



September 2011

## Renteprognose 3. kvartal 2011

# Lang periode med lave renter

Indhold	Side
Highlights	1
Vækstafmatning i den globale økonomi	2
ECBs begrundelse for højere renter er faldet bort	2
Lang periode med lave renter	3
Ophobning af usikkerhed	4
Minimal isoleret dansk risiko	5
Stramme kreditforhold modvirker lave markedsrenter	5

### Highlights

- Den seneste tid har budt på en opblussen af gældsproblematikken i Euroområdet og USA på grund af utilstrækkelig politisk håndtering og en global vækstafmatning. Det har medført svækket tillid til håndteringen af krisen og markante kursbevægelser på de finansielle markeder.
- Den Europæiske Centralbank, ECB, og Danmarks Nationalbank hævede renten i både april og juli i år. Det blev primært begrundet i stigende råvarepriser, og et forsøg på at hindre, at råvareprisstigningerne slog igennem på den underliggende inflation. Prispresset fra råvarerne er nu aftaget, og risikoen for gennemslag på den underlæggende inflation er forsvundet. Uden en inflationsrisiko forsvinder ECB's begrundelse for yderligere renteforhøjelser.
- Ved at afblæse yderligere renteforhøjelser, har ECB bragt sig på linje med faldende inflation, global vækstafmatning, gældskrise og uro på de finansielle markeder, der truer med at destabilisere hele euro-konstruktionen. Valget står nu mellem uændrede eller lavere renter.
- Der er i den seneste tid ophobet megen makroøkonomisk og markedsmæssig usikkerhed. I et positivt scenarium, som vores prognose bygger på, ophører vækstafmatningen inden for de næste 2-3 kvartaler. Herefter vender en svag, men positiv vækst tilbage. I denne situation forbliver renterne uændrede omkring det nuværende lave niveau gennem 2011 og 2012. I et negativt scenarium forlænges periode med vækstnedgang, måske recession. Problemerne i de gældsramte lande og uro på de finansielle markeder vokser. I dette scenarium kan ECB være nødsaget til at sænke renten igen, og også de lange danske renter vil falde.

### Kontaktperson:

Erhvervsøkonomisk chef

Klaus Kaiser

T +45 8740 5175

M +45 2013 5175

E kak@vfl.dk

## Vækstafmatning i den globale økonomi

En forventet konjunkturafmatning i den globale økonomi er begyndt, som det ses af Figur 1, der viser de ledende indikatorer og væksten i OECD-området. Vækstnedgangen rammer stort set alle lande.

I USA er væksten gået ind i en blød fase (Figur 2). En svag udvikling i beskæftigelsen og et anæmisk boligmarked medfører vækstrater under gennemsnittet for amerikansk økonomi.

Også Tyskland oplever en vækstafmatning efter en periode med høj eksportdrevet vækst.

Japan blev ramt af et kraftigt, midlertidigt dyk i væksten oven på forårets katastrofe, men ventes at rejse sig lidt igen i andet halvår.

Kina befinder sig i et andet luftlag med vækstrater omkring 10 procent, men også her er vækstraterne faldet lidt tilbage.

Også i Danmark er væksten svag. Selvom vi indtil videre er gået fri af recession, kan vi se frem til en længere periode med vækst under gennemsnittet.

Pengepolitikken rundt omkring i verden vil fortsat stimulere den globale vækst. Det sker i kraft af fortsat lave renter og rigelig likviditet. Modsat ebber de finanspolitiske stimuli gradvist ud, og finanspolitikken vil dæmpe væksten, efterhånden som konsolidering af de offentlige finanser prioriteres stadig højere i den økonomiske politik.

Efterhånden som de offentlige stimulanser reduceres, øges afhængigheden af en sårbar privat sektors vækst. Der er derfor p.t. stor usikkerhed om det fremtidige konjunkturforløb.

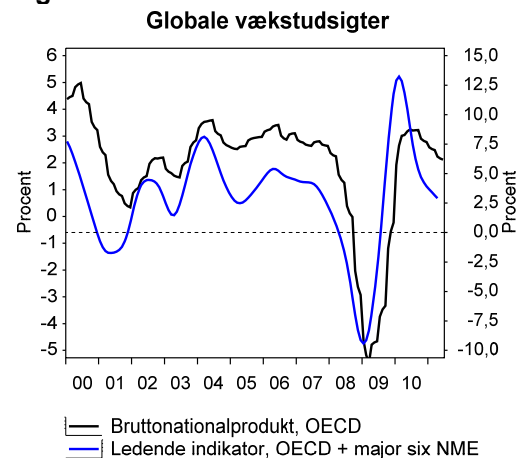
## ECBs begrundelse for højere renter er faldet bort

ECBs beslutning om at hæve renten i april og juli var primært begrundet i presset fra stigende energi- og fødevarerpriser, som havde bragt inflationen over tolerancegrænsen på 2 procent, jf. Figur 3. Også kerneinflationen (forbrugerpriser ekskl. fødevarer og energi) er rykket tættere på de 2 procent.

