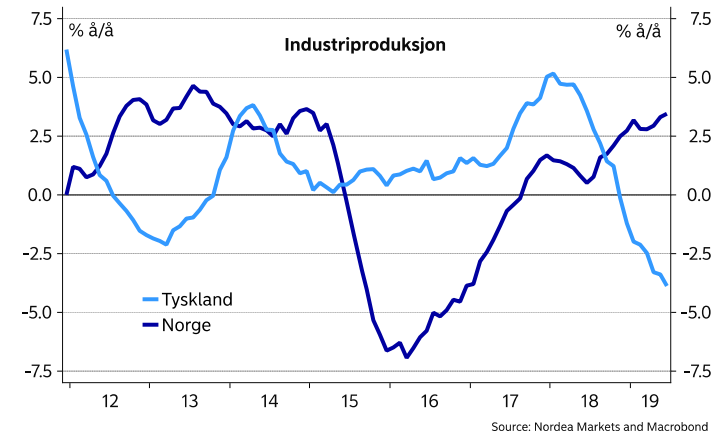
Virkningene av både valutakurskanalen og finansmarkedskanalen må holdes opp mot de negative effektene fra etterspørselskanalen. Lavere global vekst bidrar til lavere etterspørsel etter norske varer og tjenester. Vår spesielle næringsstruktur gjør imidlertid at denne effekten er langt mindre enn for de fleste andre land. 2/3 av vår tradisjonelle eksport kan knyttes til leveranser til offshore oljeinvesteringer internasjonalt og til råvarebasert eksport (raffinerte oljeprodukter, fisk, metaller). Det er først hvis oljeprisen eller prisen på de andre råvarene faller mye at disse næringene tydelig vil merke effekten av handelskrigen. Vi må typisk ha et kraftig tilbakeslag i verdensøkonomien for at det skal skje.

Den samlede effekten av handelskrigen er dermed usikker. I virkelige dårlige tider dominerer den negative etterspørselseffekten. Nå er det ikke «virkelige dårlige tider» i verdensøkonomien. Men vi har fått en kraftig kronesvekkelse og lavere fastrenter. Erfaringen så langt er at norsk økonomi går svært godt på tross av uroen internasjonalt.

Figur 3: Ikke virkelig dårlige tider i verdensøkonomien



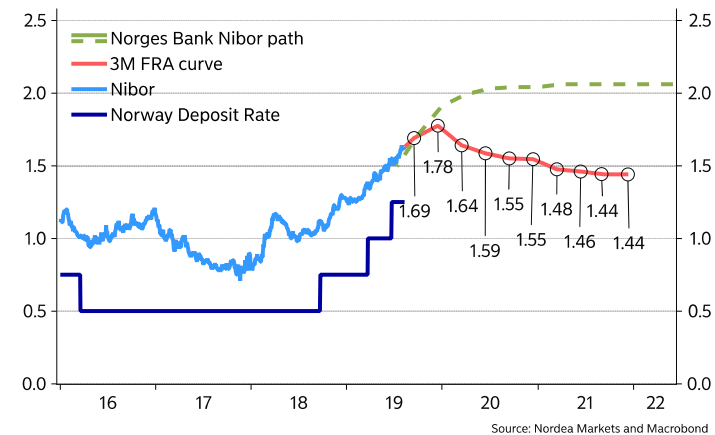
Figur 4: Norsk økonomi går fortsatt godt



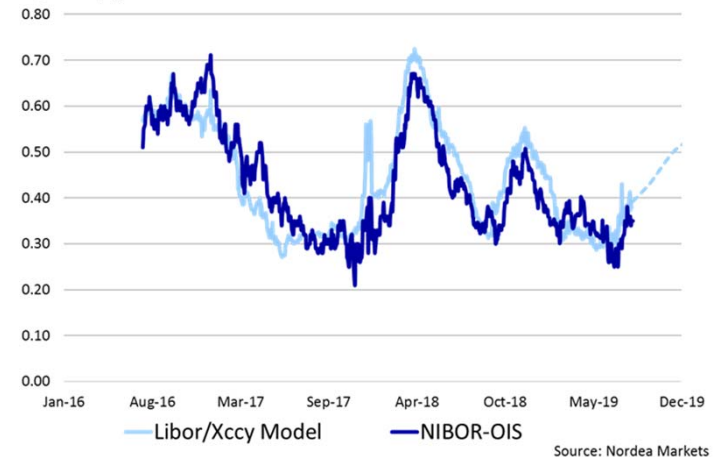
Korte renter: Markedet tviler på Norges Bank

