

7. marts 2018

Axelborg, Axeltorv 3
1609 København V

T +45 3339 4000 E info@lf.dk
F +45 3339 4141 W www.lf.dk

Renteforhøjelser i horisonten

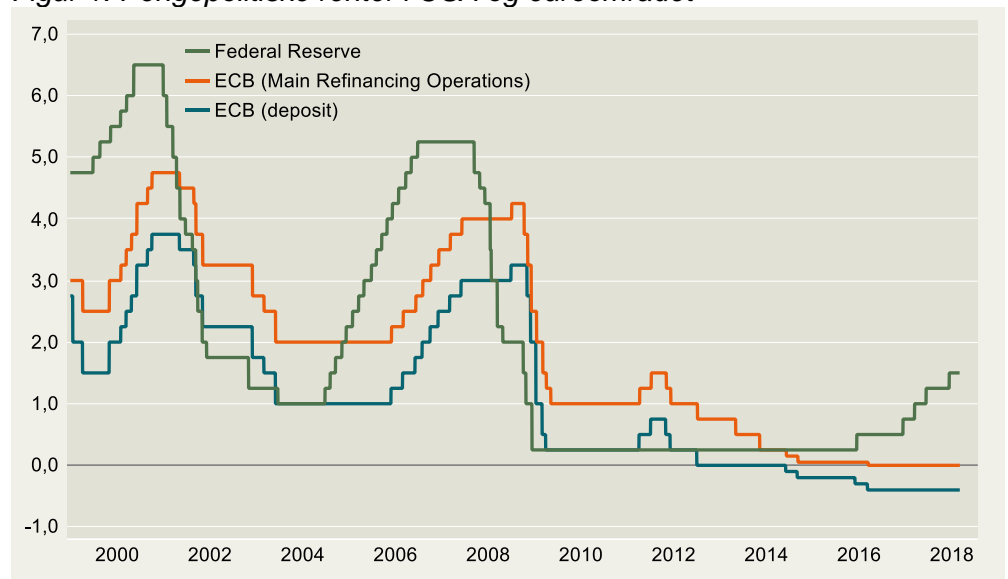
- ECB er begyndt på en gradvis normalisering af pengepolitikken og obligationsmarkedet er begyndt at indprise renteforhøjelser.
- ECB's opkøbsprogram afsluttes sandsynligvis ultimo september 2018. Dermed banes vejen for en første renteforhøjelse i 1. halvår 2019.
- Tempoet for renteforhøjelserne er usikkert. Det bliver sandsynligvis væsentligt langsommere end i 1999-2000 og 2005-2007.
- Markedsrenterne forventes at stige yderligere. Det kan medføre en betragtelig restgældsreduktion på fastforrentede realkreditlån.

Økonomisk bedring og gradvist tiltagende inflationsforventninger

I euroområdet og Danmark er tiden med historisk lave renter ved at være slut. Økonomien er blevet markant forbedret, ledigheden er faldende og inflationen er gradvist stigende.

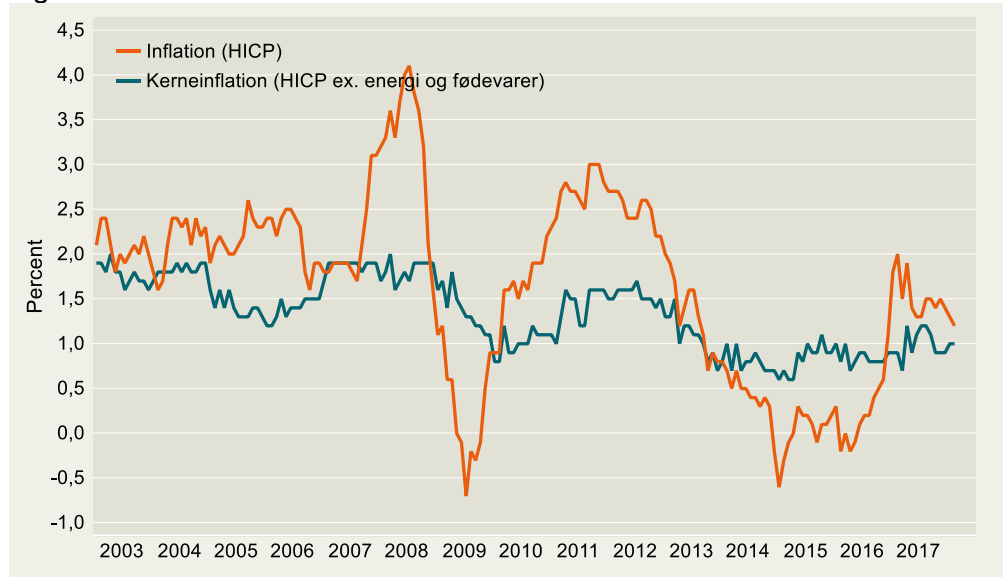
Den Europæiske Centralbank (ECB) har en målsætning om prisstabilitet. For at opnå dette er deres mål at inflationen skal være under, men tæt på 2 pct. på mellemlang sigt. Inflationsudviklingen og ikke mindst forventningerne til inflationsudviklingen er derfor afgørende for, hvor hurtigt ECB strammer pengepolitikken.

