



Renteprognose 1. kvartal 2014

Svag vækst, høj gæld og risiko for deflation holder renten lav

Indhold	Side
Highlights	1
Moderat global vækst med store forskelle	2
Høj gæld, svag konkurrenceevne og truende deflation	2
En malstrøm af problemer	3
Lang periode med lave renter	4
Gode danske forudsætninger for stabilitet	5
Stadig stramme kreditforhold for virksomheder	5

Highlights

- Udsigterne til fortsat lave danske renter er gode. Baggrunden er dog svag vækst, høj gæld og risiko for deflation i Europa. Inflationen i Euro-området er faldet gennem de sidste par år, og befinder sig nu på et meget lavt niveau. Nogle Euro-lande oplever allerede faldende priser, og der er risiko for, at Euro-området som helhed går ind i en periode med deflation.
- Samtidig er gælden i en række Euro-lande faretruende høj og fortsat stigende på grund af svag vækst, dårlig konkurrenceevne og manglende finanspolitisk konsolidering.
- Kombinationen af høj gæld og deflation vil være meget alvorligt for Euro-området. Den høje gæld dæmper den økonomiske aktivitet og presset på de offentlige finanser, og deflation vil reelt øge gælden, målt i købekraft.
- Lav vækst og lav inflation - endda med deflationsrisiko - borger for fortsat lave renter i en rum tid endnu. Både den korte og den lange rente forventes stabil lav i en længere årrække, ikke langt fra det nuværende niveau. Den lange rente kan falde lidt yderligere på kort og mellemlangt sigt, men neddrøsling af den amerikanske centralbanks støtteopkøb vil trække i modsat retning.
- Den Europæiske Centralbank og Danmarks Nationalbank har stort set udnyttet det rentemæssige potentiale. Der er dog udsigt til endnu en marginal rentesækning fra ECB, men effekten heraf vil være yderst begrænset. ECB overvejer andre virkemidler, men er i højere grad bundet af institutionelle begrænsninger end andre centralbanker.

Kontaktperson:

Erhvervsøkonomisk chef
Klaus Kaiser
T +45 8740 5175
M +45 2013 5175
E kak@vfl.dk



Se 'European Agricultural Fund for Rural Development' (EAFRD)

Moderat global vækst med store forskelle

Væksten i verdensøkonomien udvikler sig kun langsomt i den rigtige retning. De seneste tre til fire år har væksten været svag til moderat i flere af de økonomiske centre i verden, og det har holdt den samlede vækst nede.

Der er dog forholdsvis store forskelle mellem de enkelte lande og regioner, som det ses af Figur 2. I USA har væksten næsten vendt tilbage omkring trendvæksten, selvom den amerikanske økonomi fortsat lider under et trykket boligmarked og et svagt privatforbrug. Den amerikanske centralbank har gennem længere tid understøttet væksten med ekstremt lave renter samt tilført rigelig likviditet gennem støtteopkøb af obligationer, hvilket blandt andet har presset den lange rente ned og svækket dollaren.

Japan har ligeledes valgt at støtteopkøbe obligationer, og det medfølgende rentefald, likviditetsrigeligheden og en svækket yen har givet japansk økonomi et midlertidigt boost. I Kina er væksten ved at finde et nyt leje på godt 7 pct. – en nedgang fra typisk 8-10 pct.

Af de store økonomiske centre er Euro-området hårdest ramt. Tyskland er næsten ene om at trække væksten, idet hovedparten af de øvrige lande enten er for små eller oplever stagnation. Også i Danmark er væksten svag, og vi kan formentlig se frem til endnu en årrække med vækstrater under trendvæksten.

Høj gæld, svag konkurrenceevne og truende deflation

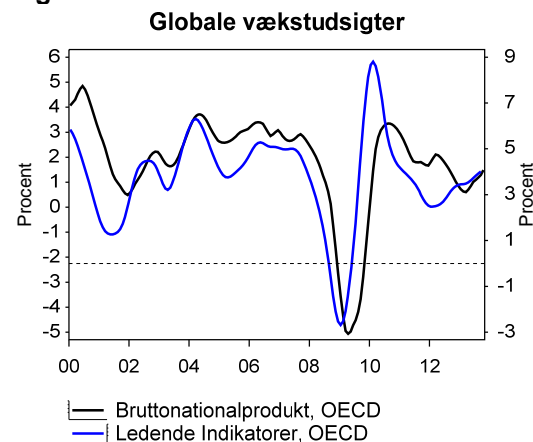
Med få undtagelser er de europæiske lande fanget i en skruestik af høj gæld, svag konkurrenceevne og truende deflation.