- Sommeren forløp seg lenge relativt rolig i finansmarkedene. Det endret seg imidlertid mot slutten av juli. Trumps tvitring om økt toll på kinesiske varer utløste ras i aksjemarkedene og kraftig rentefall. Det har trukket ned markedsprisingen av Norges Bank.
- Markedet priser omkring 20% sannsynlighet for en renteøkning i september. Deretter stiger FRA-strippen frem mot desember (i hovedsak forventninger om økt Nibor-påslag rundt nyttår). Neste år ligger det inne forventninger om rentekutt i markedsprisingen.
- Usikkerheten rundt Norges Bank har økt, men vi tror Norges Bank holder seg til budskapet om renteøkning i september. Kronen er svakere enn hva Norges Bank la til grunn i juni. Det utligner økt usikkerhet globalt.
- En renteøkning i september vil trekke korte renter noe opp. Uroen internasjonalt øker imidlertid usikkerheten rundt fremtidige renteøkninger slik at markedet vil fortsatt ha en beskjeden prising av Norges Bank.
- Vi venter at Nibor-påslaget vil stige utover høsten. Det skyldes forhold i det amerikanske pengemarkedet. Påslaget kan øke fra 35bp i dag til 50bp. Med en renteøkning i september kan vi dermed se Nibor tett på 2% i høst.

Figur 5: Markedet tror ikke på Norges Bank



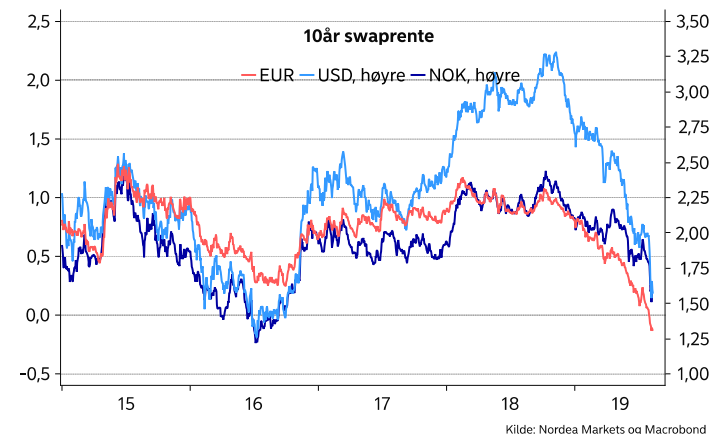
Figur 6: Høyere pengemarkedspåslag i USA vil trekke Nibor-påslaget opp



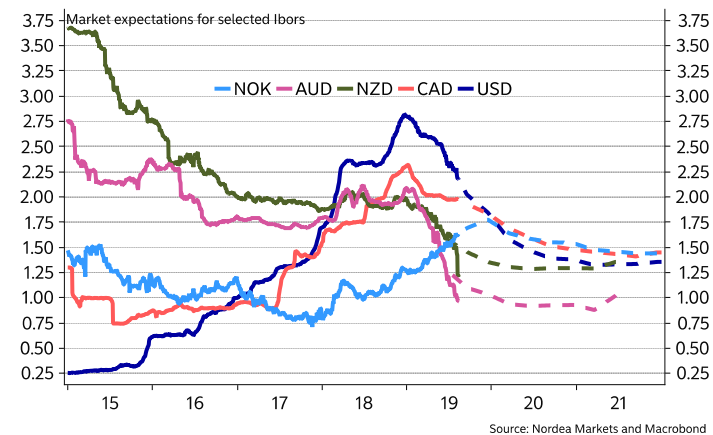
Lange renter: Risikoaversjon trekker lange renter ned

