

## Færre og senere rentenedsættelser fra Fed

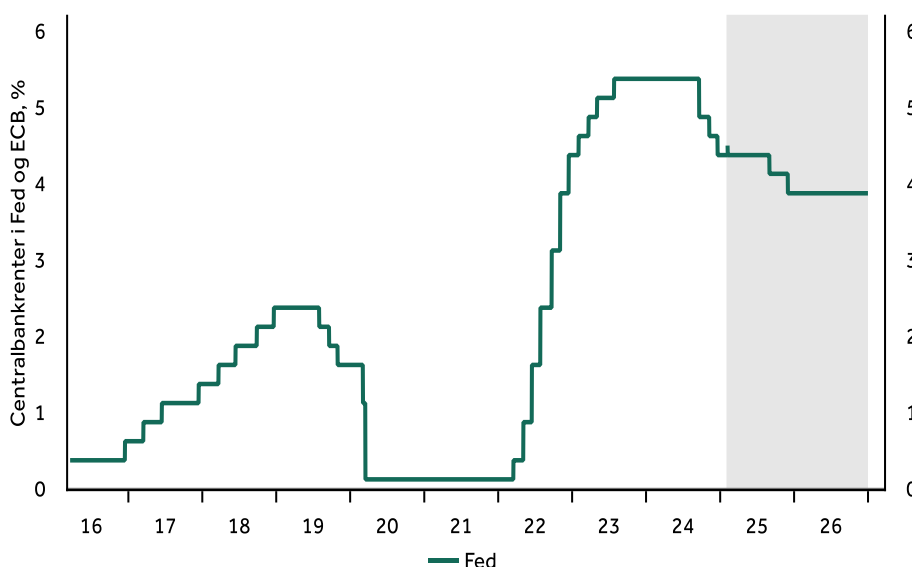
Efter de seneste toldmeldinger fra Trump og solide vækstsignaler sløjfer vi forventningerne til rentenedsættelser fra Fed i marts og juli. Vi beholder dog rentenedsættelsen i september og tilføjer en i december. Det betyder, at renten forventes at ende 2025 i knap 4 %. Toldforhøjelserne ventes kun at løfte inflationen i en overgangsperiode, og vi ser stadig svagere vækst resten af året. Usikkerheden på vores renteforecast er betydelig med en uforudsigelig Trump og en handelskrig i støbeskeen. Den største risiko for vores forecast er, at tolden løfter inflationen mere end ventet, og det aflyser rentenedsættelser fra Fed i år.

- Toldforhøjelser er kommet hurtigere end ventet
- Vækstbilledet har været lidt mere gunstigt
- Stadig udsigt til aftagende vækst i år
- Ingen renteændringer i 2026

### Færre og senere rentenedsættelser fra Fed

Vi ændrer vores forecast for Fed og venter nu ikke længere rentenedsættelser i marts og juli. Til gengæld ser vi stadig en rentenedsættelse i september og supplerer den med en i december. Det betyder, at Fed sænker renten med 50 bp i år i stedet for som hidtil forventet 75 bp. Baggrunden for revisionen er mere aggressive toldudmeldinger fra Trump, en stærkere end ventet vækst siden valget, udsigt til yderligere toldforhøjelser samt meldinger fra Fed-folk om behovet for at sætte rentenedsættelserne på pause. For 2026 har vi ingen renteændringer fra Fed. Her er risikoen for vores forecast størst på nedsiden, hvor væksten kan blive ramt af en stærkere end forventet afmatning.

Figur 1: Vores nye rentebane - kun to rentenedsættelser i år



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

### Toldforhøjelser er kommet hurtigere end ventet

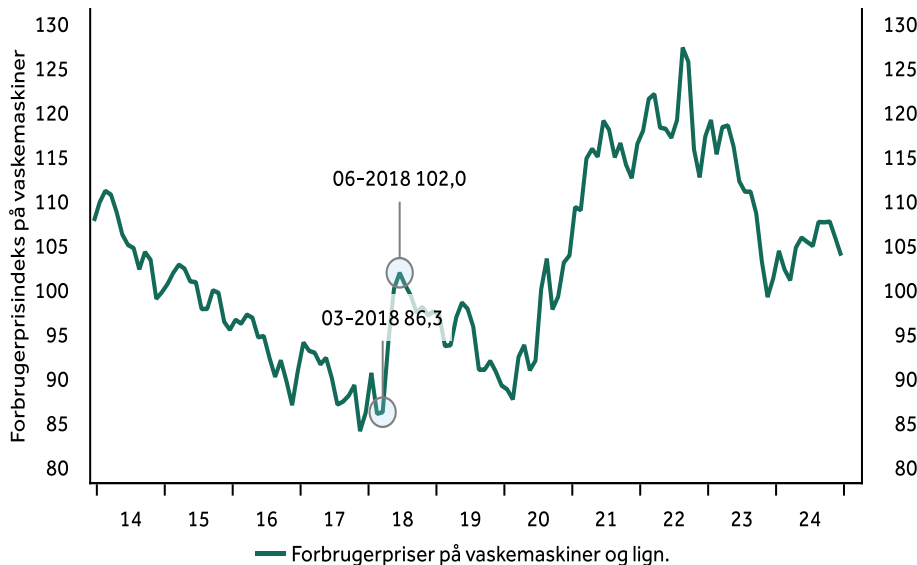
Trump har både været hurtigere på aftrækkeren og mere aggressiv med toldforhøjelser end vi havde forventet. Det øger risikoen for højere inflation i de kommende måneder end vi hidtil har forventet. Vi vurderer dog, at toldforhøjelserne kun vil sætte sig et kortvarigt indtryk på prisstigningerne. I teorien behøver Fed