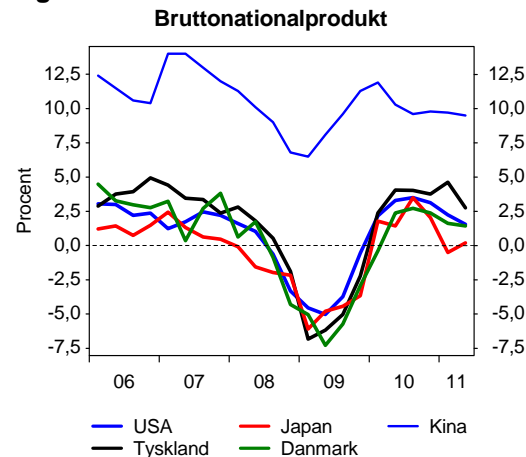
Renteforhøjelserne har til hensigt at undgå såkaldte 2. runde effekter, hvor høj inflation påvirker virksomhedernes omkostningsniveau og udbudspriser samt øger arbejdstagernes lønkrav.

Råvarepriserne er nu faldet, og der er udsigt til yderligere fald, hvilket ventes at bringe inflationen tæt på ECBs inflationsmålsætning mod slutningen af 2011. Behovet for yderligere renteforhøjelser af hensyn til inflationen falder dermed bort for en tid. Det hensigtsmæssige i fortsat lave renter understøttes af de store vækstproblemer i de gældsramte europæiske lande og deres tvivlsomme evne til at håndtere gældskrisen.

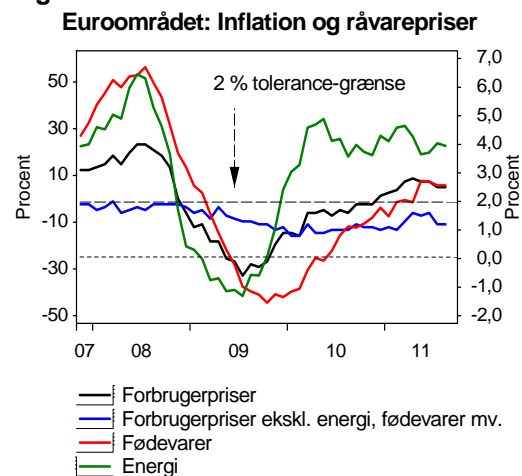
Figur 1



Figur 2



Figur 3



Gældsproblemerne i Europa er blevet straffet med højere renter af de finansielle markeder, jf. Figur 5. ECB forventes at inkludere hensyn til de finansielle markeds reaktion i de pengepolitiske beslutninger ved at holde renten lav.

Samlet set er det vanskeligt at finde belæg for, at renten skal sættes op fra det nuværende niveau i betragtning af faldende inflation, lavkonjunktur, gældskrise og hensynet til den finansielle stabilitet.

Ser vi fremad afgøres renteutviklingen af de samme forhold - inflation, konjunktur, gældskrise og finansiell stabilitet. Inflationspres fra væksten opstår ikke foreløbig, da der er tilstrækkelig ledig kapacitet i økonomien, jf. Figur 6. Råvarepriserne er samtidig faldet, og fornyet stigning vil overvejende være udbudsdrivet, og kan derfor kun vanskeligt bekæmpes med renteforhøjelser i Euroområdet.

Lavkonjunktoren og gældskrisen derimod vil bestå i en længere årrække. Bedømt ud fra de seneste måneders begivenheder, kan man betvivle, at de gældsramte landes befolkninger og politikere føler tilstrækkeligt ansvar over for euro-fællesskabet, og om de er i stand til at gøre deres økonomier tilstrækkelig konkurrencedygtige uden brug af devalueringer. Manglende handling kan få fatale konsekvenser ikke blot for dem selv, men for hele euro-samarbejdet.