- Over bare noen få dager i begynnelsen av august kollapset lange renter. I USA falt 10år swaprenter 40bp. Europeisk og norsk 10år swap er ned henholdsvis 25bp og 30bp. Rentefallet blir i all hovedsak drevet av frykt for at intensiveringen av handelskrigen vil ramme verdensøkonomien. Samtidig har flere sentralbanker fulgt opp med å gjøre lettelser i pengepolitikken (figur 8).
- Sist ute var sentralbanken i New Zeland som kuttet renten med 0,5%-poeng. Også i Australia har sentralbanken kuttet renten. Federal Reserve i USA kuttet renten i slutten av juli og Den europeiske sentralbanken har ytterligere lettelser på agendaen.
- Foruten i eurosonen, hvor veksten har avtatt betydelig og inflasjonen er langt unna målet, må mye av de lettelsene som nå gjøre karakteriseres som «føre var». Veksten har riktignok avtatt noe globalt, men rentekuttene er først og fremst et svar på den økte usikkerheten handelskrigen representerer. For å dempe denne usikkerheten justeres renten noe.
- Det var også beskjeden fra Fed-sjef Powell ved siste rentemøte. Powell karakteriserte justeringen i renten som en «mid-cycle adjustment», og henviste til at dette har blitt gjort før.

Figur 7: Lange renter faller på nytt

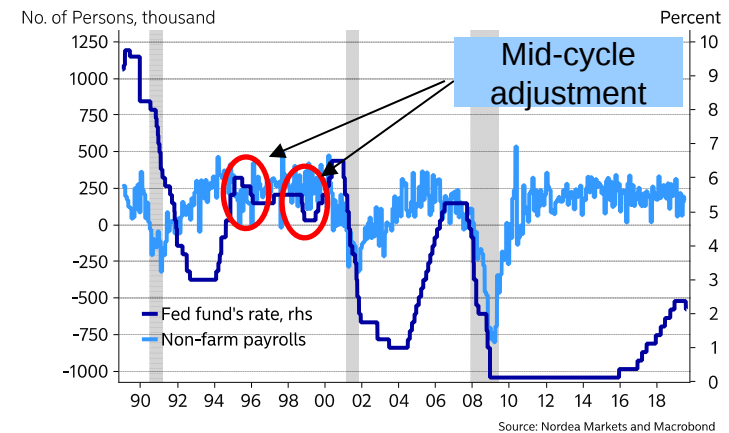


Figur 8: Flere sentralbanker gjør lettelser i pengepolitikken

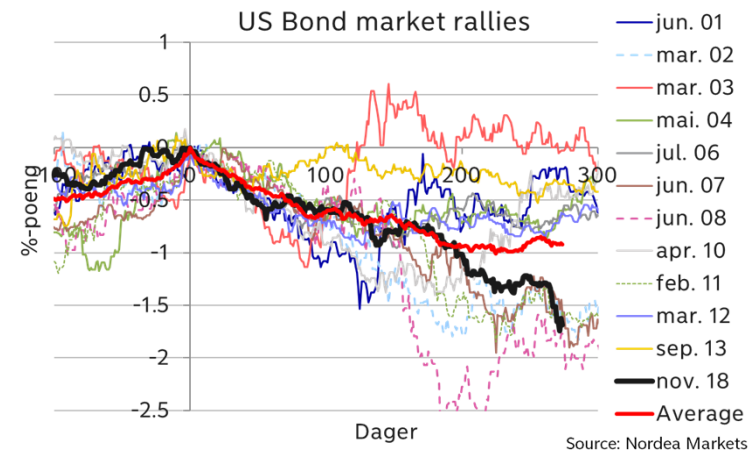


- Vi tror Powell henviser til 1995 og 1998 da Fed ved to anledninger kuttet renten noe for å forlenge oppgangen i amerikanske økonomi. I begge disse periodene ble renten kuttet med 75bp (figur 9).
- Powell bruker nok en slik kommunikasjon for å understreke at sentralbanken ikke ser for seg en repetisjon av rentekuttene i 1991, 2001 og 2008. Da var det krise i økonomien, representert ved kraftige fall i sysselsettingen (non-farm payrolls i figur 9). I dag er det ingen krise.
- Fed vil nok kutte renten igjen for å sikre seg at oppgangen i amerikansk økonomi forlenges. Trolig kuttes renten i september og mulig ytterligere en gang til mot slutten av året. Rentekutt utover det kan ikke utelukkes, men det vil trolig kreve en forverring av amerikansk økonomi som vi ikke ser enda. Markedet priser fire rentekutt til.
- Fallet i lange renter siden oktober har vært brutalt. Det kommer godt frem i figur 10, hvor vi har indeksert alle kraftige rentefall siden 2000 til den lokale rentetoppen før rentefallet. I snitt er et rentefall på omkring 100bp og varer i 200 dager. Rentefallet fra oktober har vært kraftigere, både i størrelse og i tid. Det kan indikere at bevegelse begynner å bli strukket.

