

# Told og usikkerhed tager toppen af global vækst

Udsigter for dansk og global økonomi

”EU’s og Danmarks vareeksport til USA er dog trods alt ikke større end, at 10% told næppe vil have meget stor, negativ effekt på konjunkturerne.”

Dansk økonomi side 8

”Toldforhøjelser og stigende usikkerhed vil dæmpe den globale vækst resten af året, og det går hårdest ud over amerikansk økonomi.”

Global økonomi side 3

# Udsigter

- Side 3 **Global økonomi** >
- Side 5 **Amerikansk økonomi** >
- Side 6 **Økonomi i euroområdet** >
- Side 7 **Tema: Sporskifte i Europa?** >
- Side 8 **Dansk økonomi** >
- Side 9 **Kinesisk og engelsk økonomi** >
- Side 10 **Svensk og norsk økonomi** >

## Vil du vide mere?

Følg med i markedet på

**Finansnyt** →

Eller tilmeld dig

**Jyske Morgennytt** →

... og få sidste nyt fra finansmarkederne hver morgen

→ **Vigtig investorinformation**  
Se materialets sidste side



Cheføkonom \*  
**Niels Rønholt**  
+45 89 89 72 06  
[niels.roenholt@jyskebank.dk](mailto:niels.roenholt@jyskebank.dk)



Chefanalytiker \*  
**Tina Winther Frandsen**  
+45 89 89 71 70  
[twf@jyskebank.dk](mailto:twf@jyskebank.dk)



Chefanalytiker \*  
**Rasmus Gudum-Sessingø**  
+45 89 89 71 53  
[rasmus.gudum@jyskebank.dk](mailto:rasmus.gudum@jyskebank.dk)



Chefanalytiker \*  
**Kim Fæster**  
+45 89 89 71 67  
[kf@jyskebank.dk](mailto:kf@jyskebank.dk)

Analytikerassistent \*  
**Trine Carstensen**  
+45 89 89 70 59  
[trca@jyskebank.dk](mailto:trca@jyskebank.dk)

Analytikerassistent \*  
**Signe Storbjerg Clausen**  
+45 89 89 71 71  
[sscl@jyskebank.dk](mailto:sscl@jyskebank.dk)

Analytikerassistent \*  
**Nanna Volsmann Sønderkær**  
+45 89 89 95 34  
[nso@jyskebank.dk](mailto:nso@jyskebank.dk)

\* Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

# Told og usikkerhed tager toppen af global vækst

## Globalt overblik

Toldforhøjelser og stigende usikkerhed vil dæmpe den globale vækst resten af året, og det går hårdest ud over amerikansk økonomi. Vi venter dog ikke en recession i USA, hvor det mest ligner en blød landing. Euroområdet og Kina bliver kun ramt i mindre udstrækning med små skrammer. Der er dog ringere sigtbarhed end normalt, og risikoen for vores væksts-køn er størst på nedsiden. Fed og ECB er endnu ikke helt færdige med rentenedsættelserne, men amerikanerne skal vente lidt længere på deres.

- Told og usikkerhed dæmper væksten
- USA bliver hårdest ramt, mens EU og Kina måske slipper stort set uskadte
- Vi venter ikke recession i USA
- Tolden løfter inflationen i USA og dæmper den i euroområdet og Kina
- ECB og Fed vil sænke renten to gange yderligere i år

[Læs de uddybende udsigter på de følgende sider](#)

Vi forventer en forsigtig positiv udvikling i den globale økonomi i de kommende år. Usikkerheden er øget betydeligt på grund af Trumps radikale politiske tiltag og især slingrekursen på tolden. Alene den nye told på varer fra Kina er ændret syv gange på under fire måneder og er gået fra 0% til 145% og tilbage til 30%. Vi venter, at told og usikkerhed vil dæmpe den globale vækst lidt i år. Det vil især ramme USA og i mindre udstrækning Kina og Europa. Vi har derfor sænket vores vækstforventninger til USA mest, mens de øvrige landes vækstforecast kun er ændret marginalt.

Usikkerheden vil gøre virksomheder og forbrugere mere forsigtige, og det kan dæmpe fremgangen i investeringer og privatforbrug. Tolden vil svække de amerikanske forbrugeres købekraft og tynde den globale handel.

### Lavere vækst, men USA undgår recession

Selvom der er udsigt til lavere global vækst, ser vi ikke en recession som vores hovedscenarie – hverken globalt eller i USA. Toldforhøjelserne er ikke fastsat endeligt, men er lige nu relativt moderate, og man skal være varsom med at overvurdere effekten af de nuværende satser. Der er også tegn på, at Trump trods alt har en smertegrænse, når det kommer til uro på markederne og negative økonomiske konsekvenser. Samtidig gik USA ud af 2024 med et solidt momentum. Der er desuden finanspolitiske lempelser på vej i USA, Tyskland og Kina, hvilket også vil holde hånden under økonomien.

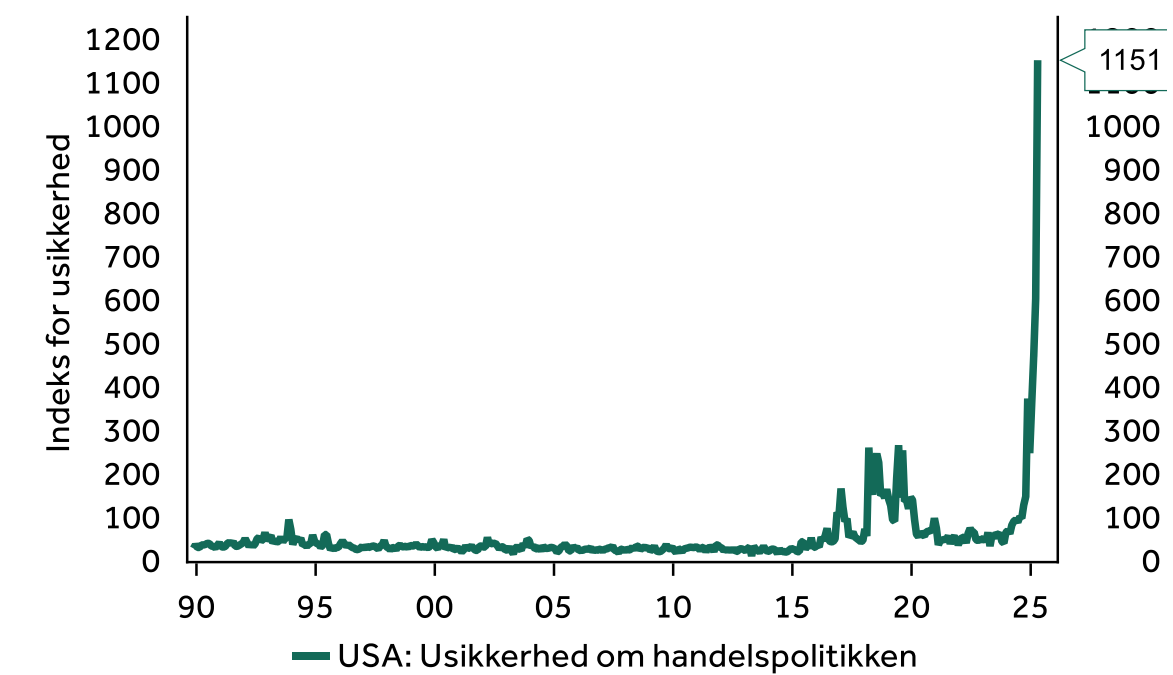
Der er dog betydelig usikkerhed om udviklingen, og risikoen for vores væksts-køn er størst på nedsiden. Vi ser med bekymring på risikoen for nye toldforhøjelser, når toldpauserne udløber. Især mellem USA og Kina. Der er også begyndende tendenser til gældsuro i USA efter nedjusteringen af kreditværdigheden. Skattelettelser øger kreditværdigheden på statsgælden yderligere, og gældsuroen kan løfte de lange markedsrenter, hvilket kan ramme investeringer og boligmarkeder.