Figur 1: Pengepolitiske renter i USA og euroområdet



Kilde: Macrobond.

Figur 2: Inflation i euroområdet



Kilde: Macrobond pba. Eurostat.

Inflationen i euroområdet, der i perioden 2014-16 lå omkring nul, er steget til 1,2 pct. i februar 2018. Kerneinflationen (inflationen ekskl. energi og fødevarer) er på en meget svagt stigende trend fra 0,6 pct. i april 2015 til 1,0 pct. i februar 2018. Den langsomme stigning afspejler blandt andet, at selv om økonomien har bevæget sig ind i en højkonjunktur, så er der endnu kun få tegn på begyndende lønpres og deraf følgende prispres i det meste af euroområdet. I takt med at økonomien kommer tættere på kapacitetsgrænsen og arbejdsmarkedet strammer yderligere til, vil kerneinflationen sandsynligvis stige yderligere.

Inflationsbidraget fra energi og fødevarer forventes at være beskedent i 2018 og måske også i 2019. De store amerikanske bankers skøn på olieprisen ligger på 60-70 dollar pr tønde i 2018. Udviklingen i olieprisen i 2019 er mere usikker, men olieprisen kommer næppe væsentligt over 70 dollar pr tønde, da olieproduktionen i USA i så fald vil øges og det vil presse olieprisen nedad igen.

Fødevarerpriserne lå på et pænt niveau i 2017. Det har ført til øget produktion af blandt andet kød- og mejeriprodukter, hvilket igen kan være med til at presse prisen nedad i løbet af 2018-19.

Den seneste tids eurostyrkelse er desuden med til at dæmpe inflationspresset i euroområdet. Yderligere eurostyrkelse kan trække inflationen nedad.

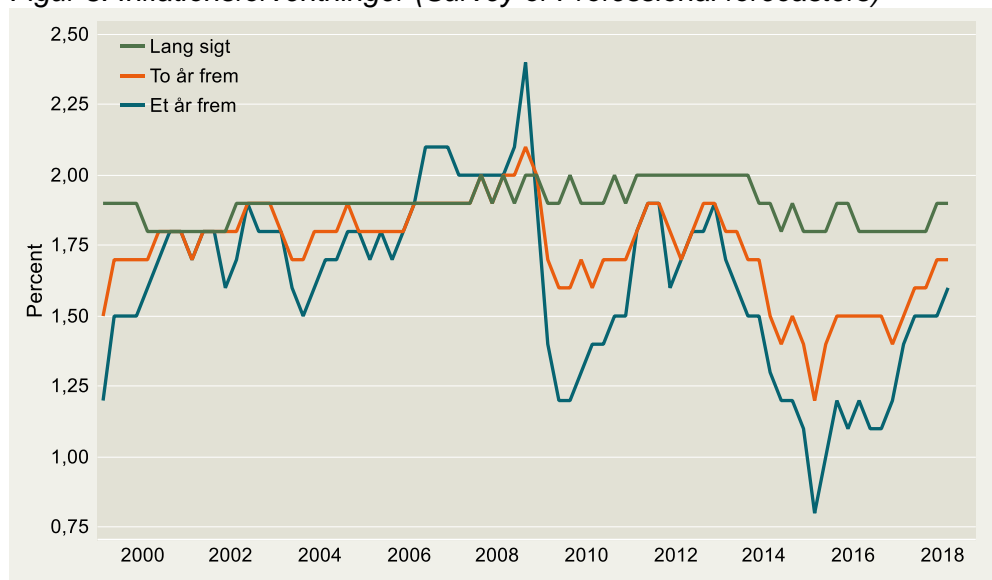
Der er således ikke umiddelbart udsigt til et løft i inflationen i 2018, mens der er flere tegn på et højere inflationspres på mellemlang sigt.