Figur 9: Powell varslar «mid-cycle adjustment»



Figur 10: Rentefallet siden oktober har vært kraftig



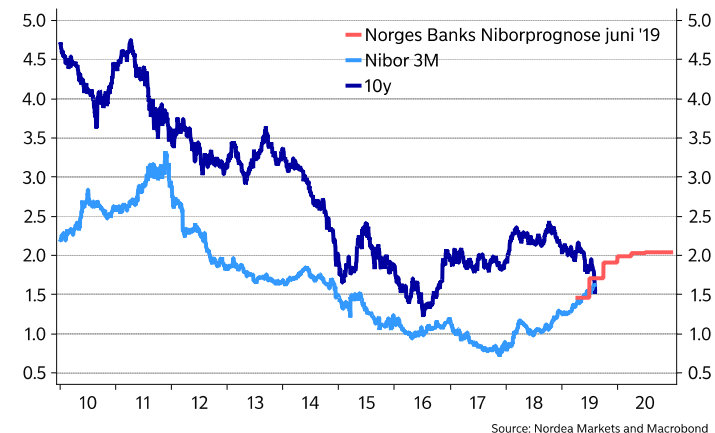
Oppsummering rentemarkedet: Fastrentene lavere enn flytende rente

- Markedssyn:
 - Lange renter globalt faller på risikoaversjon og handelskrig. Fed kuttet renten i juli og ytterligere rentekutt må ventes. Dette er imidlertid priset inn.
 - Den rådende stemningen i markedet er pessimisme. Det vil derfor være uklokt å utelukke videre rentefall, men vi synes bevegelse ser strukket ut, ref figur 10. **Stemningen kan fort snu noe som kan gi en rekyl opp i renter.**
 - Med høyere Nibor som følge av at Norges Bank hever renten har flytende rente kommet over de lange fastrentene. Fastrene fremstår dermed som rimelige, særlig med tanke på at Nibor kan komme opp mot 2% i løpet av høsten.

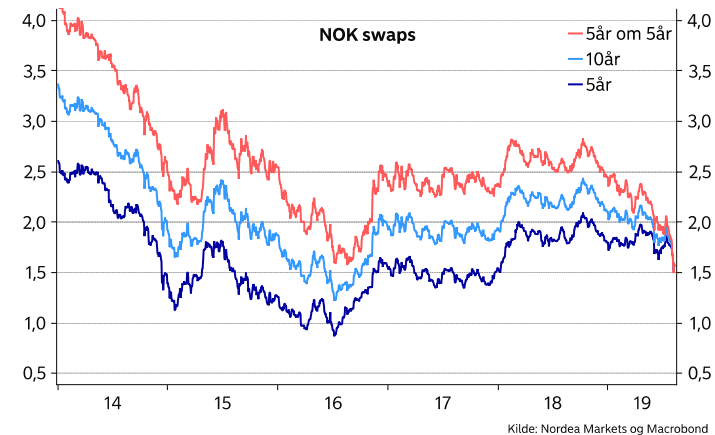
Strategisk vurdering

- Vi anser dagens nivå på lange fastrenter som gode. Bevegelsen i rentemarkedet virker strukket og om stemningen snur kan også rentene fort komme opp.
- Nivået på fastrentene fremstår som gode i lys av forventninger om en høyere Nibor.
- Usikkerheten internasjonalt taler for en moderat sikringsgrad.