### Udsigt til de sidste rentenedsættelser, men Fed må vente

Inflationen er aftaget på det seneste i flere af de store lande, og det gør det trods alt nemmere for centralbankerne at nedsætte renten yderligere. Vi har da også set rentenedsættelser fra ECB og den kinesiske centralbank. Inflationen bliver trykket af en lavere oliepris, og samtidig kan handelskrigen dæmpe inflationen i Kina og euroområdet. Vi venter til gengæld, at inflationen bliver løftet i USA som følge af toldforhøjelserne. Fed er derfor på hold i øjeblikket og bliver nødt til at afvente, om tolden spred sig fra de ramte varegrupper til resten af økonomien, inden renten igen sænkes. Vi har fjernet en rentenedsættelse fra Fed i september og venter nu, at Fed først kommer med de to sidste nedsættelser i slutningen af året. ECB sænker renten to gange over de kommende tre rentemøder.

Figur 1

### Massiv stigning i usikkerheden om amerikansk handelspolitik



Trumps toldforhøjelser og slingrekursen har øget usikkerheden om handelspolitikken til det højeste niveau i 45 år. Ifølge analyser fra Fed har stigende usikkerhed haft en tendens til at dæmpe væksten i USA.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**”Toldforhøjelser og stigende usikkerhed vil dæmpe den globale vækst resten af året, og det går hårdest ud over amerikansk økonomi (...) Men samlet set venter vi en forsigtig positiv udvikling i den globale økonomi i de kommende år.”**



Kim Fæster, chefanalytiker, Macroeconomic Research

## USA → Svageste vækst siden 2020 – men næppe recession

Trumps toldforhøjelser og stigende usikkerhed om økonomien står til at svække USA's vækst. Selv om situationen takket være den midlertidige toldpause ikke er så alvorlig, som det først så ud til, sænker vi 2025-vækstskønnet til 1,2% fra marts-prognosens 2,0%. Usikkerheden er fortsat betydelig, og recessionsfrygten er nok dæmpet, men langt fra forsvundet. Vi ser bedre vækst i 2026, hvor skønnet er løftet til 2,2% fra 1,7%. Nedsættelsen af tolden og mere stabile finansielle markeder betyder også, at vi fjerner en rentenedsættelse fra Fed i september, og vi har nu to rentenedsættelser i hhv. oktober og december i år.

Både forbrugere og virksomheder vil formentlig spænde livremmen ind, og det vil tynde væksten i år. Tolden har svinget meget, men er betydeligt højere end i 2024. Sammen med stigende usikkerhed og høje renter vil det lægge en dæmper på væksten. Vi venter også, at virksomhederne sætter nogle investeringsprojekter på pause.

### Hvorfor næppe recession?

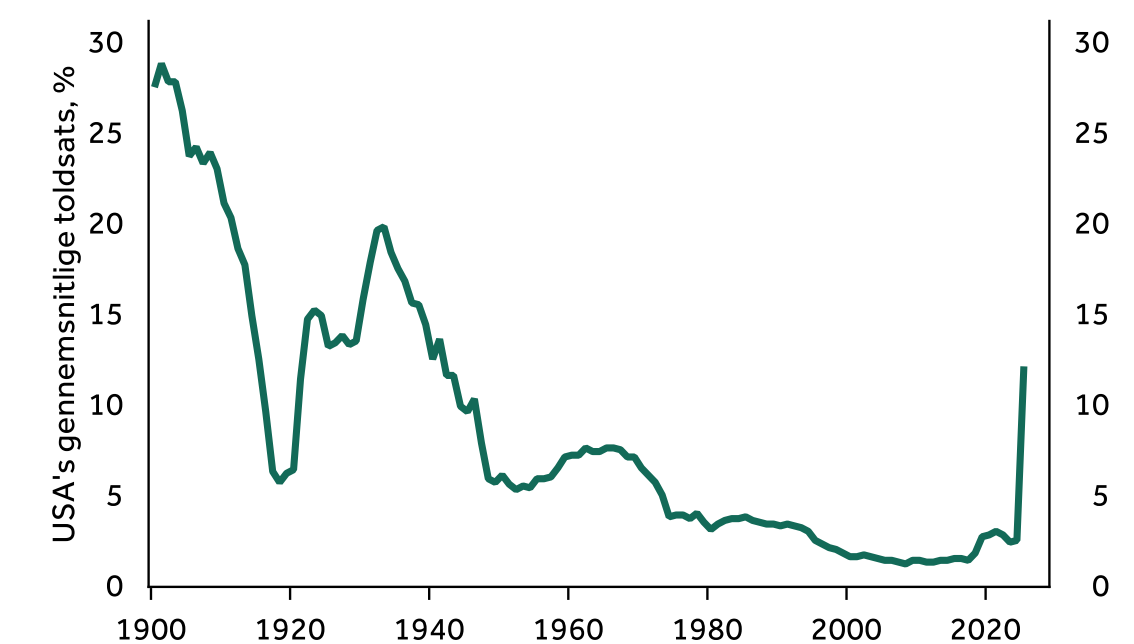
Et centralt spørgsmål blandt investorerne er, om USA er på vej mod recession? Risikoen er bestemt til stede, men vi venter, at USA undgår en recession. Forbruger-

ne har stadig mulighed for at øge forbruget bl.a. takket være formuegevinster og jobvækst. Virksomhederne investerer stadig i AI, og det vil sammen med afledte produktivitetsforbedringer støtte væksten. Både skattelettelser og rentenedsættelser kan desuden give økonomien lidt medvind. Omfanget af ubalancer i økonomien er begrænset, og det dæmper risikoen for en dyb recession. Virksomhederne har hverken overinvesteret eller ansat for mange under opsvinget de seneste par år. Dermed er der ikke behov for store reduktioner af investeringer eller store fyringsrunder, hvis efterspørgslen svigter. Vi holder dog nøje øje med statsgælden og risikoen for stigende renter.

### Told løfter inflationen og sender Fed ud på sidelinjen

Der er udsigt til stigende inflation som følge af toldforhøjelserne, men olieprisfaldet og aftagende huslejeinflation vil dog virke dæmpende på inflationen. Vi venter, at Feds foretrukne inflationsindikator vil stige fra 2,6% i marts til 3,3% i slutningen af 2025. Fed vil holde nøje øje med, om prisstigningerne fra tolden spreder sig til servicepriser og løn. Det vil tage nogle måneder at bedømme, og i den periode vil Fed fastholde renten. Hvis tolden ikke spreder sig, kan Fed sænke renten. Feds Powell har dog signaleret, at Fed ikke vil være på forkant med rentenedsættelser, og derfor fjerner vi rentenedsættelsen i september.

Figur 2  
USA's gennemsnitlige toldsats på højeste niveau i 100 år



Trumps toldforhøjelser har løftet den gennemsnitlige toldsats i USA kraftigt i år, og det vil dæmpe væksten og løfte inflationen. Faktisk er stigningen i toldsatsen den største på et år i 163 år, og der er stadig betydelig usikkerhed om, hvor højt den kommer op.