Inflationsforventninger

Udviklingen i inflationsforventningerne er en vigtig indikator for ECB. De kigger blandt andet på deres "Survey of Professional Forecasters" (SPF) og på de implicite inflationsforventninger, der kan aflæses i obligationsmarkedet. Begge peger på gradvist stigende inflationsforventninger.

SPF forventningen til inflationen om to år er steget fra 1,2 pct. i 1. kvartal 2015 til 1,7 pct. i 1. kvartal 2018. De implicitte markedsforventninger er ligeledes steget.

Figur 3: Inflationsforventninger (Survey of Professional forecasters)



Kilde: Macrobond pba. ECB (Survey of Professional Forecasters).

I Eurosystem staff macroeconomic projections fra december forventes inflationen at blive på 1,4 pct. i 2018, 1,5 pct. i 2019 og 1,7 pct. i 2020. Der forventes også en opgang i lønomkostningerne stigende fra 2,1 pct. i 2018 til 2,7 pct. i 2020.

Mario Draghi (Centralbankchef i ECB) sagde da også i de indledende bemærkninger på pressemødet i januar, at *"Den kraftige konjunkturudvikling og den fortsatte mindskelse af den økonomiske overkapacitet samt en stigende kapacitetsudnyttelse styrker yderligere vores tiltro til, at inflationen vil nærme sig vores mål for inflationen på under, men tæt på 2 pct."*

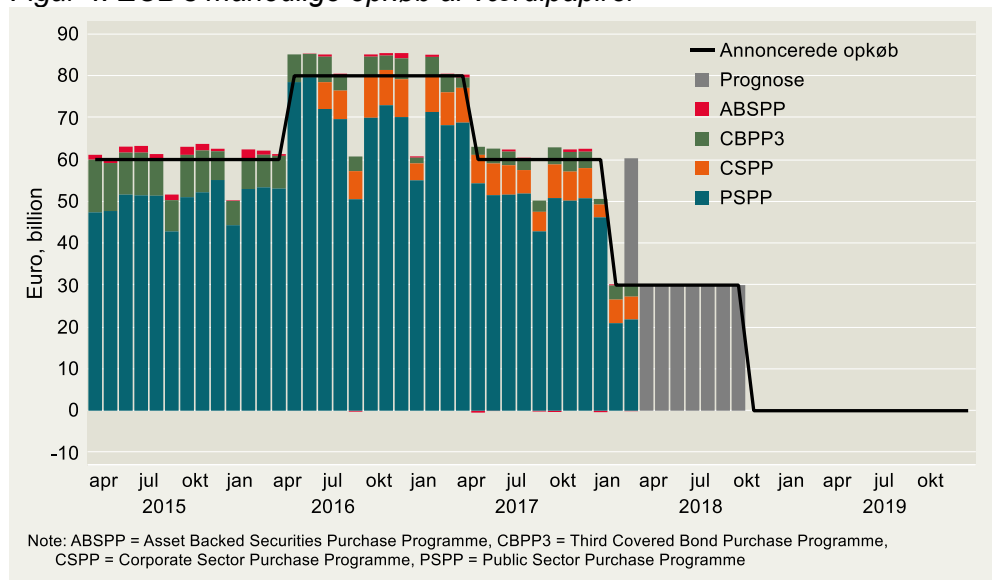
ECB supplerer deres økonomiske analyse med en monetær analyse. Den peger på moderat udlånsvækst og pæn vækst i pengemængden. Den monetære analyse understøtter således signalet om, at den økonomiske bedring på sigt gradvist vil løfte inflationen op imod inflationsmålet. Dermed synes vejen banet for en meget gradvis normalisering af pengepolitikken, hvis den økonomiske fremgang fortsætter.