Siden starten af 2012 er inflationen i Euro-området som helhed faldet fra ca. 3 pct. til nu under 1 pct. for både forbrugerpriser og kerneinflation (ekskl. fødevarer og energi), jf. Figur 3. Pristrenden i Euro-området er nedad fra et i forvejen lavt niveau.

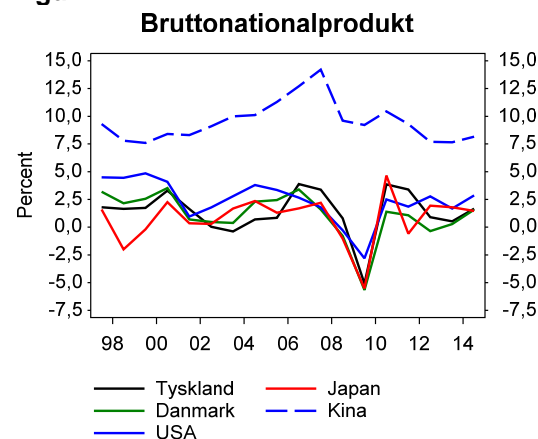
Flere euro-lande oplever allerede deflation, og hvis inflationen fortsætter nedad, kan Euro-området som helhed henfalde til deflation, hvilket vil være meget alvorligt på grund af den høje gæld i en række lande. Deflation vil øge gælden målt i forhold til købekraften.

Der er risiko for, at inflationen vil aftage yderligere i de kommende måneder. Det skyldes risikoen for faldende råvarepriser og aktiekurser, især i de nyudviklede lande, og der er stigende bekymring for væksten i Kina og måske også USA. Hvis disse trends fortsætter, vil de deflationære kræfter vokse.

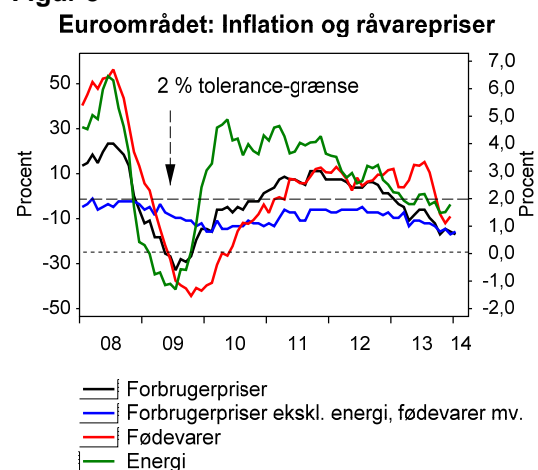
Figur 1



Figur 2



Figur 3



Eftersom energikomponenten i forbrugerpriser typisk ligger omkring 10 pct., vil et fald fra de nuværende godt 100 \$ pr. tønde til 70-80 \$ være tilstrækkelig til at sende Europa i deflation – alt andet lige.

Risikoen for deflation er størst i Euro-området og Japan.

I USA er der også en vis risiko, men noget mindre. Den amerikanske centralbanks opkøb af obligationer trappes gradvist ned i år med risiko for rentestigninger, som smitter af på ejendoms- og aktiemarkedet og i anden bølge privatforbruget. Vækstbilledet er dog endnu tilstrækkelig stærkt til, at deflation formentlig kan undgås.

Japan ridder midlertidigt på en likviditetsbølge, som den japanske centralbank har iværksat gennem opkøb af værdipapirer. Gennem de seneste par årtier har Japan været fanget i en deflationsfælde, men gennem de massive opkøb er det lykkedes at svække yennen, øge importpriserne samt styrke væksten og herigennem øge den overordnede inflation (Figur 4).