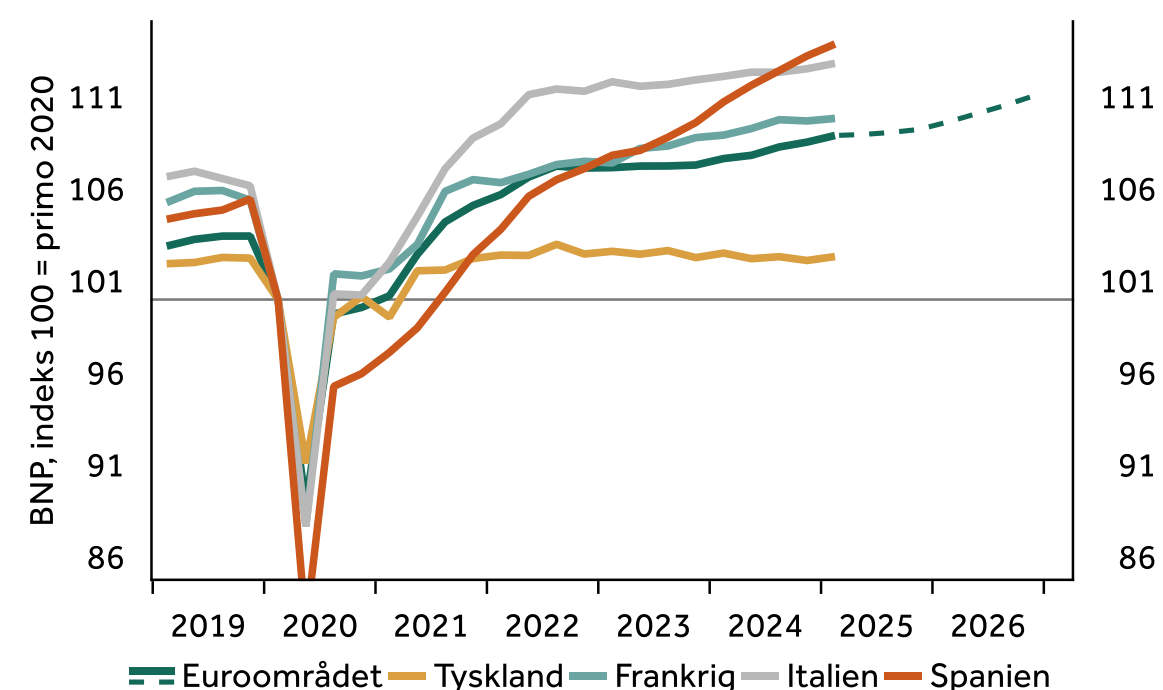
Macrobond og Jyske Bank

”

**Vi venter, at USA undgår en recession, men risikoen er absolut til stede.**

– Kim Fæster, chefanalytiker

Figur 3  
Langvarig tysk stagnation snart slut



Tysklands markante finanspolitiske sporskifte betyder, at den langvarige stagnationsperiode snart er overstået. Sydeuropa stimulerer ikke i nær samme omfang, og vi forventer ikke, at finanspolitikken er tilstrækkelig til at sende euroområdet ind i et decideret økonomisk opsving. Ikke mindst fordi usikkerheden fra toldkrigen stadig tynger.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**”To modsatrettede tendenser påvirker vækstudsigterne lige nu, da Trumps toldkrig og Tysklands finanspolitiske sporskifte trækker hver sin vej. På kort sigt vil toldkrig og usikkerhed tynde og holde væksten lav, men fra slutningen af året og især ind i 2026 vil den gradvist geare op.”**



Tina Winther Frandsen, chefanalytiker, Macroeconomic Research

### Euroområdet → Forsigtig optimisme trods stor usikkerhed

Vi fastholder vores forsigtigt positive syn på euroområdets økonomi. To modsatrettede tendenser påvirker vækstudsigterne lige nu, da Trumps toldkrig og Tysklands finanspolitiske sporskifte trækker hver sin vej. På kort sigt vil toldkrig og usikkerhed tynde og holde væksten lav, men fra slutningen af året og især ind i 2026 vil den gradvist geare op. Samlet set venter vi, at BNP vokser 0,8% i år og 1,2% i 2026. Det er uændret ift. marts-prognosen. Usikkerheden er dog meget stor. Især ift. handelskrigen, hvor Trump senest har truet med en femdobling af tolden, og risici er derfor størst på nedsiden.

### Forbrugsmotoren er intakt, men investeringslysten er lav

Selv om væksten var svag i 2024, var der bedring at spore i det private forbrug. Vi venter, at forbruget vil fortsætte med at understøtte væksten pga. reallønsfremgang, robuste arbejdsmarkeder og lavere renter. Men da forbrugerne stadig er tilbageholdende og sparer mere op end normalt, venter vi kun gradvis fremgang. Arbejdsmarkedet er også en risikofaktor, og hvis det knækker pga. lang tids svag vækst, kan det indebære ny økonomisk modvind. Omvendt kan en positiv overraskelse lure, hvis forbrugerne skruer klart ned for opsparingslysten. Det vil dog kræve, at usikkerheden daler.

Netop usikkerhed er gift for virksomhedernes investeringslyst, der samtidig ligger underdrejet pga. lav kapacitetsudnyttelse. Det er undergravende for vækst og velstand at lægge begrænsninger på verdenshandlen, og selv om Trump har lavet flere kovendinger, rammer det investeringslysten, at velkendte globale samarbejdsrelationer nu tilsyneladende er i opbrud. Omvendt kan investeringslysten få et løft fra Tysklands finanspolitiske sporskifte, der indebærer en stor infrastrukturfond og markant militær oprustning.

### Økonomisk politik understøtter væksten

Finanspolitikken bliver en medspiller for væksten i euroområdet. Det er vigtigt i en tid med stor usikkerhed. Ikke mindst for Tyskland, hvor væksten har været stagnerende fem år i træk, mens Sydeuropa trods alt har klaret sig bedre. De finanspolitiske stimulanser vil først for alvor begynde at løfte væksten sidst på året og især i 2026. Vi tror dog ikke, at finanspolitikken bliver den løftestang, der sender euroområdet ind i et decideret økonomisk opsving, fordi handelskrigen og den store usikkerhed tynger, og det mest er Tyskland, der stimulerer. Læs mere i [temaet](#).

Pengepolitikken vil også understøtte væksten. ECB har nedsat renten i takt med bedringen i inflationsbilledet, og vi venter yderligere to rentenedsættelser (i juni og september), så ECB's indskudsrente bunder i 1,75%.

## TEMA: Sporskifte i Europa?

Der har i lang tid været fokus på Europas svage vækstpotentiale, og når man så tilsætter den markante usikkerhed fra Trumps toldkrig og store geopolitiske spændinger, bliver det en grim cocktail. Men måske er det lige netop den kedelige baggrund, der får Europa til at vågne op?

### Finanspolitisk sporskifte får optimismen til at spire

Trods de store udfordringer er der i de seneste måneder opstået en spirende optimisme omkring Europas vækstudsigter. Baggrunden er især Tysklands markante finanspolitiske sporskifte, der indebærer en stor infrastrukturfond og et betydeligt løft til forsvarsinvesteringerne. Men EU har også løsnet spændetrøjen, så det bliver lettere for landene at opruste uden at komme i konflikt med EU's finanspolitiske regelsæt.

