

# ECB på banen igen til september

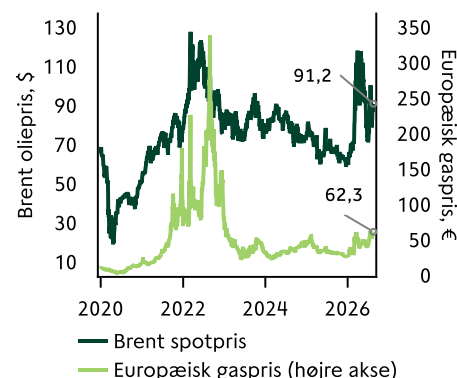
Vi har ændret vores prognose og forventer nu, at ECB forhøjer renten igen til september som konsekvens af de fortsat høje energipriser og overraskende robuste vækstsignaler. Herefter forventer vi, at ECB holder renten i ro. Nationalbanken vil trods en svag kronekurs følge ECB 1:1. Vi holder fast i Fed-prognosen og forventer fortsat ingen renteforhøjelser i USA.

- Høje energipriser og robust vækst får ECB på banen igen i september
- Nationalbanken følger ECB 1:1
- Vi holder fast i Fed-prognosen

## Høje energipriser og robust vækst får ECB på banen igen i september

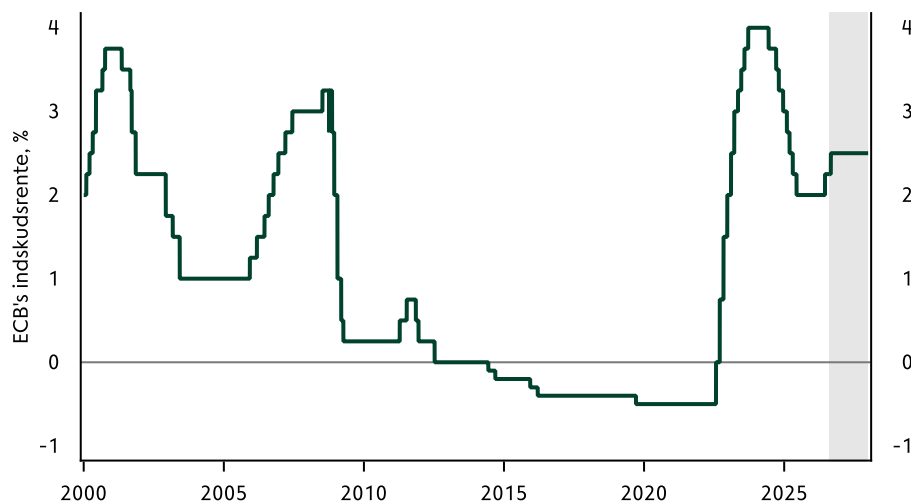
Vores prognose har længe indebåret, at ECB ville gå meget forsigtigt til værks og holde renten i ro efter forhøjelsen i juni. Men kombinationen af fortsat store spændinger i Mellemøsten og dermed høje energipriser samt overraskende robuste vækstsignaler betyder, at vi nu lægger en ekstra renteforhøjelse ind i prognosen i september. Også selv om der stadig ikke er tegn på markant spredning fra energiprisstigningerne til andre priser, inflationsforventninger eller lønninger. De ekstra 25 bp i renteforhøjelse i september betyder, at ECB's rente kommer op i 2,5 %. Vi forventer ikke yderligere renteforhøjelser herefter. Risikoen ligger dog på opsidens og hænger især sammen med energipriserne. Hvis situationen i Mellemøsten forbliver uforløst og presser olie- og naturgaspriserne yderligere op, risikerer det at tvinge ECB på banen endnu en gang. Læs evt. vores seneste energiprognose [her](#).

Figur 1: Store energiprisudsving

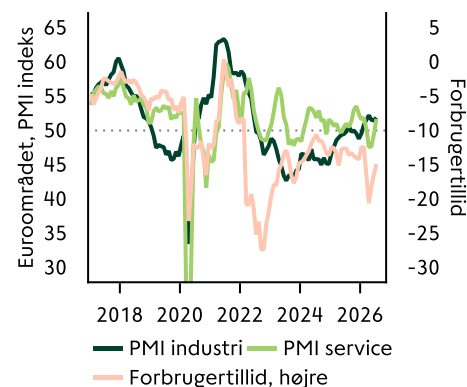


Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Figur 2: ECB's ledende rente inkl. Jyske Banks forventning



Figur 3: Løft til tillidsindikatorerne efter dykket tidligere på året



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

En ECB-rente på 2,5 % vil stadig være omkring det neutrale niveau, hvor pengepolitikken hverken dæmper eller stimulerer aktivitet og inflation. Det ligger dog på den øvre grænse af det interval på 1,75 %-2,50 %, som ECB normalt opererer med, og dermed kommer ECB tættere på en decideret restriktiv pengepolitik.