Der er i realiteten kun tre muligheder for at inddæmme krisen:

1. Skrappe strukturreformer i de nødlidende lande, der bringer konkurrenceevne og konsolidering af de offentlige finanser på linje med euroens kernelande.
2. Finanspolitisk overbygning med fælles gældsudstedelse og omfordeling af velstand mellem landene
3. Opsplitning af euro-samarbejdet, hvor de svageste skilles fra.

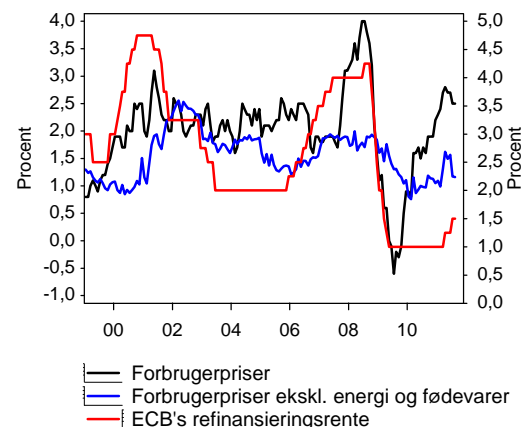
Hvis ingen af disse løsninger anvendes, bliver det store spørgsmål, om de stærkeste er i stand til at trække de svage op, eller om de svage trækker de stærke ned.

### Lang periode med lave renter

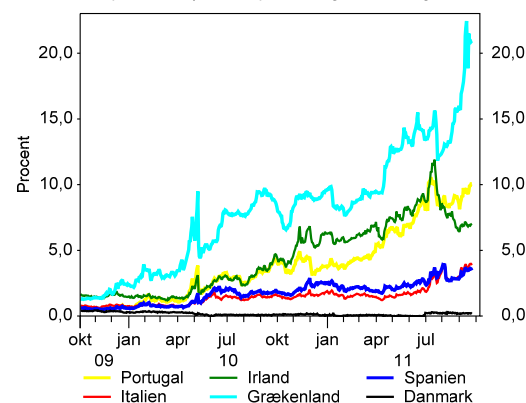
ECB lægger stor vægt på, at rentepolitikken er så gennemsigtig som mulig, og forsøger derfor at signalere retning og timing til markedet. En fortolkning af ECB's ordvalg efter rentemødet i august indikerede, at pengepolitikken fortsat var lempelig, og at renten skulle lidt op fra det nuværende niveau.

Begivenhederne siden mødet og ordvalget efter mødet i september viser dog, at ECB nu ser en balanceret inflationsrisiko og en vækst-

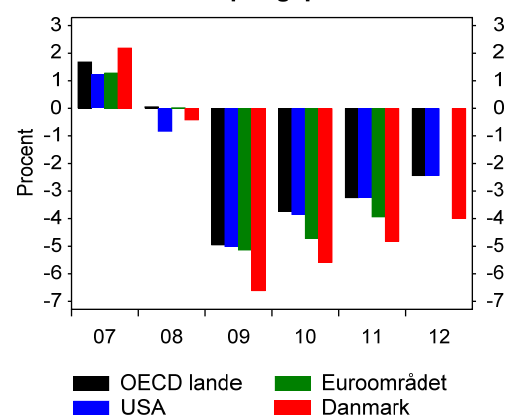
**Figur 4**  
Euroområdet: Inflation og centralbankrenter



**Figur 5**  
Rentespænd - PIIGS  
Rentespænd til Tyskland på 10-årige statsobligationer



**Figur 6**  
Output gaps



mæssig risiko på nedsiden, og derfor vælger at fastholde det nuværende renteniveau resten af året og formentlig i hele 2012.

Med dette skifte er ECB kommet bedre på linje med den seneste økonomiske udvikling med tiltagende konjunkturfatning, faldende råvarepriser, finansiell uro og en gældskrise, der truer med at destabilisere euro-konstruktionen.

## Ophobning af usikkerhed

Der er i den seneste tid sket en ophobning af makroøkonomiske og markedsmæssige usikkerheder.

Nogle af de mest afgørende forhold for den globale efterspørgsel bliver, om beskæftigelsen i USA forbedres, om privatforbruget i Tyskland kan stige, og om Kinas vækst fortsat vil være høj, uden overophedning. Dertil kommer usikkerhed om en række mere specifikke forhold som råvarepriser, aktiemarkedet og presset på den finansielle sektor. Gældsproblemerne i en række europæiske lande og USA udgør et yderligere usikkerhedsmoment, som har potentiale til at ændre det globale konjunkturforløb.