Det betyder, at finanspolitikken bliver en aktiv medspiller for væksten, da særligt Tyskland nu for alvor begynder at investere i fremtiden. Vi har dog til gode at se den store tyske infrastrukturfond udmøntet i praksis, da hverken budgettet for i år eller 2026 endnu er vedtaget. Det er vores vurdering, at vi skal hen i slutningen af året og især ind i 2026, før finanspolitikken for alvor begynder at løfte væksten i Tyskland og dermed også drypper videre til resten af Europa. Under alle omstændigheder er der udsigt til, at Tyskland snart kan lægge den næsten fem år lange stagnationsperiode bag sig.

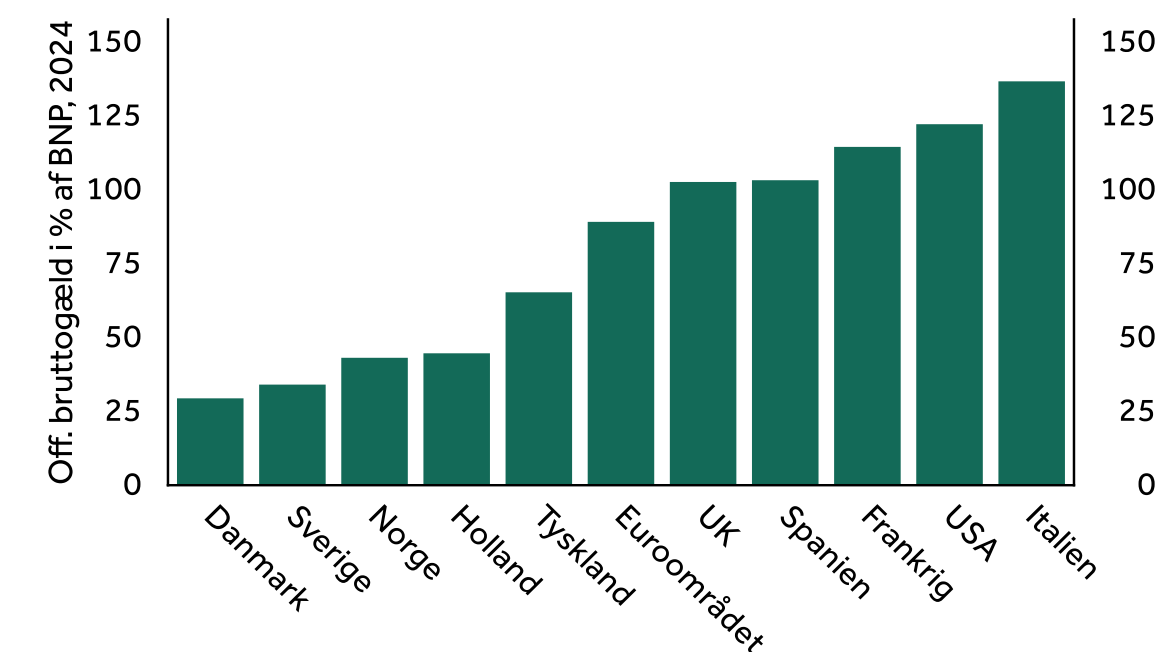
Forsvarsinvesteringer vil også stimulere væksten i euroområdet, selv om vi ikke venter, at det i sig selv vil være en kraftig løftestang. Investeringer på forsvarsområdet har traditionelt ikke en stor selvforstærkende effekt, og samtidig vil en betydelig del af det militære isenkram formentlig blive indkøbt uden for Europa. De sydeuropæiske lande planlægger heller ikke nær samme løft til forsvarsområdet som Tyskland og andre østersølande. Da Sydeuropa samtidig har et mere begrænset økonomisk råderum, vil forsvarsinvesteringer fordele besparelser andre steder i budgettet, hvilket også reducerer vækstløftet.

### Stimulanser løfter ikke Europas langsigtede vækstpotentiale

Samlet set vurderer vi, at de nye finanspolitiske vinde løfter væksten i euroområdet i både 2026 og 2027. Det er naturligvis positivt. Men det betyder ikke, at Europa dermed er i gang med at "genopfinde sig selv" og gøre økonomien mere dynamisk og konkurrencedygtig. Vi tror ikke, at Europas langsigtede vækstpotentiale bliver løftet markant af stimulansbølgen, da det vil kræve mere gennemgribende reformer, som kan fjerne interne barrierer i EU, løfte produktivitetsvæksten og øge konkurrenceevnen. Dermed vil det også blive svært at få indhentet USA i vækstkapløbet, selv om toldkrigen på den korte bane dæmper den amerikanske vækst.

Figur 4  
**Lavere gæld i Nordeuropa giver bedre stimulansmuligheder**

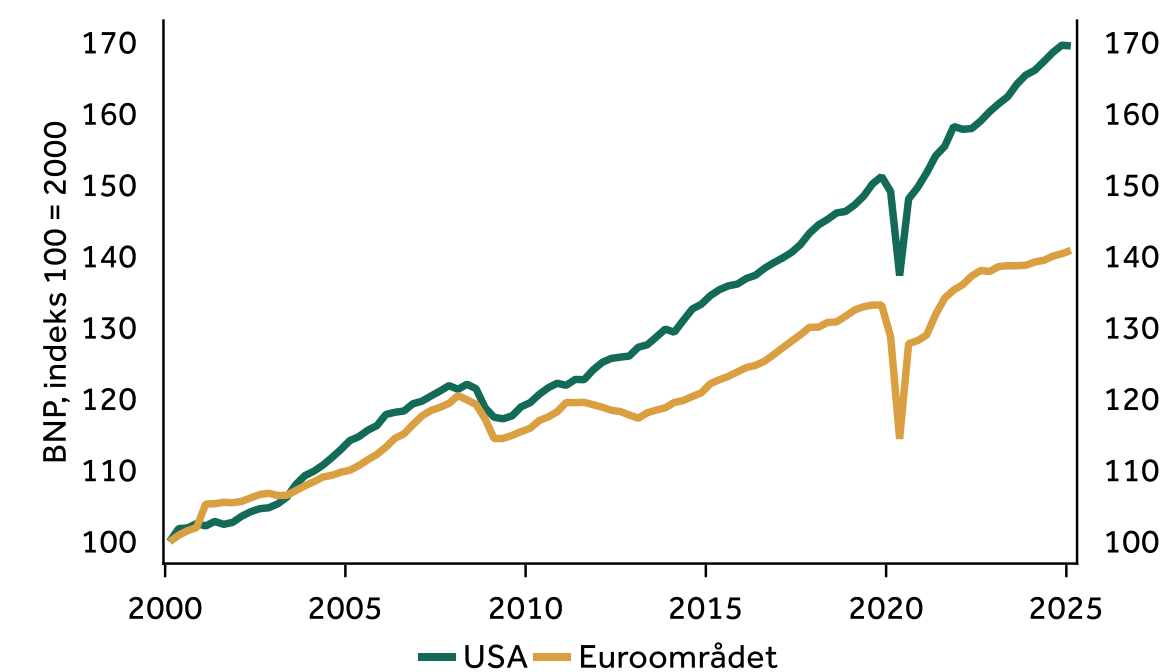
Tyskland og resten af Nordeuropa har styr på de offentlige finanser og lav gæld. Det er et godt udgangspunkt for at søsætte nye initiativer, der skal løfte væksten. Det økonomiske råderum er mere begrænset i Sydeuropa.