Figur 11: Lange renter vil trolig ligge under flytende rente



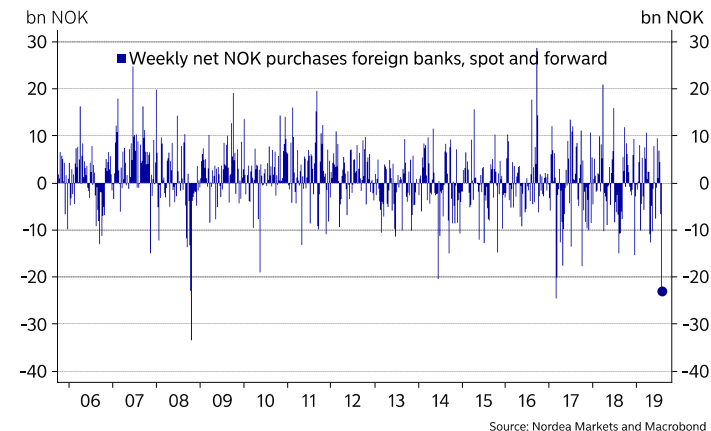
Figur 12: Lange renter



EURNOK – Handelskrig vs. Norges Bank

- I tråd med sesongmønsteret påpekt i forrige Navigator har NOK svekket seg i sommer. Svekkelsen er imidlertid større enn vi ventet. Lenge så sommereffekten til å utebli, men Trumps tvitring og tilhørende risikoaversjon ga kraftig kronesvekkelse. I tynne sommermarkeder ble utslagene større enn normalt. På det høyeste var EURNOK oppe i 10,097 intradag.
- Flere parametere peker på at EURNOK-toppen kan være nådd for denne gang. Deler av kronesvekkelsen har vært drevet av stop-loss aktivitet. Vi har også sett kraftig kronesalg av utenlandske banker og det kan se ut som markedets posisjoner heller i retning av å ha nettosolgt kroner.
- Når stemningen i markedet snur, får vi større utslag på krona når markedsaktørene i utgangspunktet mangler kroner. Posisjoneringen kan dermed gi medvind til NOK.
- Vi tror også at Norges Bank vil gi singaler om at en renteøkning i september fortsatt er i spill. Markedet har så godt som avskrevet ytterligere rentehevinger, så dette vil trekke krona sterkere.
- Vi snur i en mer kronepositiv retning. I første omgang ser vi for oss nivåer ned mot 9,75. Det vil innebære en styrking på 3%, som er i tråd med så mye EURNOK «normalt» faller når den først faller.

Figur 13: Uke 31 markerte det tredje største nedsalget av kroner av utenlandske banker



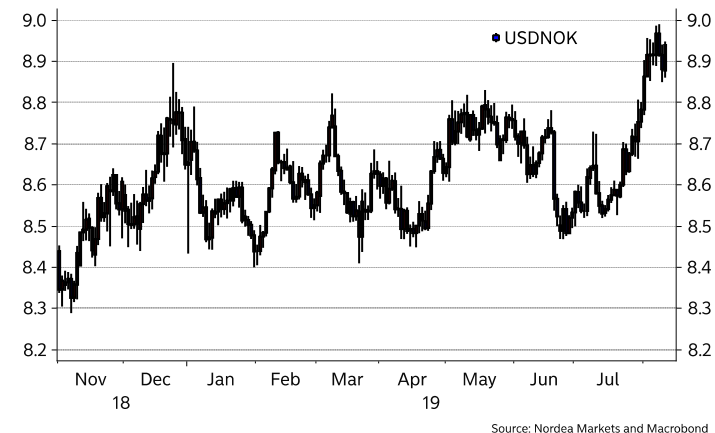
Figur 14: Vi venter EURNOK ned til 9,75 over den neste måneden



