

Energipriserne tvinger ECB til renteforhøjelse og Fed til at holde renten i ro i længere tid

Energikrisen sætter både ECB og Fed i et svært dilemma med højere inflation og lavere vækst. Vi vurderer, at den lange periode med høje energipriser betyder, at bevisbyrden nu er skiftet for ECB. Derfor ændrer vi prognosen og forventer nu, at ECB forhøjer renten i juni, men næppe starter en længere strammingscyklus. Samtidig holder høj inflation og robust amerikansk vækst Fed på sidelinjen i længere tid, og vi forventer nu først en rentenedsættelse fra Fed i marts 2027.

- Stigende energipriser øger presset på både ECB og Fed
- En renteforhøjelse fra ECB i juni er ikke starten på en større strammercyklus
- Sporene skræmmer for ECB – især fra 2022 men også fra 2008 og 2011
- Inflationsrisiko og robust vækst udskyder rentenedsættelse fra Fed

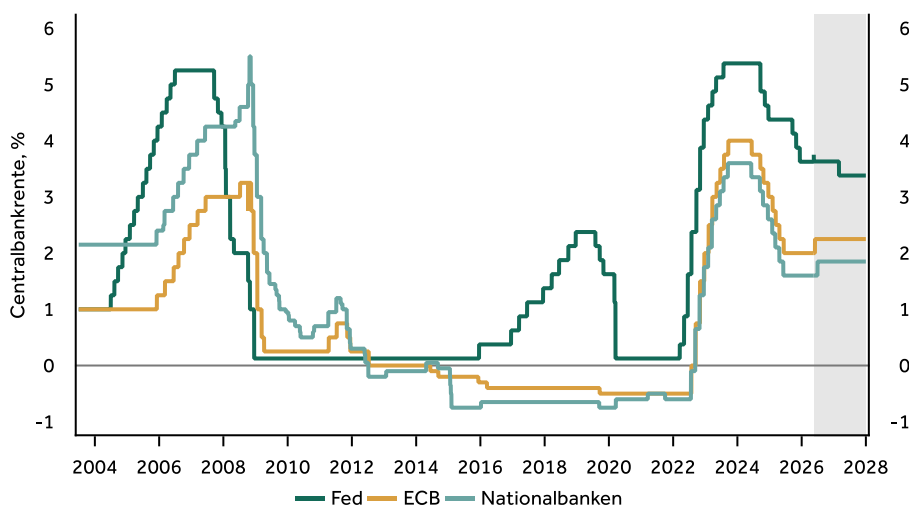
Stigende energipriser øger presset på både ECB og Fed

Energipriserne fortsætter med stige, da krisen i Mellemøsten stadig virker fuldstændig fastlåst, og Hormuz-strædet nu har været blokeret i 2½ måned. Det øger presset opad på inflationen og nedad på væksten og understreger dermed centralbankernes vanskelige dilemma.

Vi tager nu konsekvensen og lægger en renteforhøjelse på 25 bp ind i prognosen til juni, hvorefter vi forventer, at ECB fastholder renten uændret i 2,25 %. Den lange periode med høje energipriser betyder nemlig, at bevisbyrden er skiftet. Så hvis ikke energipriserne aftager betydeligt, eller væksten svækker sig mere markant, vil ECB forhøje renten den 11. juni. Usikkerheden er stadig meget stor, og vi vil ikke udelukke, at ECB føler sig nødsaget til at stramme pengepolitikken igen i enten juli eller september. Men vi forventer bestemt ikke, at det er startskuddet til en større renteforhøjelsescyklus. Vi forventer fortsat, at Nationalbanken følger ECB 1:1.

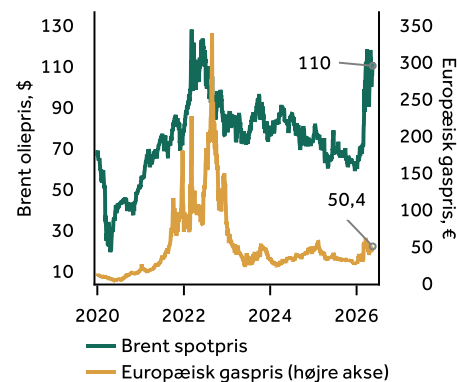
Vi er blevet mere bekymret for risikoen for, at inflationen i USA forbliver høj og ikke falder så meget, som vi hidtil har ventet. Samtidig har de amerikanske vækstsignaler været overraskende robuste. Der er således færre argumenter for, at Fed vil sænke renten det næste halve år. Vi udskyder derfor den forventede rentenedsættelse på 25 bp fra september til marts 2027.