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

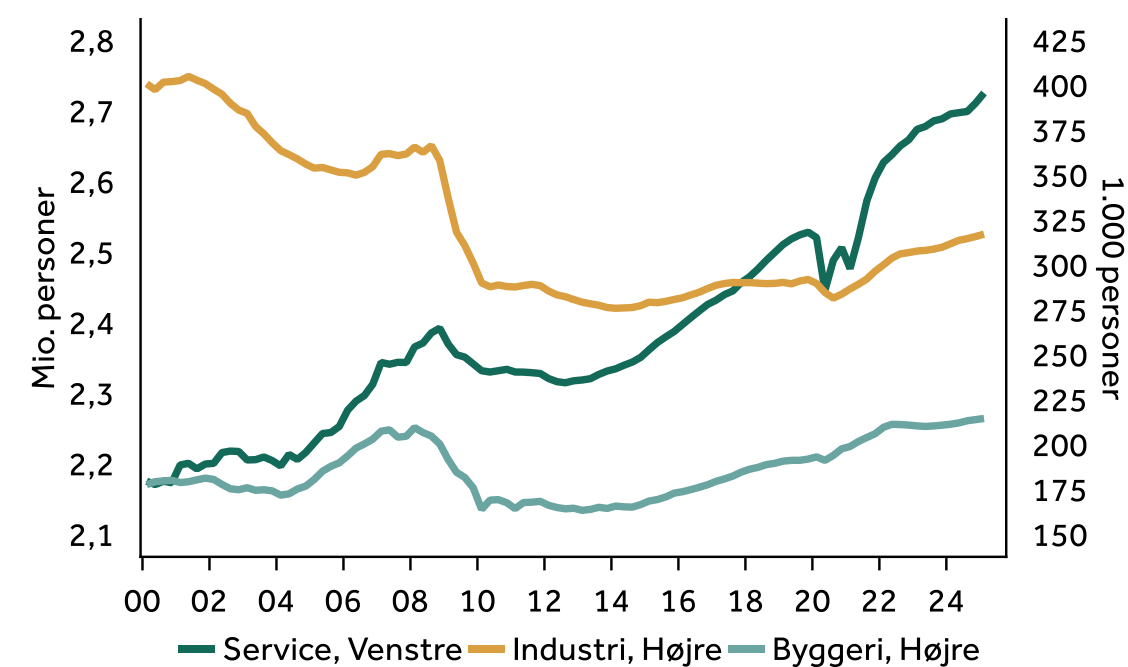
Figur 5  
**USA's vækst er spurtet fra euroområdets**

Siden Finanskrisen i 2008-09 har det været meget tydeligt, at Europas vækst har haltet bagefter USA.



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

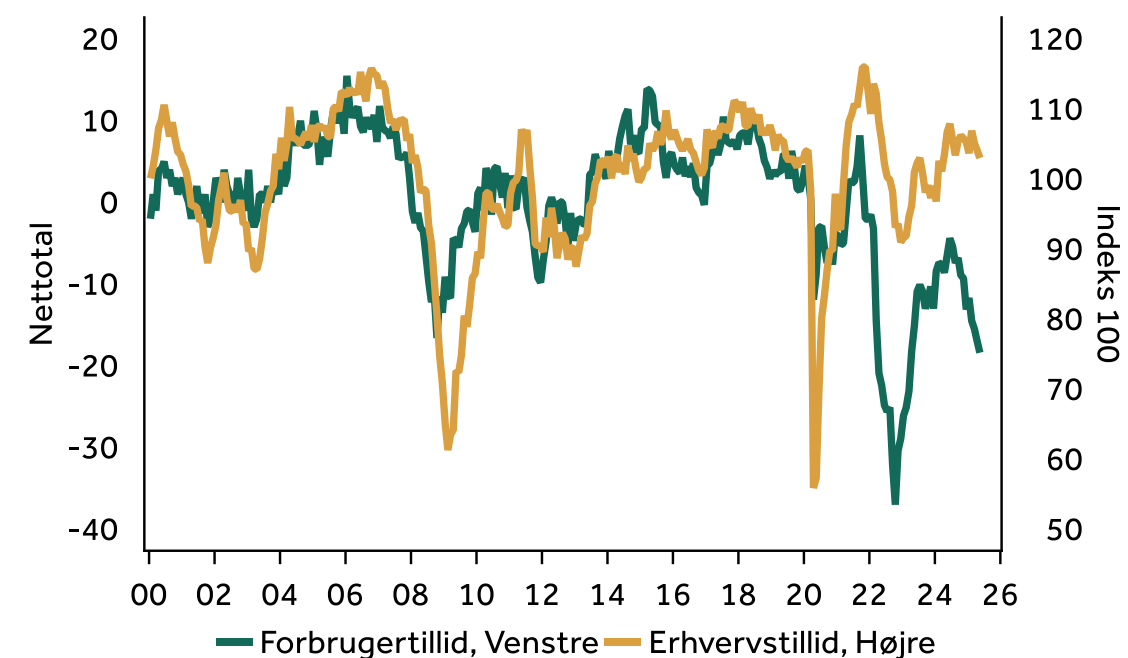
Figur 6  
**Beskæftigelsen stiger stadig i alle sektorer**



Dansk økonomi er en serviceøkonomi med langt flest servicejobs. Vi får dog også lidt flere industrijobs.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 7  
**Stor usikkerhed, men virksomhederne er fortrøstningsfulde**



USA's toldkrig har gjort forbrugerne bekymrede, men erhvervstølliden er en anelse over middel trods usikkerheden.

Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik og Jyske Bank

## Danmark → Bekymrede forbrugere, men robuste virksomheder

Dansk økonomi har i 2025 fortsat den positive udvikling fra året før med fremgang i beskæftigelsen, se figur 6. Det stabile forløb står i kontrast til det løbende virvar af toldudmeldinger fra USA. Nye toldsatser er indført, og nogle er efterfølgende sat på pause igen. Uforudsigeligheden er stor. Aktiemarkederne har reageret med betydelige kursfald på 15-20%, hvorefter det tabte nu er genvundet.

Den nok væsentligste effekt fra toldsatserne på dansk økonomi indtil videre er den forhøjede usikkerhed for global handel. Usikkerhed sætter potentielt forbrug og investeringer på pause, og konkret har vi set et betydeligt fald i dansk forbrugertillid, se figur 7. Faldet er selvfølgelig udtryk for økonomisk bekymring hos forbrugerne, men indtil videre har vi ikke set tegn i statistikkerne på lavere købelyst hverken generelt eller på boligmarkedet. Tallene rækker frem til og med april.

For nuværende, hvor Trump lader til at moderere sin toldagenda, så er vi fortrøstningsfulde for dansk økonomi, og vores hovedscenarie er moderat vækst videre ind i 2026, hvor beskæftigelsen stadig stiger lidt. BNP faldt i 1. kvartal, hvor den volatile medicinalproduktion dykkede, men underliggende viser BNP-tallene fremgang. Vores skøn på BNP-væksten er 2,5% og 1,7% for hhv. 2025 og 2026. Både genåbningen af Tyra-gasfeltet og medicinalindustrien vil give væsentlige bidrag til BNP-væksten i 2025.

## Told på 10% giver ikke krise

Told på over 100% mellem USA og Kina fastfryser forsyningskæderne og rammer den globale økonomi og dermed også Danmark. Det er derfor meget positivt, at de høje satser fra april indtil videre er fjernet. Men herudover er Danmark selvfølgelig også påvirket af de konkrete toldsatser på varer fra EU til USA, som for nuværende er 10%.