Et positivt scenarium, som vi med en ganske lille margin hælder til, indebærer, at den igangværende vækstafmatning ophører inden for 2-3 kvartaler, og at vi herefter vender tilbage til en længerevarende periode med lav, men positiv vækst. I denne situation vil renterne forblive uændrede omkring det nuværende lave niveau gennem 2011 og 2012.

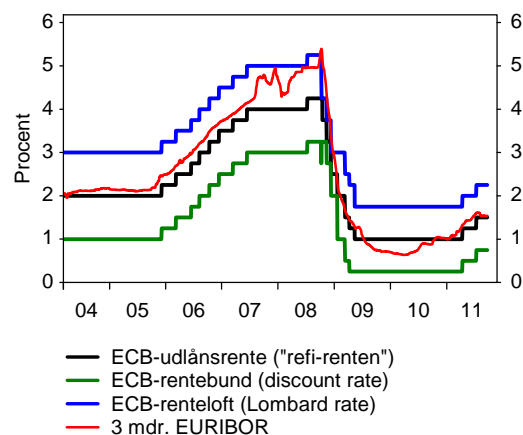
Et negativt scenarium, som der i øjeblikket er betydelig større risiko for end "normalt", indebærer en forlænget periode med vækstnedgang, måske recession, voksende problemer i de gældsramte lande og uro på de finansielle markeder. I denne situation kan ECB se sig nødsaget til at sænke renten, og også de lange danske renter på statsobligationer vil falde. Det vil dog kun delvist smitte af på realkreditrenterne og pengemarkedet, da kreditrisikoen øges.

Den lange rentes betydning er stor i kraft af, at den udgør en væsentlig finansieringsrente for erhvervslivet, for den offentlige sektor og boligmarkedet. Et af hovedformålene med ECBs inflationsmål-sætning er derfor at sikre en lav lang rente, da det medvirker til at stimulere den langsigtede vækst.

ECBs rentepolitik har indtil nu været på forkant med inflationsudviklingen. Derved opretholdes markedets tillid til, at inflationen fortsat vil være tøjlet og bidrager til lave lange renter. Aktuelt er spørgsmålet dog, om ECB har været for tidligt ude med renteforhøjelser.

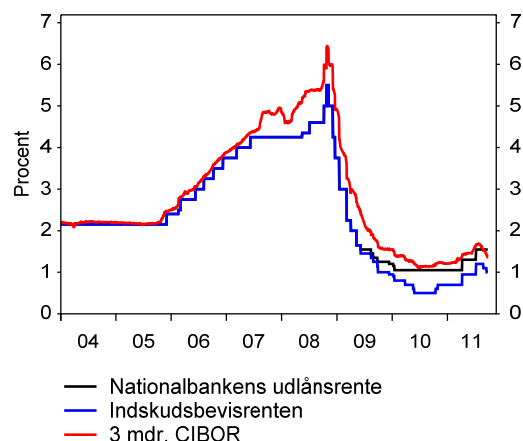
**Figur 7**

**Euroområdetets korte renter**



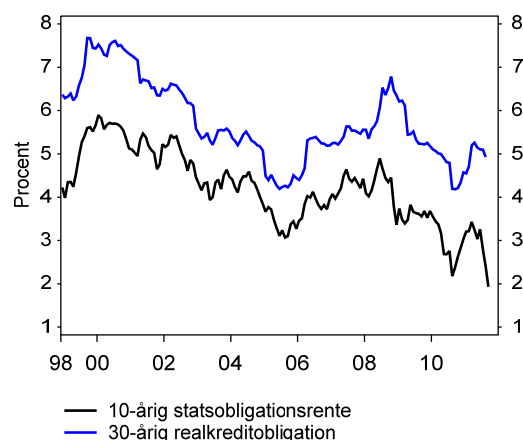
**Figur 8**

**Korte danske renter**



**Figur 9**

**Lange danske renter**



## Minimal isoleret dansk risiko

Set i europæisk målestok er dansk økonomi i relativ god form med et stort overskud på betalingsbalancen, relativt sunde offentlige finanser og en inflation under kontrol. Det giver valutarisk og rentemæssig stabilitet og sikrer fastkurspolitikken i forhold til euroen.

Gældsbebetiget uro på de finansielle markeder kan komme Danmark og andre relativt velfunderede økonomier til gode via søgning til "sikker havn". Kun hvis gældsuroen udvikler sig til en egentlig systemisk krise i euroområdet, kan en test af fastkurspolitikken blive aktuell. Dette forventer vi dog ikke.