ECB befinder sig stadig i et dilemma, idet energiprisstigningen både løfter inflationen og dæmper væksten. Indtil videre har økonomien dog været overraskende modstandsdygtig med BNP-vækstrater i både 1. og 2. kvartal tæt på det langsigtede vækspotentiale (omkring 0,25 % k/k), ligesom PMI'erne og forbrugertilliden jævnfør figur 3 har fået et klart løft efter stemningsdykket tidligere på året. Selv om aktivitetsniveauet på ingen måde er prangende, er væksten i euroområdet samlet set mere robust end ventet. Det giver ECB plads til endnu en renteforhøjelse uden

**Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S**  
 Cheføkonom, Senior Vice President,  
 Tina Winther Frandsen  
 +45 89 89 71 70  
 twfr@jyskebank.dk

**Vigtig investorinformation:**  
 Se materialets sidste sider.

at øge bekymringen for et markant væksttilbageslag i kølvandet på de høje energipriser.

Selv om vi nu lægger en ekstra renteforhøjelse ind i september, holder vi stadig fast i den overordnede historie. Den nuværende situation er nemlig fundamentalt anderledes end i 2022, hvor ECB kom for sent i gang, og renten efterfølgende blev forøget med hele 450 bp i løbet af godt et år.

Energipriserne har ikke overraskende løftet både transportomkostninger og andre varepriser, men vi ser stadig ingen tegn på såkaldte andenrunde-effekter med afsmitning til servicepriser, inflationsforventninger og lønninger. Det kan naturligvis komme endnu. Men med tanke på, at væksten stadig er ganske moderat, og arbejdsmarkedet jævnfør figur 4 ikke er nær så rødglødende som tidligere, er der ikke meget der tyder på, at tendensen med aftagende lønvækst bliver brudt. Samtidig er de langsigtede inflationsforventninger jævnfør figur 5 stadig velforankrede hjulpet på vej af ECB, der denne gang har reageret hurtigt i et forsøg på at sikre sig, at inflationen ikke bider sig fast på et for højt niveau.

Det er meget vigtigt for ECB, at sådanne andenrunde-effekter ikke ser ud til at være til stede denne gang, da de potentielt kan være meget vanskelige at slå ned, som vi netop så det i 2022. Her var det dog ikke kun et klassisk udbudschok fra energipriserne, der løftede inflationen. Der var flere andre forhold på spil, herunder især det imponerende vækstcomeback efter Covid med meget stærk jobvækst. Der var også vidtforgreneede flaskehalse i de globale forsyningskæder, ligesom penge- og finanspolitikken – i modsætning til nu – var meget lempelig.

Vi forventer, at den samlede inflation i euroområdet toppe lidt under 3½ % og forbliver i overkanten af 3 % resten af året, inden den gradvist aftager og igen nærmer sig ECB's målsætning i slutningen af 2027. Med nye energiprisstigninger kan naturligvis hurtigt ændre på dette billede, hvis situationen i Mellemøsten forbliver uforløst.

Samlet set er det stadig vores klare forventning, at ECB ikke er gået i gang med en længerevarende strammercyklus. Men ECB vil naturligvis fortsætte med at have fingeren på aftrækkeren, indtil de er mere sikre på, at inflationen ikke bider sig fast på et for højt niveau.

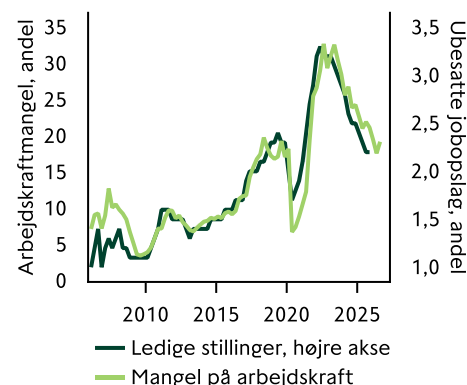
### Nationalbanken følger ECB 1:1

Herhjemme betyder den ventede renteforhøjelse, at Nationalbanken også vil hæve deres renter med 25 bp, hvormed foliorenten ændres til 2,10 %. Vi har tidligere ment, at den svage krone ville få Nationalbanken til at lave en ensidig renteforhøjelse, men aktuelt virker de ikke bekymrede for svækkelsen. Derfor vil eventuelle indgreb for at styrke kronen ske gennem intervention (i dette tilfælde: salg af euro), som vi så det i juni. Der er således fortsat udsigt til et rentespænd til ECB på -40 bp. Læs mere i seneste udgave af [Jyske om Danmark](#) fra den 10. august.