EU's og Danmarks vareeksport til USA er dog trods alt ikke større end, at 10% told næppe vil have meget stor, negativ effekt på konjunkturerne. Servicesektoren fylder langt mere end industrien i de rigere EU-lande, se figur 6. For Danmark er det 3% af eksporten, der direkte sendes fra Danmark til USA, og som rammes af told. Hertil vil eksport produceret i et 3. land og solgt til USA også være ramt, men også den andel er formentlig lille. Modelberegninger viser generelt mærkbare, men ikke dramatiske, effekter af moderat amerikansk told på EU.

## Boligpriserne stiger, især for ejerlejligheder

Det positive momentum i dansk økonomi skal blandt andet ses i sammenhæng med rentefald i de seneste år. Vi venter to yderligere rentenedsættelser fra Nationalbanken sammen med ECB, men ellers er faldet ved at nå til ende. Lavere renter understøtter dog stadig boligpriserne, og det er værd at bemærke, at ejerlejlighedsprisstigningerne er accelereret fra 5% til 10% årligt.

## Kina → Told trykker kinesisk vækst

Vi venter, at handelskrigen med USA vil bremse væksten i Kina, men udsigten for økonomien er dog forbedret af den midlertidige toldnedsættelse. Vi venter også flere stimulanter fra regeringen for at dæmpe effekten af tolden. Derfor nøjes vi med at nedjustere vækstsårene margi- nalt i år og for 2026, så de lander på hhv. 4,2% og 4,1%.

Den største risiko for økonomien opstår, når den mid- lertidige toldnedsættelse udløber i august. Bliver tolden hævet, sænket eller forbliver den uændret på 30%? Vi venter ikke en handelsaftale før august og hælder mest til, at tolden på kinesiske varer bliver hævet moderat. Tol- den rammer Kina på et uheldigt tidspunkt. Siden starten af 2024 er væksten blevet mere afhængig af nettoeks- porten, mens bidraget fra forbrug og investeringer er aftaget. Nettoeksporten løftede også væksten i marts, hvor den reale eksport steg 13%. I april blev eksporten til USA dog ramt af den meget høje toldsats på 145%, og det dæmpede eksportvæksten. Siden da er tolden sæn- ket til 30%, og Kina har formået at sprede sin eksport fra USA og EU til det globale Syd (Asien, Afrika og Latiname- rika). Det dæmper den negative effekt på væksten.

Vi vurderer, at regeringens stimulanter til økonomien er for svage, og vi venter da også, at regeringen skruer op for stimulanterne. Centralbanken sænkede renten med 10 bp i starten af maj og reducerede bankernes reserve- krav, men det er stadig i småtingsafdelingen.

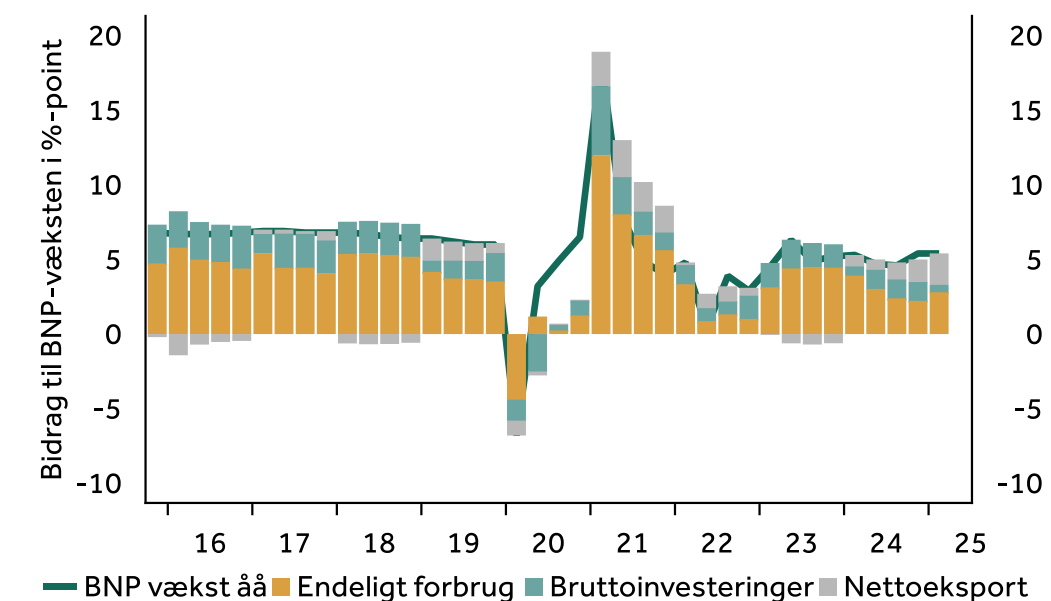
## Storbritannien → Udfordringer for økonomien kommer primært indefra

Tolduroen virker kun til at være let negativ for britisk øko- nomi, og vi har set en stærk start på 2025. Derfor har vi opjusteret vækstestimatet til 1,0% i år, men nedjusteret estimatet for 2026 en smule til 1,2%.

Storbritanniens handelsaftale med USA endte med en basistold på 10% samt undtagelser inden for biler og stål, hvilket ser ud til at være i den milde ende ift. andre lande. Britisk vækst så et løft i 1. kvartal forud for de højere told- sats, hvor en del dog ventes betalt tilbage på et senere tidspunkt. Vi er fortsat skeptiske omkring udsigterne for økonomien, hvor man stadig slås med høje renter, høj inflation samt høj lønvækst trods et gradvist svagere arbejdsmarked, som ventes at dæmpe de ellers nyligt positive forbrugstendenser. Stemningen blandt virksom- hederne havde det allerede skidt, inden tolduroen tog til i april, som følge af regeringens løft i arbejdsgiverskat og mindsteløn. Dertil kommer regeringens begrænsninger i finanspolitikken, hvor vi ser en pæn risiko for, at regerin- gen kommer til at skulle stramme op senere i år. Den bri- tiske "nulstillingsaftale" med EU er et positivt skridt mod øget samarbejde med EU, men vil næppe have den store positive væksteffekt over de kommende to år.

Bank of England er som ventet fortsat med gradvise, for- sigtige rentenedsættelser men vil til stadighed befinde sig i et dilemma mellem høj inflation og svage vækstten- denser. Vi forventer tre rentenedsættelser til en rente på 3,50% i begyndelsen af 2026.

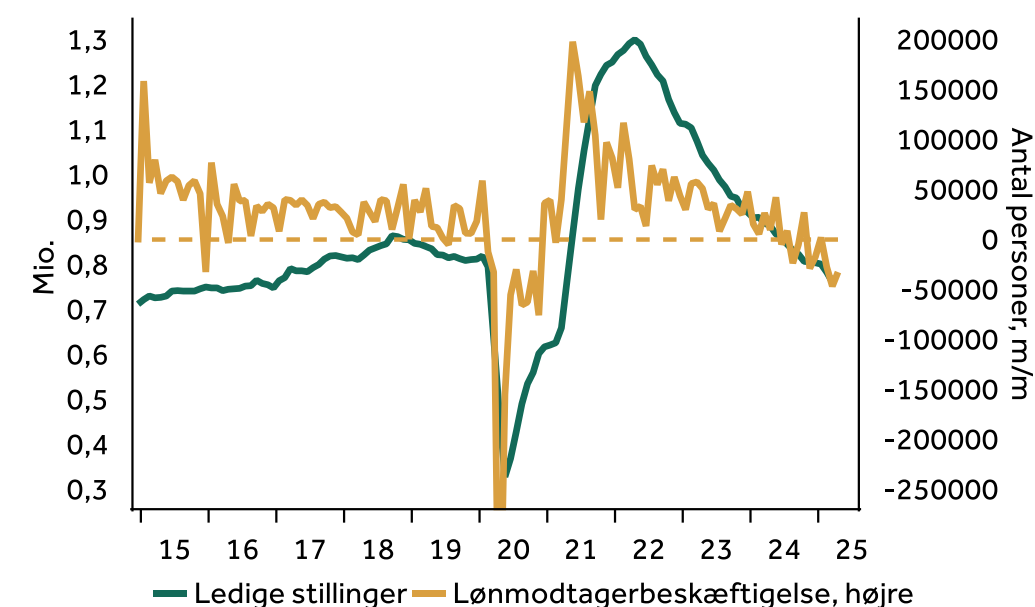
Figur 8 (Kina)  
**Nettoeksporten er blevet mere vigtig for kinesisk vækst**