Meget tyder derfor på, at Danmark vil kunne opretholde et meget beskedent langt rentespænd til Tyskland, og et meget beskedent kort rentespænd til ECB/Euroområdet. En for stor søgning mod Danmark som den "sikre havn" kan endda fjerne spændet mellem ECB og Danmarks Nationalbank, som i øjeblikket blot er på 0,05 procentpoint.

## Stramme kreditforhold modvirker lave markedsrenter

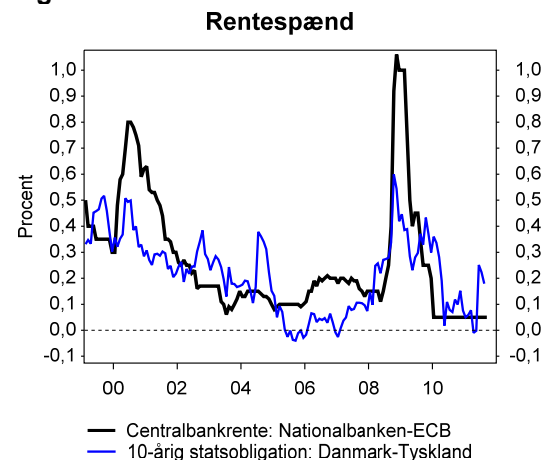
Kreditklemmen finder ikke blot sted mellem banker og kunder. Og så mellem bankerne er udlånsvilligheden begrænset p.t. Derfor vil ECB formentlig fortsætte med at stille ubegrænset likviditet til rådighed en rum tid endnu for at lempe den stramme likviditetssituation, der fortsat præger store dele af penge- og kapitalmarkederne.

Selvom renterne er lave i denne tid, influerer de anspændte kreditforhold på adgangen til kredit. Det giver sig udslag i højere rentemarginal og bidragsatser. Den samlede kreditsituation for virksomhederne er derfor strammere end markedsrenterne isoleret set tilsiger.

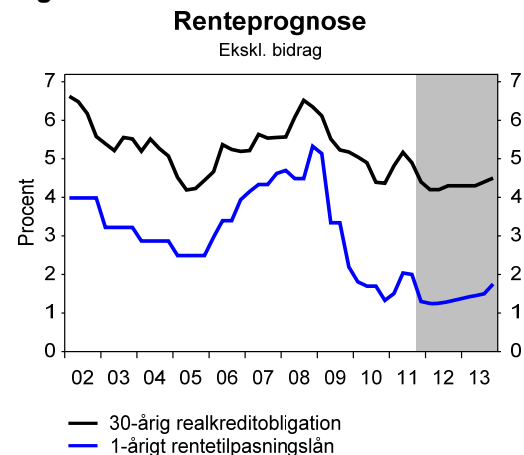
Vores forventninger til udvalgte renter fremgår af Tabel 1. I forhold til prognosen fra marts 2011, fjerner vi forventningerne til renteforhøjelser udover dem, der fandt sted i april og juli. Samtidig indregner vi, at der i markedsrenterne er forventning om en rentenedsættelse. Nedjusteringen modgås dog i et vist omfang af de forhøjede marginaler og bidragsatser i banker og realkreditselskaber, så virksomhederne ikke får fuldt udbytte af de lavere renter.

Rentspændet mellem den korte og den lange rente, som undertiden har indflydelse på valget af finansieringsrente, ventes indsnævret lidt fra ca. 3 procentpoint ultimo 2010 til ca. 2,70 procentpoint om 24 måneder.

Figur 10



Figur 11



Tabel 1

Renteprognose – september 2011				
	Ult.	6	12	24
I procent	2010*	mdr.	mdr.	mdr.
Danmarks Nationalbanks udlånsrente	1,05	1,55	1,55	1,80
1-årig rentetilpasningslån*	1,51	1,30	1,35	1,85
30-årig fastforrentet obligationslån	4,53	4,25	4,35	4,55

\* Der forekommer variation mellem realkreditinstitutterne

### Disclaimer:

Denne analyse er udarbejdet af Videncenteret for Landbrug, som er en uafhængig rådgivningsvirksomhed. Analysen er udarbejdet af analytikere uden et forretningsmæssigt forhold til de emner, der berøres, og tjener alene til orientering. Analysen er baseret på offentlig tilgængelig information. Der er anvendt kilder, som Videncenteret for Landbrug finder pålidelige, men Videncenteret for landbrug påtager sig ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personlig brug for DLBR's rådgivere og kunder, og må ikke kopieres eller offentliggøres nogetsteds.