Kombinationen af høj gæld og svag vækst i Europa er alvorlig. Den høje gæld forhindrer, at finanspolitikken kan bidrage til væksten. Tværtimod befinder de fleste lande sig fortsat under EU's konvergensprogrammer, som sigter mod at nedbringe offentlige underskud og gæld i forhold til BNP. Så længe gælden er høj, og væksten udebliver, vil problemerne vokse sig større og indgå i en vekselvirkning mellem stigende gæld og voksende deflationært pres.

Det synes ganske tydeligt, at der ikke vil opstå et vækstmæssigt pres på renterne i overskuelig fremtid - tværtimod er der et vedholdende output gap, jf. Figur 6, som indikerer, at der er rigelig ledig kapacitet i de forskellige lande. Dette gælder også USA, selvom de kom først ud af den værste del af krisen.

I en sådan overordnet økonomisk situation er det vanskeligt at finde belæg for, at renten bør stige. Det gælder såvel centralbankens rentesatser som de korte og lange markedsrenter.

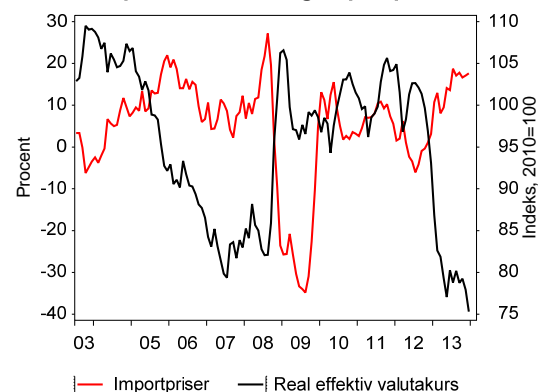
En malstrøm af gældsproblemer

Gældsproblemerne til trods er rentespændene mellem euro-landene blevet indsnævret, siden den Europæiske Centralbank i sommeren 2012 lovede ubegrænset støtte til de kriseramte euro-lande og euro-konstruktionen som sådan.

I betragtning af de massive problemer relateret til høj gæld, svag vækst og risiko for deflation, befinder euro-området sig i en

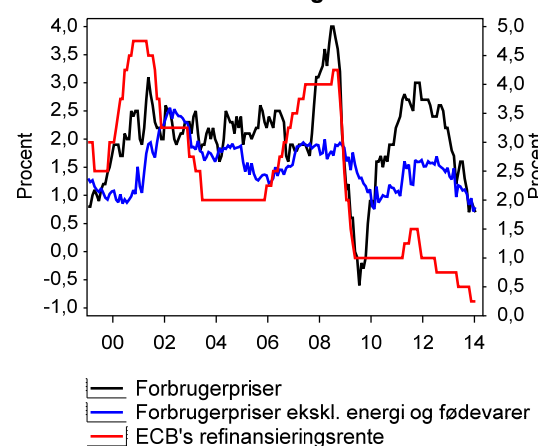
Figur 4

Japan: Yen-kurs og importpriser



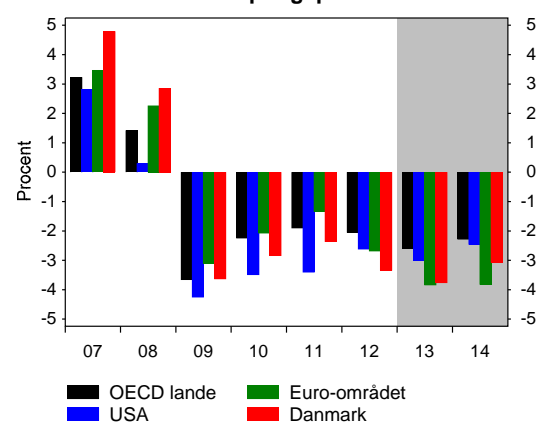
Figur 5

Euroområdet: Inflation og centralbankrenter



Figur 6

Output gaps



uholdbar situation. Den nuværende ro dækker således over en malstrøm af problemer under overfladen.

Gældsproblemerne hober sig op over alt i verden. Det er således ikke kun Sydeuropa, der kæmper med for høj gæld. Også nogle af de traditionelle støttepiller i Euro-området har for høj gæld. Det gælder ikke mindst Frankrig. Uden for Europa vokser gælden i USA i en grad, så de løbende må hæve det ellers forfatningsfæstnede gældsloft. Og også i store dele af Sydamerika og Asien, herunder Japan er gælden steget markant.