Opkøbsprogrammet afsluttes

ECB købte værdipapirer for netto 60 mia. euro om måneden frem til udgangen af 2017. Opkøbene under de forskellige opkøbsprogrammer er nu reduceret til 30 mia. euro om måneden frem til udgangen af september 2018. Spørgsmålet er hvad der sker derefter? Opkøbsprogrammet kan forlænges. ECB's høge har signaleret, at opkøbsprogrammet ikke behøver yderligere forlængelse. Omvendt synes Mario Draghi at være fortalere for en gradvis nedtrapning. En evt. nedtrapning vil formodentlig blive kortvarig.

Retorikken om opkøbsprogrammet vil muligvis blive strammet op i forbindelse med rentemødet den 8. marts. Her kan Draghi signalere, at såfremt den gunstige konjunkturudvikling fortsætter, så afsluttes programmet ultimo september. Det er muligt, at programmet forlænges med nettoopkøb på 15 mia. euro om måneden i yderligere tre måneder. Det vil primært fungere som signal om, at ECB ønsker en meget gradvis normalisering af pengepolitikken.

Figur 4: ECB's månedlige opkøb af værdipapirer



Kilde: Macrobond pba. ECB.

Renteforhøjelse i 2019

Det næste skridt er en renteforhøjelse. På pressekonferencen efter hvert pengepolitisk møde siden april 2016 har Mario Draghi sagt, at *"Vi venter fortsat, at de pengepolitiske renter forbliver på det nuværende niveau i en længere periode, hvilket vil sige et godt stykke ud over tidshorisonten for vores nettoopkøb."*

Under forudsætning af, at ECB i slutningen af året kan se, at pengepolitikken er lidt for lempelig i forhold til den aktuelle økonomiske situation samt at inflationspresset er tiltagende, så kan *"et godt stykke ud over"* tolkes som ca. 6 måneder. Dermed synes vejen banet for en første renteforhøjelse i marts eller april 2019. Måske senere, men næppe meget før.

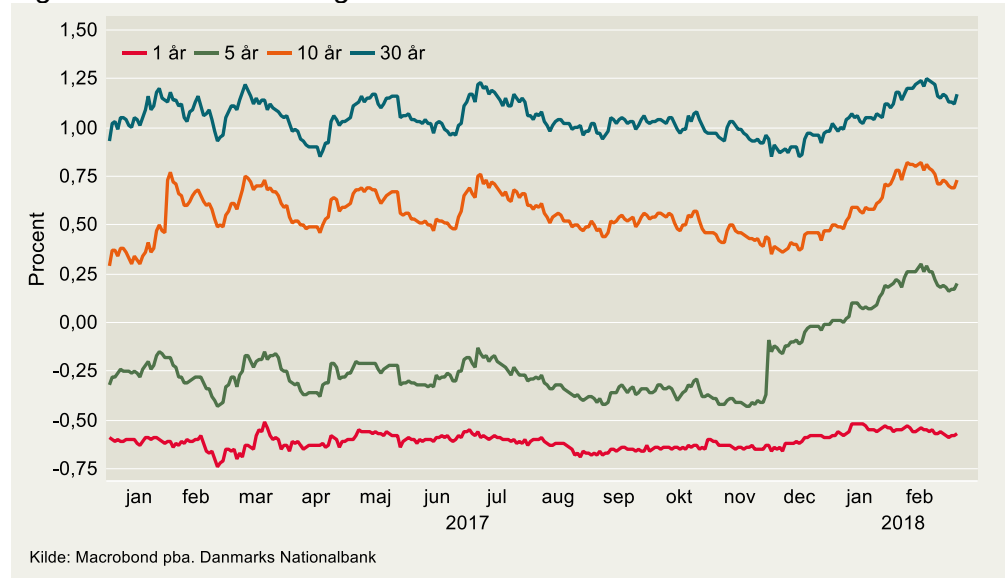
På grund af den store likviditet i det finansielle system er det i den aktuelle situation ECB's deposit-rente, der er bestemmende for pengemarkedsrenterne. Deposit-renten har været negativ siden juni 2014. Da depositrenten kom under nul blev den sat ned med 10 basispunkter (0,1 pct.) af gangen (til -0,4 pct.). De små rentenedsættelser afspejler, at ECB bevægede sig ned i ukendt territorium. Der er ikke behov for at tage lige så små skridt, når renten skal normaliseres, men det er en mulighed.

En anden mulighed er, at ECB hæver deposit-renten med 20 bp de første to gange og derefter i normale skridt af 25 bp. Refi-renten vil så formodentlig forhøjes med 25 bp hver gang.