Nettoeksporten og især en solidt stigende eksport er blevet mere vigtig for BNP-væksten i Kina siden starten af 2024. Det kommer efter, at forbruget og investeringerne bi- drager mindre til væksten.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

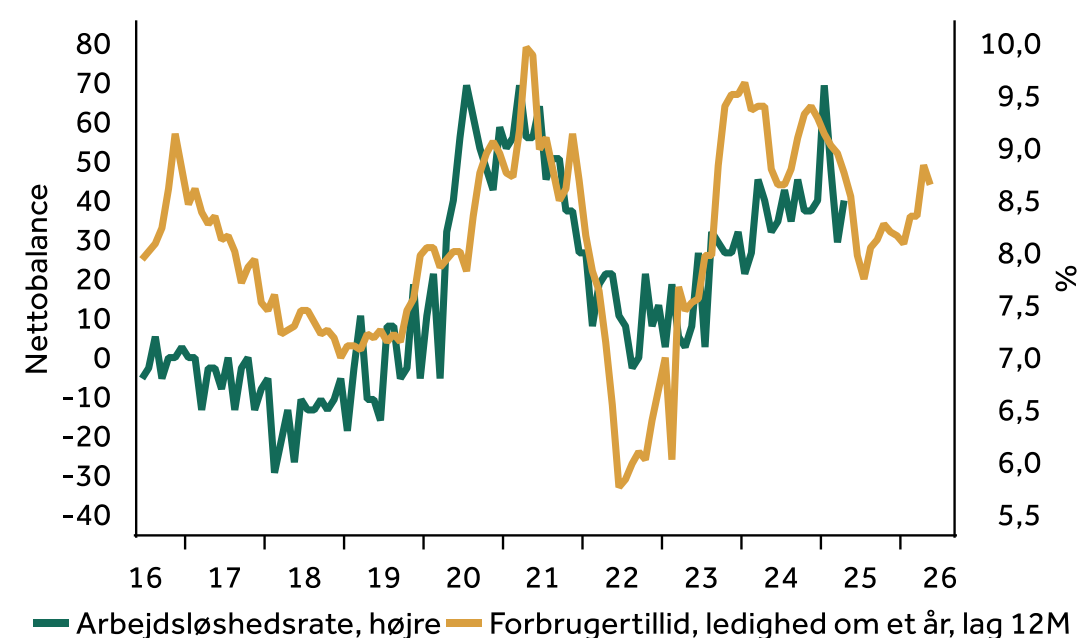
Figur 9 (Storbritannien)  
**Arbejdsmarkedet svækkes i stadig højere grad**



Antallet af ledige stillinger er det laveste, og beskæftigelsesfalde- ne de største siden pandemien. Handelsuroen vil ikke just rette op på den tendens, og vi forventer, at det bliver afgørende for Bank of Englands muligheder for at sænke renten yderligere.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

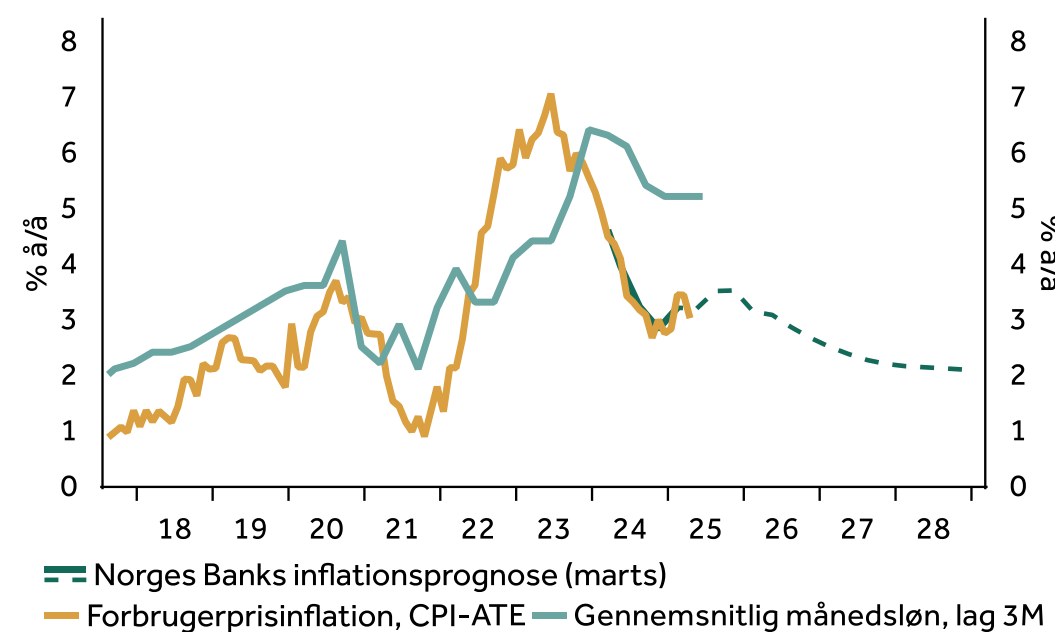
Figur 10 (Sverige)  
**Mere modstand på arbejdsmarkedet i udsigt**



Vi har set en stabilisering i flere mål for tilstanden på arbejdsmarkedet de seneste måneder, herunder i beskæftigelse og ledighed. Men den seneste forværring i husholdningernes forventning til ledigheden peger på ny modvind i år.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 11 (Norge)  
**Høj lønvækst udfordrer Norges Bank**



Stigende ledighed og aftagende lønvækst siden 2023 er i løbet af 2024 blevet afløst af henholdsvis et mindre fald og en stabilisering på et højt niveau. Det betyder, at Norges Bank fortsat vil møde udfordringer med at dæmpe den underliggende inflation, som banken ellers lægger op til.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

## Sverige → Aktuel vækstbremse giver ekstra rentenedsættelse

Svensk økonomi sluttede 2024 stærkt af, men vi har set en uventet opbremsning i begyndelsen af 2025 – også inden tolduroen for alvor ramte. Vi ser dog stadig en vis modstandsdygtighed i svensk økonomi, men nedjusterer BNP-væksten i 2025 til 1,0% og i 2026 til 1,7%.