### Vi holder fast i Fed-prognosen

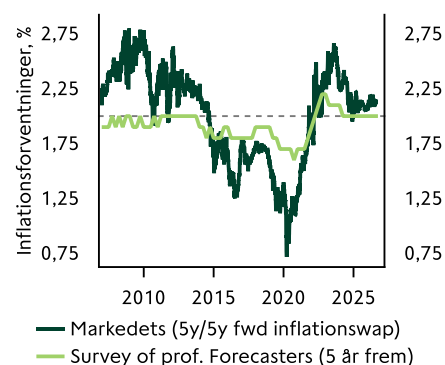
De seneste uger har budt på en markant udvikling i de amerikanske nøgletal og dermed udsigterne for Fed's rentepolitik. Efter en periode med solide vækstsignaler er der kommet flere tegn på afmatning mest tydeligt med den svage jobrapport og detailsalget for juli. Sammen med de seneste ugers moderate inflationsindikatorer vidner det om, at Fed ikke behøver at have travlt med at forhøje renten. Det understøtter vores prognose, som indebærer, at Fed fastholder renten uændret gennem resten af 2026 og derefter nedsætter den en enkelt gang i marts 2027.

**Figur 4: Arbejdsmarkedet er ikke længere så rødglødende**



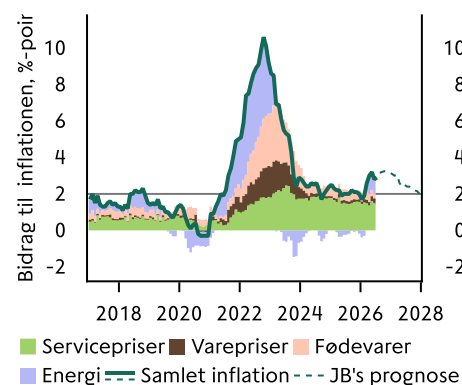
Kilde: Macrobond & Jyske Bank

**Figur 5: de langsigtede inflationsforventningerne er stadig velforankrede**



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

**Figur 6: Vi venter, at inflationen er tilbage omkring 2 % i slutningen af 2027**



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Det er generelt vores vurdering, at vækstbilledet er udfordret. De amerikanske forbrugere er presset af stigende priser, svage lønstigninger og jobvækst samt høje renter. Det rammer især husholdningerne med de laveste indkomster, mens de øvrige indkomstgrupper klarer sig bedre. Samlet set forventer vi ikke en markant nedgang i amerikansk økonomi, der også fortsat understøttes af massive tech-investeringer og finanspolitik. Men vi forventer, at vækstafmatningen er tilstrækkelig til, at Fed ikke forhøjer renten, som markederne ellers har spekuleret i – særligt efter Kevin Warshs første pressekonference i juni, hvor han noget overraskende udelukkende lagde vægt på den for høje inflation.

Risikoen for vores Fed-prognose ligger da også klart på opsidet. Det er tydeligt illustreret af signalerne fra især de regionale Fed-medlemmer, hvor flere har talt for snarlige renteforhøjelser, mens Fed's inderkreds – der sidder på flertallet – til gengæld virker mere afventende.

Næste fixpunkt for Fed er den årlige centralbankkonference i Jackson Hole, der finder sted den 27-29. august, men inden det næste Fed-møde den 16. september får vi også endnu en jobrapport, ISM'er og forbrugerpriser.

## Vigtig Investorinformation

Jyske Bank A/S (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for disse informationer rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personligt brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres. Hvis ikke andet er anført er kilden Jyske Bank.

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analysen og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analysen udarbejdes i overensstemmelse med de juridiske krav om objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger og kravene om investeringsanalysens uafhængighed.

### Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Kvantitative anbefalinger på enkeltseksler baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlet Quant score.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

### Modeller

Budskaberne og resultaterne i denne analyse er baseret på standardmetoder og standardmodeller indenfor makroøkonomi og økonomometri.

For uddybning af vores anvendte modeller klik [her](#).

### Opdatering af analysen

Analysen, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkeltfondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

### Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

Læs meget mere om risici ved investering og fordelene ved risikospredning [her](#).

### Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, markeds-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores vurdering.

Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, medmindre andet er anført.

### Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

### Flere informationer

I analyser og anbefalinger kan der blive henvist til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på [jyskebank.dk/investorinformation](https://www.jyskebank.dk/investorinformation).