Det er ikke alle steder, at gælden udgør et akut problem, men mange steder udgør konsolideringsmæssige hensyn en bremse på væksten, da det sætter klare grænser for, hvor aktiv en rolle finanspolitikken kan spille i konjunkturpolitikken. Samtidig er usikkerheden større.

Med en lille margin hælder vi til, at den nuværende globale vækst fortsætter sin humpende, men positive gang. Værst ser det dog ud for Euro-området, der fortsat mangler enten gennemgribende strukturreformer og forbedret konkurrenceevne i en række lande - eller en afgørende udskillelse af landene med for høj gæld og for svag konkurrenceevne. Euro'en er stadig ikke holdbar i sin nuværende form.

Lang periode med lave renter

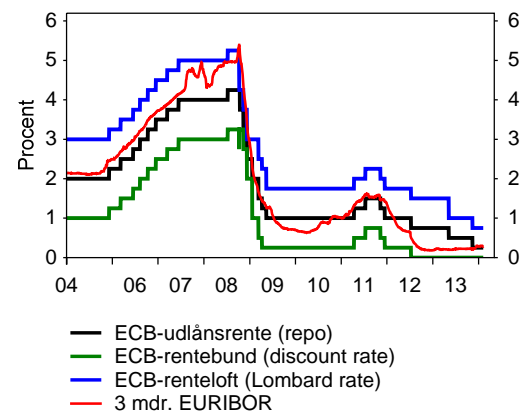
Under alle omstændigheder forventer vi en længere periode med lav vækst og lav inflation (måske deflation) i Europa. I denne situation vil renterne forblive uændret lave gennem 2014 og 2015.

I lyset af denne situation vil ECB formentlig sætte de i forvejen ekstremt lave renter endnu længere ned, fortsat signalere lave renter flere år frem samt benytte yderligere pengepolitiske redskaber, som styrker likviditeten og holder markedsrenterne nede. ECB's vedtægter forbyder direkte intervention via opkøb af værdipapirer, men vi har tidligere set, at næsten samme effekt kan nås via likviditetsudpumpning til "mellemmand", som herefter anbringer deres overskudslikviditet i for eksempel statsobligationer fra gældsplagede lande. Uanset dette kan ECB ikke løse Euro-kriselandenes problemer alene. Der er også behov for finans- og strukturpolitiske tiltag.

ECB's ageren og likviditetsrigeligheden ventes ikke at påvirke den lange rente nævneværdigt. I den lange rente er der allerede indiskonteret, at ECB vil føre den fornødne aktivistiske pengepolitik. Utraditionelle likviditetstiltag og/eller et deflationsscenario kan dog få de lange renter en tak længere ned.

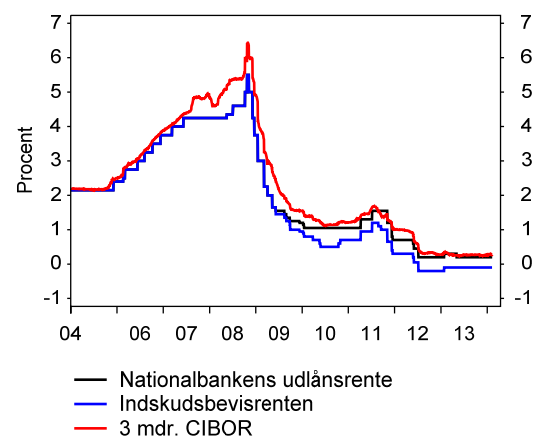
Figur 7

Euroområdetets korte renter



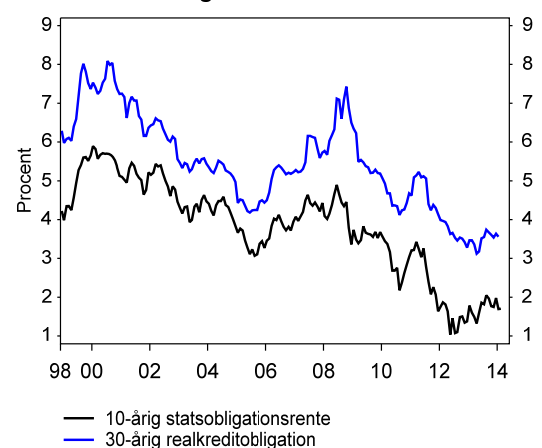
Figur 8

Korte danske renter



Figur 9

Lange danske renter



Gode danske forudsætninger for stabilitet

Set i europæisk målestok er dansk økonomi fortsat 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.