**Strategy and Macro Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S**  
 Chefanalytiker,  
 Kim Fæster  
 +45 89 89 71 67  
 kf@jyskebank.dk

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

ikke at reagere på tolden, fordi den kun vil løfte prisstigningerne i en periode. Men et er teori, et andet er praksis, og her oplevede Fed i 2021 og 22, at prisstigningerne spredte sig langt mere end ventet. Og derfor vil Fed holde nøje øje med, at prisstigningerne fra tolden spredt sig. Indtil Fed er overbeviste om, at toldforhøjelserne ikke spredt sig, ventes Fed at fastholde renten. Risikoen er dog, at prisstigningerne spredt sig, fordi virksomhederne formåede at sende prisstigninger videre efter coronaen, og fordi toldforhøjelserne dækker langt flere varer.

**Figur 2: Inflationseffekten på tolden aftog hurtigt i 2018. Trump lægger told på vaskemaskiner i januar, men det slår kun igennem fra april til juni**

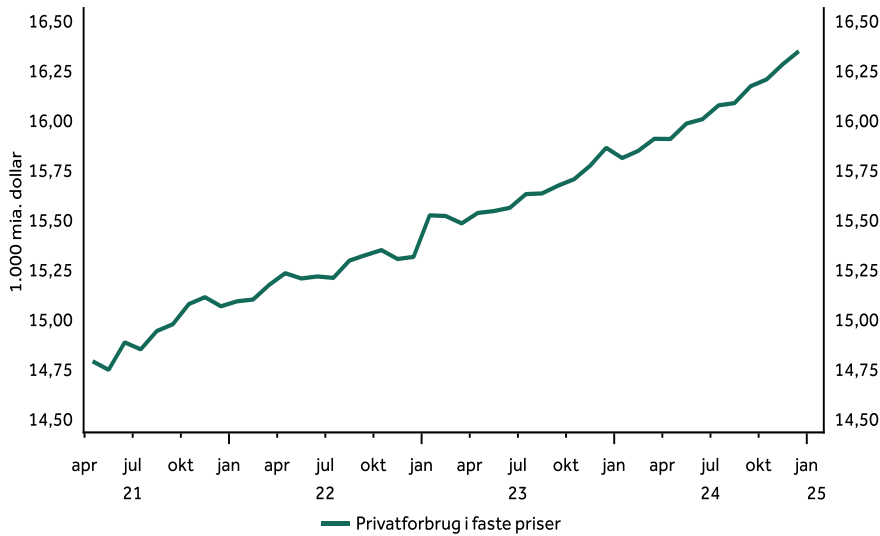


Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Vi har foreløbig fået bekræftet vores forventning om, at Trump starter med at lægge told på varer fra Kina. Vi hælder også til, at han rammer flere andre lande, herunder EU med toldforhøjelser. Vi ser størst sandsynlighed for, at Trump starter med lave tolsatser. Derefter vil han opbygge presset på samhandelsparterne for at få dem til at indgå handelsaftaler.

### Vækstbilledet har været lidt mere gunstigt

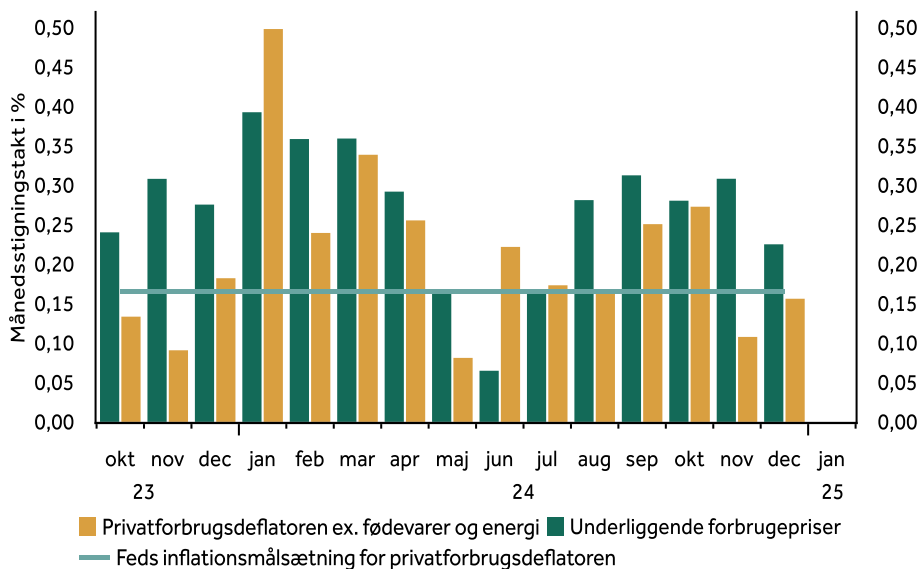
Højere inflation ventes også at lægge en dæmper på væksten fremadrettet. Men væksten har dog klaret sig noget bedre på det seneste end vi havde forventet. Privatforbruget, jobvæksten og konjunkturindikatorerne har klaret sig bedre end ventet, og arbejdsløsheden er stabiliseret.