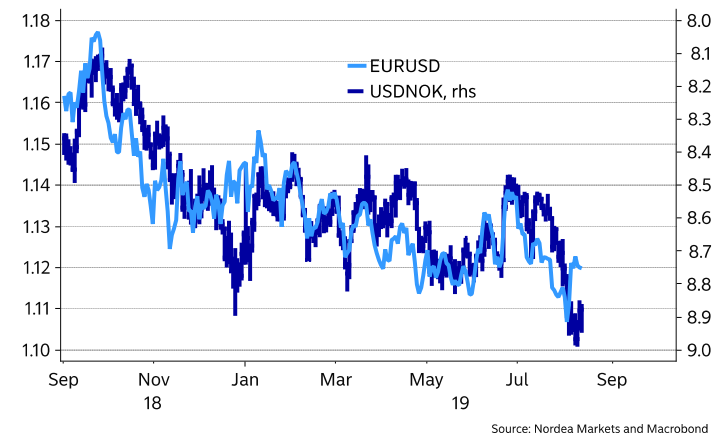
USDNOK – Svak NOK og sterk USD

- Den svake kronen har materialisert seg i USDNOK også. Krysset har handlet tett opp mot 9 kroner. I tillegg til svak NOK holder også dollaren seg sterk.
- Tidligere i sommer så vi tegn til at USD svekket seg, men handelskonflikten mellom USA og Kina og tilhørende risikoaversjon ga igjen sterkere USD.
- Det er pessimismen som råder i markedet med fortsatt høy usikkerhet rundt utviklingen i verdensøkonomien. Vi tror ikke denne usikkerheten vil forsvinne med det første, noe som taler for fortsatt sterk dollar. USD kan til og med bli enda sterkere.
- På kort sikt venter vi at noe sterkere NOK vil dominere, slik at USDNOK kan komme noe ned. Utslagene vil imidlertid være begrenset. Utsikter til sterkere USD utover høsten vil sørge for at USDNOK forblir relativt høy.

Figur 15: Rask og kraftig svekkelse av NOK mot USD



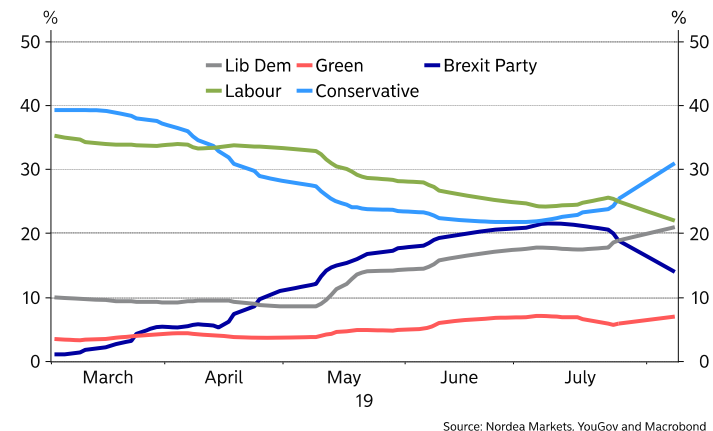
Figur 16: USDNOK vil holdes høy av sterk dollar



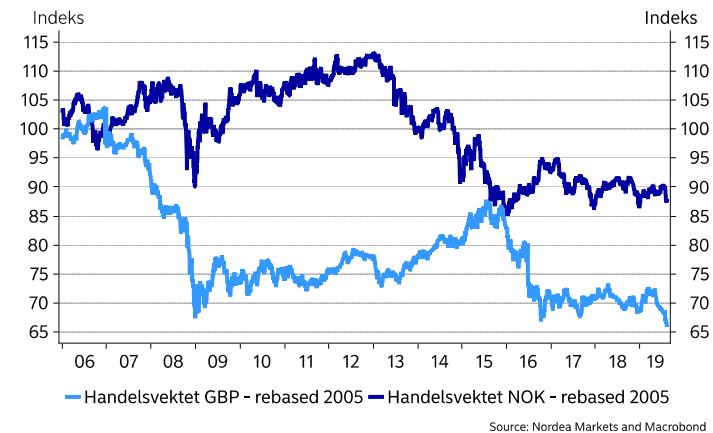
GBPNOK: BoJo gir økt frykt for Hard Brexit

- Pundet har svekket seg markant etter at Boris Johnson den 23 juli ble utnevnt til ny britisk statsminister.
- Boris Johnson har ansatt en rekke hard-brexitteers som nye ministre og kommunikasjonen peker mot økt sannsynlighet for en hard Brexit i slutten av oktober.
- Likevel, Boris Johnson kan med dagens Parlament sannsynligvis ikke tvinge en hard Brexit gjennom. Men et nytt parlamentsvalg kan muligens åpne for en hard Brexit. Sannsynligheten for det har økt i det siste siden Boris Johnson har betydelig medvind på meningsmålingene.
- Den geopolitiske uroen betyr også at Bank of England fortsatt avventer den videre utviklingen. Lenge priset markedene høyere styringsrente, men det har snudd og det prises nå inn mer enn et helt kutt utover det neste året. Det speiler i høy grad økt frykt for en hard Brexit.
- GBP og NOK har begge svekket seg mye i det siste. GBP-svekkelsen har imidlertid vært størst slik at NOK har styrket seg mot GBP, og GBPNOK er nær de laveste nivåene i år. Hvis Norges Bank hever renten i september og uroen rundt Brexit fortsetter videre frem mot slutten av oktober, tror vi NOK kan styrke seg mer mot GBP de neste månedene.