Svensk økonomi så ud til at skulle betale tilbage i 1. kvartal for den uventede stærke vækst i slutningen af 2024, og derefter peger konjunkturindikatorer ikke på den store bedring pga. øget bekymring omkring handelskrigen. Svensk økonomi er rimelig eksponeret mod handelskrigen qua et pænt handelsoverskud mod USA. Vi er usikre på, hvor meget toldsatterne i sidste ende vil påvirke aktiviteten, men usikkerheden alene vil dæmpe investerings- og forbrugslysten, som ellers har båret væksten det seneste halvår. Aktiviteten får desuden ikke samme støtte fra reallønsvækst og rentefald som tidligere, og samtidigt stiger opsparringstendensen. Udviklingen på arbejdsmarkedet viser tegn på stabilisering, men vil sandsynligvis ikke se større bedring over de kommende år. Boligmarkedet har budt på stabile boligpriser, men med en aktivitet som er stadig mere i knæ, hvilket bremser den indenlandske skabte vækst.

I foråret fremstod Riksbanken umiddelbart færdig med rentenedsættelser. Men givet de svagere vækstudsigter ift. tidligere, forventer vi nu en ekstra rentenedsættelse til 2,0% i juni og derefter en uændret rente igennem 2026.

## Norge → Standhaftig vækst bremser udsigt til lavere renter

Norsk økonomi tog solidt fat på 2025 med den højeste BNP-vækst i knap tre år i 1. kvartal. Vi forventer et noget lavere væksttempo resten af året i overensstemmelse med svækkede tillidsindikatorer. Vi opjusterer årets vækstsikringsprognose en tand til 1,1%, men nedjusterer 2026 til 1,4%.

Norge ser umiddelbart ud til at slippe lidt billigere mht. USA's straffetold end de fleste andre lande. Men Norge går ikke ram forbi, da de indirekte effekter via generel usikkerhed, lavere global aktivitet samt uro på finansmarkederne indeholdende pres på oliepris og norsk krone også har negativ betydning for økonomien. Vi har set en stigende indenlandsk aktivitet, herunder især i privatforbruget, hvor reallønsfremgang understøtter udviklingen. Men mere nedtonede tillidsindikatorer kombineret med stadig høje renter og til dels forbrugerpris-inflation vil begrænse fremgangen i år. Inflationen ser da heller ikke ud til at skulle aftage synderligt i år, og arbejdsmarkedet er nogenlunde stabilt med uændret høj lønvækst de seneste otte måneder.

Norges Bank har udskudt udsigten til rentenedsættelser flere gange. Effekten af handelskrigen på inflationen er lidt uklar på kort sigt. Kombineret med en stadig relativt svag norsk krone udskyder vi udsigten til en rentenedsættelse til september og ser to yderligere i december og marts 2026.

## Global økonomi 2021-2026

Vores skøn på BNP-vækst, inflation og centralbankrenter.

Alle tal i procent.

2021-2024-tal er historiske, mens 2025-2026-tal er Jyske Banks skøn.

BNP-prognose	2021	2022	2023	2024	2025	2026
USA	6,1	2,5	2,9	2,8	1,2 (2,0)	2,2 (1,7)
Euroområdet	6,3	3,5	0,4	0,9	0,8 (0,8)	1,2 (1,2)
Danmark	7,4	1,5	2,5	3,7	2,5 (3,5)	1,7 (1,8)
Storbritannien	8,6	4,8	0,4	1,1	1,0 (0,8)	1,2 (1,4)
Sverige	5,9	1,5	-0,1	1,0	1,0 (1,8)	1,7 (1,9)
Norge	4,5	4,3	0,7	0,6	1,1 (1,0)	1,4 (1,8)
Kina	8,4	3,0	5,2	5,0	4,2 (4,4)	4,1 (4,2)

Skøn er for årsgennemsnit.

Skøn fra marts-udgaven af Jyske om økonomien er i parentes.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Inflationsprognose	2021	2022	2023	2024	2025	2026
USA – samlet inflation	4,0	6,3	4,1	2,5	2,8 (2,4)	2,5 (2,5)
– kerneinflation	3,5	5,0	3,8	2,8	2,9 (2,5)	2,5 (2,4)
Euroområdet – samlet inflation	2,6	8,4	5,5	2,4	1,9 (2,0)	1,8 (1,9)
– kerneinflation	1,5	3,9	4,9	2,8	2,2 (2,2)	1,9 (2,0)
Danmark – samlet inflation	1,9	7,7	3,3	1,4	1,9 (2,2)	2,2 (2,4)
– kerneinflation	1,2	4,7	4,8	1,5	2,0 (2,2)	2,2 (2,4)

Skøn fra marts-udgaven af Jyske om økonomien er i parentes.

Anm.: For USA er det skønnet for privatforbrugsdeflatoren, mens det er forbrugerpriser for euroområdet.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Centralbankrenteskøn	Aktuel rente	Ultimo 2025	Ultimo 2026
USA	4,38	3,88	3,88
Euroområdet – depositrente	2,25	1,75	1,75
– reporente	2,40	1,90	1,90
Danmark – indlånsrente	1,85	1,35	1,35
– udlånsrente	2,00	1,50	1,50
Kina	1,40	1,30	1,30
Storbritannien	4,25	3,75	3,50
Sverige	2,25	2,00	2,00
Norge	4,50	4,00	3,75

Skøn er for ultimo måneden/året.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

## Dansk økonomi 2022-2026

I vores hovedscenarie for 2025-2026 ser vi moderat fremgang i den underliggende økonomi med en fortsat stigning i beskæftigelsen i 2026, om end den er mindre end i 2025.

	Mia. kr.	Realvækst i %				
	2024	2022	2023	2024	2025	2026
Privatforbrug	1332	-2,1	1,4	0,9	1,2	1,5
Offentlige forbrugsudgifter	668	-2,5	0,2	1,4	5,1	0,4
Faste bruttoinvesteringer	658	-6,6	-6,6	2,7	4,3	2,3
Lagerinvesteringer*	-17	0,6	-1,7	-1,0	0,0	0,0
Eksport	2065	7,2	10,4	7,5	3,5	4,4
Import	1744	4,4	3,7	3,0	4,5	4,5
Bruttonationalprodukt (BNP)	2961	1,5	2,5	3,7	2,5	1,7
Betalingsbalance						
– Mia. kr.		332	276	386	385	390
– Pct. af BNP		11,7	9,8	13,0	12,4	12,1
Offentlig saldo						
– Mia. kr.		98	93	133	40	50
– Pct. af BNP		3,4	3,3	4,5	1,3	1,5
Ledighed						
– Bruttoledige, gns. (tusinde)		76	83	87	87	90
– Pct. af arbejdsstyrken		2,3	2,5	2,6	2,6	2,7
Beskæftigelse, gns. (tusinde)		3160	3202	3229	3264	3275
Inflation (pct.)		7,7	3,3	1,4	1,9	2,2
Lønindeks (privat, pct.)		3,6	4,1	5,2	3,5	2,7
Huspriser (nom. priser, pct.)		1,9	-2,6	3,6	4,4	3,2
Nationalbankens udlånsrente, ultimo (pct.)		1,9	3,75	2,75	1,50	1,50
Nationalbankens foliorente ult. (pct.)		1,75	3,6	2,6	1,35	1,35

\* Vækstbidrag i pct. af foregående års BNP.

Kilde: Danmarks Statistik og Jyske Banks prognose for 2025 og 2026

## 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 informationers 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. Analyserne 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 i forbindelse med 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 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:

[jyskebank.dk/privat/investering/investeringsinfo](https://www.jyskebank.dk/privat/investering/investeringsinfo)

### Modeller

Budskaberne og resultaterne i denne analyse er baseret på standardmetoder og standardmodeller inden for makroøkonomi og økonomitri.

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

### 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 valutakursrisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisiko 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).