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

Både de korte og lange danske renter har derfor gode forudsætninger for at skygge de tyske/euro-områdets renter, hvilke giver de bedste forudsætninger for stabilitet og vækst. De danske renter ligger lige i underkanten af ECB's, og i lyset af den aktuelle kronekurs vil Nationalbanken p.t. formentlig ikke følge en eventuel yderligere rentenedsættelse fra ECB fuldt ud.

Stadig stramme kreditforhold for virksomheder

Om pengepolitikken opfattes som stram eller lempelig er ikke kun et spørgsmål om renteniveauet. Ofte er låneomkostninger og adgangen til kapital lige så vigtig.

På dansk og europæisk plan er kreditforholdene endnu ikke normaliseret. Adgangen til kredit opleves som vanskelig af mange virksomheder. Regeringer og centralbanker forsøger at lempe situationen for virksomhederne gennem likviditetsrigelighed og forskellige finansieringsordninger. På den anden side opleves de stramme regulative krav til den finansielle sektor ofte meget restriktive og rigide. Samtidig har den finansielle sektor øget virksomhedernes finansieringsudgifter i form af bidragssatser, rentemarginaler, kursskæring mv.

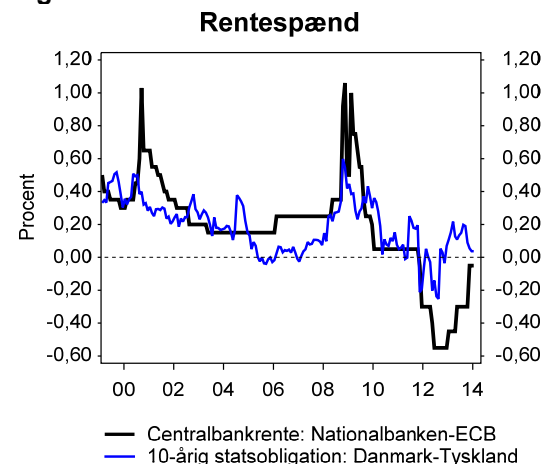
For at kreditforholdene kan normaliseres kræves som minimum, at den finansielle sektor får tilendebragt tilpasning og konsolidering i henhold til de nye stramme krav, og dels at også en stor del af virksomhederne får foretaget den fornødne konsolidering efter den langvarige og dybe krise, så deres kreditværdighed genskabes.

Tilpasningen vil formentlig vare en længere årrække endnu, og så længe den pågår og der ikke opstår inflation og aktivbobler, vil Den Europæiske Centralbank tilstræbe fortsat lave renter.

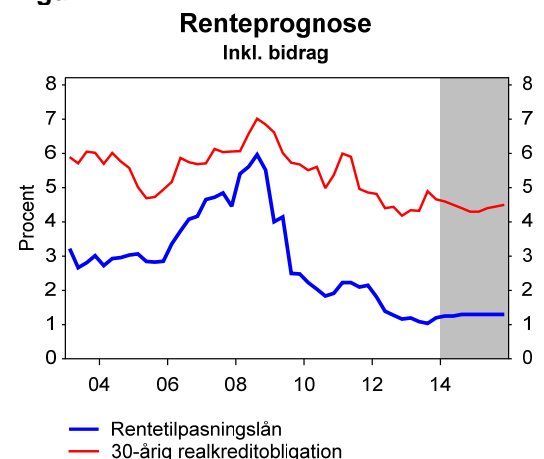
Disclaimer:

Denne analyse er udarbejdet af Videncentret 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 Videncentret for Landbrug finder pålidelige, men Videncentret 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.

Figur 10



Figur 11



Tabel 1

Renteprognose – Februar 2014				
	Primo 2014*	6 mdr.	12 mdr.	24 mdr.
Danmarks Nationalbanks udlånsrente	0,20	→	→	→
1-årig rentetilpasningslån*	1,25	→	→	→
30-årig fastforrentet obligati onslån*	4,50	↘	↘	↗

* Inkl. bidrag.

Der forekommer variation mellem realkreditinstitutterne.