Tempoet i renteforhøjelserne er fortsat usikkert. Tre renteforhøjelser i 2019 og yderligere tre renteforhøjelser i 2020 er ikke specielt aggressivt sammenlignet med tidligere perioder med renteforhøjelser (2000, 2006-7). Det er dog aggressivt i forhold til de aktuelle markedsforventninger. Dette forløb vil bringe depositrenten op på 1,0 pct. ved udgangen af 2020.

Hvilken sti ECB vælger vil afhænge af, om opsvinget fortsætter med samme styrke og om der bliver tydeligere tegn på lønpres og tiltagende inflationspres.

Figur 5: Danske statsobligationsrenter



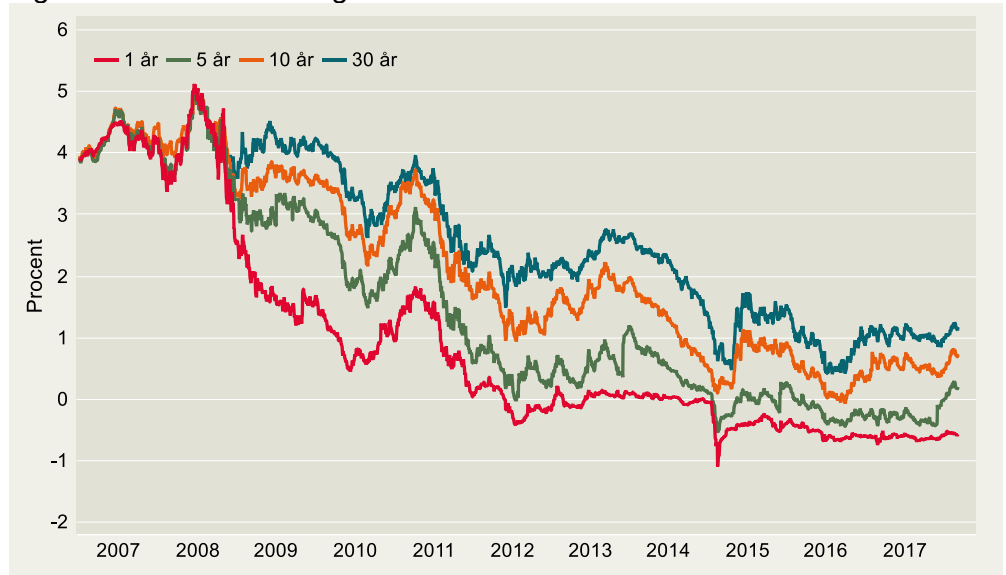
Kilde: Macrobond pba. Danmarks Nationalbank.

Stigende markedsrenter

Markedsrenterne har været gradvist stigende siden december 2017, men er dog faldet lidt tilbage på det seneste. Udviklingen skyldes til dels afsmitning fra stigende amerikanske markedsrenter. De 5-årige danske statsobligationsrenter er steget med 33 bp fra -0,16 pct. den 7. december til 0,17 pct. den 5. marts. I den samme periode er den 30-årige danske statsobligationsrente steget med 24 bp fra 0,88 pct. til 1,12 pct. Det må forventes, at markedsrenterne vil stige yderligere – også i den korte ende af kurven - i takt med, at de første renteforhøjelser kommer tættere på.

Renterne er fortsat meget lave i et historisk perspektiv og de lange renter kan over en periode stige betydeligt. Det vil i så fald kunne give mulighed for en betragtelig restgældsreduktion på fastforrentede realkreditlån.

Figur 6: Danske statsobligationsrenter siden 2007



Kilde: Macrobond pba. Danmarks Nationalbank.

Baggrund for analysen

Analysen er lavet på baggrund af officielle udmeldinger fra ECB, historiske reaktionsmønstre, markedsforventninger og egne vurderinger af den fremtidige økonomiske udvikling mv. Forudsætningerne ændrer sig løbende. ECB kan hæve renten tidligere eller senere end indikeret i analysen ligesom centralbanken helt kan undlade at hæve renten.



Landbrug & Fødevarer

Axeltorv 3
1609 København V

T +45 3339 4000
F +45 3339 4141

E info@lf.dk
W www.lf.dk

Yderligere kontakt

Frank Øland

20 123 789 frha@lf.dk