Figur 3: Jyske Banks forventning til Fed, ECB og Nationalbanken



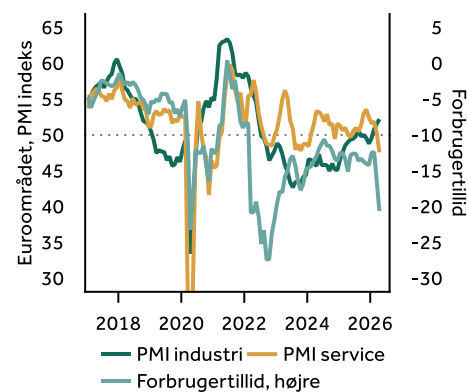
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 1: Store energiprisstigninger i kølvandet på krigen i Mellemøsten



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Figur 2: Klart dyk i tillidsindikatorerne i euroområdet siden krigens start



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Chefanalytiker, Senior Vice President,
Tina Winther Frandsen
+45 89 89 71 70
twf@jyskebank.dk

Chefanalytiker, Vice President,
Kim Fæster
+45 89 89 71 67
kf@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

En renteforhøjelse fra ECB er ikke starten på en større strammercyklus

Som nævnt ovenfor har vi lagt en renteforhøjelse fra ECB ind i prognosen til juni. Men selv om usikkerheden stadig er stor, og vi ikke vil udelukke, at der kan komme en enkelt renteforhøjelse yderligere i enten juli eller september, så er det vores klare vurdering, at det ikke er startskuddet til en større renteforhøjelsescyklus.

Vi anerkender, at det er ganske usædvanligt for centralbanker kun at lave en enkelt renteændring efter en længere pause. Men den nuværende situation er på ingen måde normal. Energiprisernes himmelflugt udgør et negativt udbudschok, som ECB i sig selv ikke kan ændre på. Men de kan naturligvis forsøge at inddæmme afsmittningen fra energipriserne på andre priser, lønvækst og inflationsforventninger. Det er dog en delikat balancegang, da renteforhøjelser også rammer væksten, som i forvejen er under pres, fordi energiprisstigningerne reducerer forbrugernes købekraft og øger virksomhedernes omkostninger. Og som det fremgår af figur 2 ovenfor, har vækstsignalerne allerede svækket sig ganske markant.

Selv om inflationen i euroområdet er tiltaget fra 1,9 % i februar til 3,0 % i april og formentlig vil komme over 3½ % i den nærmeste fremtid, tror vi, som det fremgår af figur 4, at inflationen igen vil nærme sig ECB's målsætning i 2027. Det kræver dog, at Hormuzstrædet ikke forbliver blokeret i længere tid. Sker det, rykker vores økonomiske risikoscenarie også tættere på (se [her](#)), og det er mere dystert med risiko for recession i euroområdet og endnu højere inflation. Altså en situation, der blot forværrer ECB's i forvejen svære dilemma.

De langsigtede inflationsforventninger er jf. figur 5 stadig velforankrede, og der er indtil videre ingen tegn på, at en løn/pris-spiral er i gang. I den forbindelse er det vigtigt, at arbejdsmarkedet har vist tegn på svækkelse. Beskæftigelsesvæksten er nærmest gået i stå, og i Tyskland har beskæftigelsen (bortset fra i det offentlige) vist direkte fald siden 2023. Antallet af ledige stillinger og manglen på arbejdskraft i euroområdet (figur 6) er også aftaget markant. Disse forhold vidner om, at lønvæksten her i 2026 får sværere ved at løfte sig end i 2022, hvor den økonomiske vækst var stærk, og arbejdsmarkedet var rødgldende. ECB's løntracker, der dækker frem til midten af april, viser da heller ingen tegn på et tiltagende lønpres.

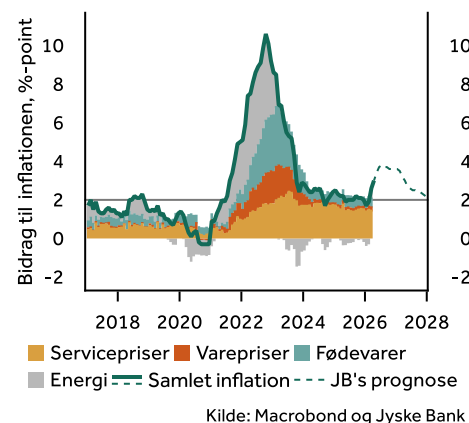
Vi betragter en juni-renteforhøjelse som en slags forsikring, hvor ECB forsøger at værne om sin troværdighed i inflationskampen uden at ramme væksten alt for hårdt. Med de forventede 2,25 % vil den ledende rente da også forblive omkring det neutrale niveau, hvor pengepolitikken hverken stimulerer eller dæmper den økonomiske aktivitet og inflationspresset. Men risikoen er som nævnt på opsidet.