**Figur 3: Privatforbruget er steget relativt kraftigt på det seneste**

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Det fornuftige vækstbillede dæmper behovet for rentenedsættelser og giver Fed bedre tid til at få overblik over effekterne af Trumps politik. Det gælder især konsekvenserne af toldforhøjelser og begrænsninger i den illegale immigration, der kan føre til højere inflation. En række Fed-medlemmer har også indikeret, at de foretrækker at fastholde renten, indtil de kan overskue betydningen af Trumps politik. Det ventes at tage et stykke tid.

Inflationen har på det seneste vist et blandet billede alt afhængigt af, hvilket udtryk for inflationen, som vi ser på. De underliggende forbrugerpriser er steget mere end Fed ønsker, mens Feds foretrukne inflationsindikator er steget moderat og i overensstemmelse med Feds målsætning.

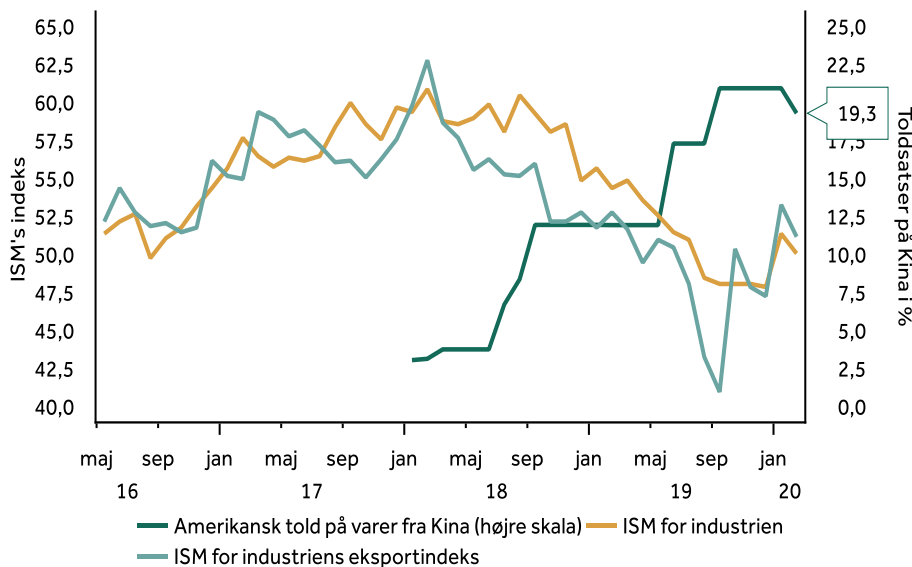
**Figur 4: De underliggende forbrugerpriser er steget lidt for hurtigt, men det er privatforbrugsdeflatoren ikke**

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

## Stadig udsigt til aftagende vækst i år

Vi venter, at toldforhøjelserne vil løfte inflationen i et par kvartaler, inden prisstigningerne falder til ro igen. Samtidig venter vi, at væksten vil aftage i USA i løbet af 2025. Den bliver trukket ned af svagere jobvækst, toldforhøjelserne, en relativt høj rente og samtidig ventes optimismen i erhvervslivet at fordampe med toldforhøjelserne og begrænsningerne på den ulovlige immigration.

**Figur 5: I takt med toldforhøjelserne slog igennem i 2018/19 fordampede optimismen i industrien i USA**



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

## Ingen renteændringer i 2026

Vi har ingen rentenedsættelser i 2026. Her venter vi en vis finanspolitisk stimulans fra skattelettelser. Samtidig vil opstramningen af immigrationen dæmpe tilstrømningen til arbejdsmarkedet. Skattelettelserne ventes først at blive gennemført i slutningen af 2025 og dermed give økonomien et lille skub fremad i 2026. Begrænsningerne i immigrationen rammer traditionelt med en vis forsinkelse, og det kan gøre det vanskeligere for virksomhederne at finde ny arbejdskraft i 2026.

Der er naturligvis betydelige risici for vores forecast. Trump har vist sig at være næsten endnu mere uforudsigelig end i sin første embedsperiode. Handelskrigen kan risikere at dræne virksomhedernes optimisme. Usikkerheden om toldforhøjelsernes spredning til inflationen og væksten er også ganske bekymrende.

## 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 enkeltstående virksomheder baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalinger i analysen dannes på baggrund af den samlede 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 økonometri.

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 enkelt-fondskoder 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).