Figur 17: Boris Johnsons løfter de Konservative på meningsmålingene



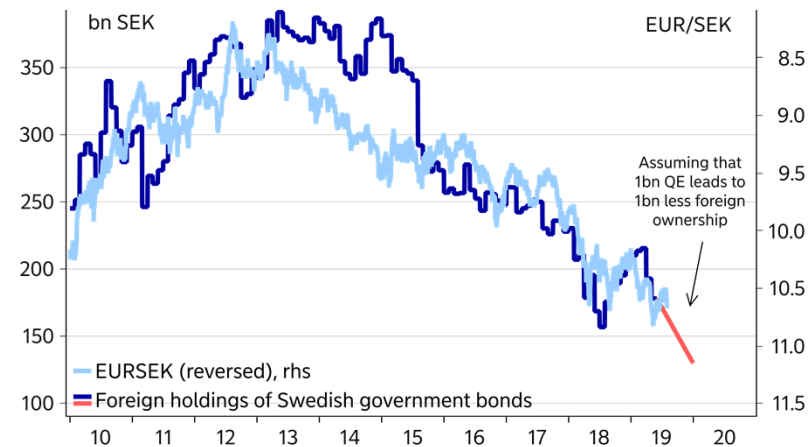
Figur 18: GBP og NOK er begge på svake nivåer



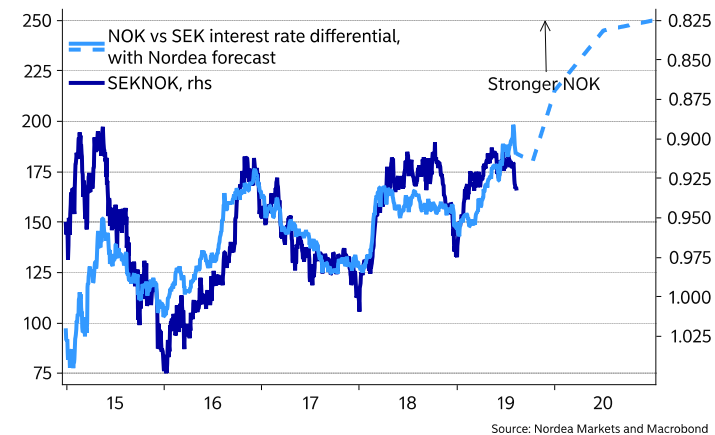
SEKNOK: Riksbanken starter «Kronemonsteret»

- I forrige Navigator argumenterte vi for at SEK kunne styrke seg mot NOK. Dette har materialisert seg, og SEKNOK har kommet opp til 93. Vi mener krysset har gått langt nok, og ser for oss at bevegelsen vil snu til fordel for NOK på kort sikt. På lengre sikt opprettholder vi også synet om at sterkere NOK mot SEK.
- Bakteppet for synet om sterkere NOK mot SEK hviler hovedsakelig på to ting.
- For det første er Riksbanken i ferd med å starte opp igjen sine kjøp av svenske statsobligasjoner. Erfaringen er at dette er negativt for SEK ved at det presser utenlandske aktører ut av statsobligasjonsmarkedet. Disse aktørene blir dermed ofte selgere av SEK (figur 19).
- Det andre argument for sterkere NOK mot SEK er at Riksbanken og Norges Bank går hver sin vei. Mens Riksbanken kjører QE tror vi Norges Bank vil heve renten i september. Det bør støtte NOK. Dette er argumentet for at vi tror NOK vil gjøre det bedre enn SEK også på lenger sikt.

Figur 19: «Kronemonsteret» kommer!!!



Figur 20: Pengepolitikken går 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.