Sporene skræmmer for ECB – især fra 2022 men også fra 2008 og 2011

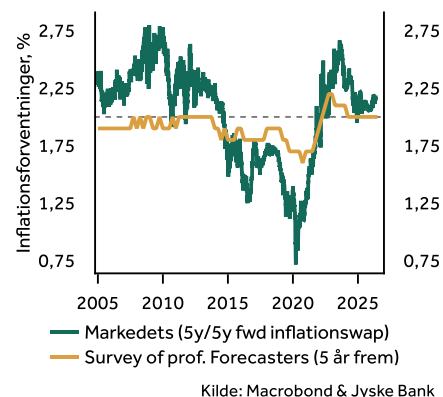
ECB – og de finansielle markeder – har stadig energikrisen i 2022 i frisk erindring. Her kom ECB for sent i gang med renteforhøjelserne, da vurderingen i lang tid var, at energiprisernes himmelflugt kun midlertidigt ville påvirke inflationen. Problemet for ECB var bare, at der også var andre forhold på spil, som medvirkede til at løfte inflationen herunder et imponerende vækstcomeback efter Covid, stærk jobvækst, flaskehalse i de globale forsyningskæder og meget lempelig penge- og finanspolitik. Det var kombinationen af disse forhold, der sendte inflationen op i et tocifret niveau i 2022 via en løn/pris-spiral, som viste sig svær for ECB at bryde, hvorfor renten blev forhøjet med hele 4,5 %-point i løbet af blot et år.

Det økonomiske udgangspunkt er dog meget anderledes nu, hvor væksten er afdæmpet, arbejdsmarkedet meget mindre rødgldende, ligesom hverken penge- eller finanspolitikken lige nu er lempelig i euroområdet. Derfor er det vores klare forventning, at vi ikke står ved starten på en længerevarende strammercyklus.

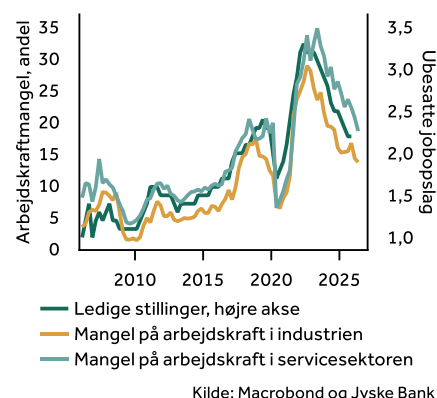
Figur 4: Vi venter ikke nær samme stigning i euroområdets inflation som i '22



Figur 5: Langsigtede inflationsforventninger er velforankret i euroområdet

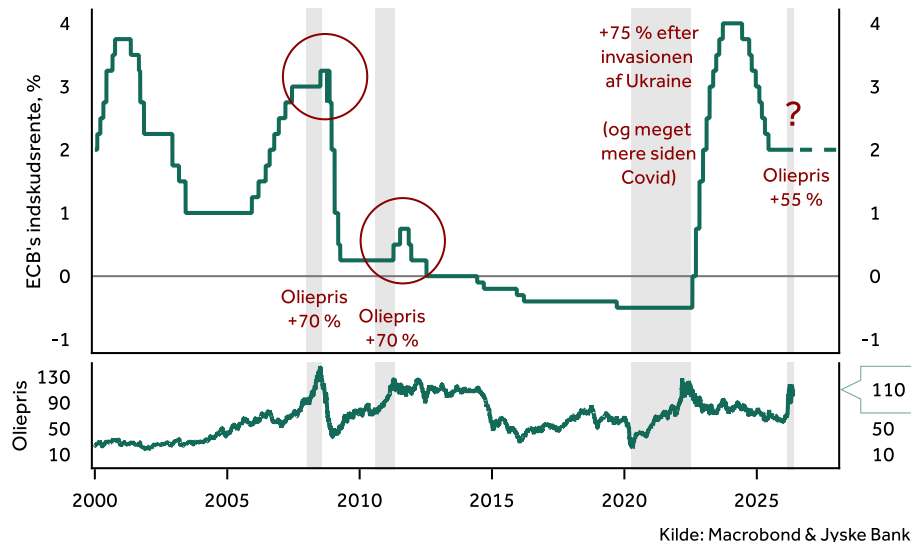


Figur 6: Arbejdsmarkedet i euroområdet er kølet markant af ift. 2022

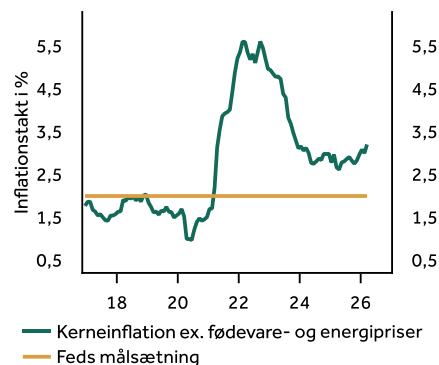


Samtidig er det bestemt også værd at nævne, at sporene ligeledes skræmmer fra 2008 og 2011. Her reagerede ECB nemlig meget hurtigt på olieprisstigningerne, men som det fremgår af figur 7 nedenfor, måtte de hurtigt slå bak efter de initiale renteforhøjelser, da markant vækstsvekkelse dæmpede inflationsudsigterne.

Figur 7: ECB's reaktionsmønster ifm. tidligere olieprischok



Figur 9: Inflationen har i USA været over målsætningen fem år i træk



Inflationsrisiko og robust vækst udskyder rentenedsættelse fra Fed

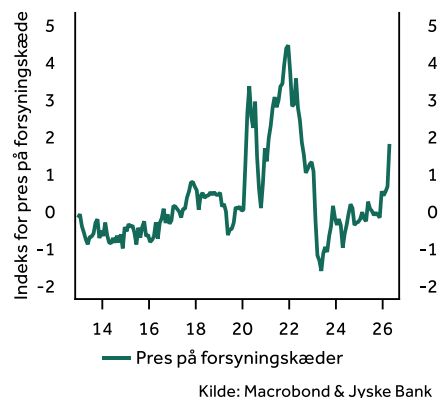
Vi er blevet mere bekymrede for, at inflationen i USA forbliver høj og ikke falder så meget, som vi hidtil har forventet. Samtidig har vækstsignalerne været overraskende robuste. Der er således færre argumenter for, at Fed vil sænke renten det næste halve år. Vi udskyder derfor den forventede rentenedsættelse på 25 bp fra september til marts 2027. Risikoen er både, at inflationen bliver løftet yderligere af flere udbudschok, men også, at væksten svækkes kraftigere, end vi har forventet.

Olieprischokket løfter den samlede inflation, men det ser Fed normalt bort fra, så længe det ikke spreder sig til den underliggende inflation. Risikoen for, at det sker, er dog tiltaget. Prisen på diesel er steget 50 %, og da de fleste forbrugsvarer bliver transporteret på lastbiler, kan det slå igennem her. Der er også opstået flere flaskehalse i forsyningskæderne ifølge New York Feds indeks. Priserne på gødning er ligeledes steget, hvilket sammen med højere dieselpriis kan presse fødevarepriserne senere på året.

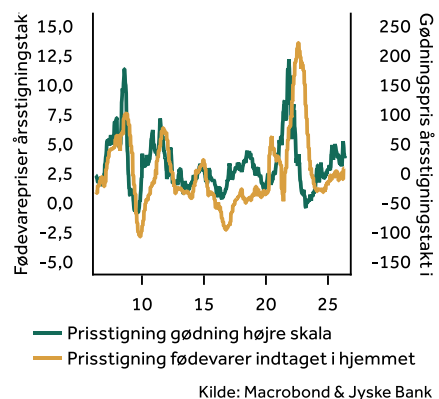
De seneste vækstsignaler fra USA har været overraskende robuste. Jobvæksten har overrasket positivt to måneder i træk, forbrugerne svinger fortsat kreditkortet og industriproduktionen var i hopla i april.

Vi fastholder dog vores bekymring for vækstudsigterne, da arbejdsmarkedets bidrag er forsvundet, og forbrugertilliden er i kulkælder. Der er således fortsat risiko for, at væksten vil aftage i den kommende tid. Det er også argumentet for, at vi fastholder en rentenedsættelse. Vi venter stadig ikke en recession. USA's vækst har fået en hjælpende hånd fra energieksporten, der er steget solidt. Samtidig er der fortsat udsigt til investeringer i AI og herunder i datacentre, og de mest velhavende amerikanere ser ud til at øge forbruget.

Figur 10: Der er pres på forsyningskæderne igen



Figur 11: Stigende gødningspriser løfter normalt fødevarepriserne



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 enkeltsekskaber 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).