

# Politisk usikker tid for verdens- økonomien

Udsigter for dansk og global økonomi

”EU er Danmarks største eksportmarked og modtager 42% af eksporten, mens USA aftager 18%, hvoraf kun 3%-point er varer, der krydser den danske grænse.”

Dansk økonomi side 8

”Vores forsigtigt, positive hovedscenarie forudsætter, at Trumps toldagenda ikke fører til en hård handelskrig.”

Global økonomi side 3

# Udsigter

→ **Vigtig investorinformation**  
Se materialets sidste side

- Side 3 **Global økonomi** >
- Side 5 **Tema: Toldmure er negativt for alle – men omfanget er usikkert** >
- Side 6 **Amerikansk økonomi** >
- Side 7 **Økonomi i Euroområdet** >
- 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



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

# Politisk usikker tid for verdensøkonomien

## Globalt overblik

Trumps toldagenda og et sikkerhedspolitisk sporskifte i Vesten har skabt fornyet usikkerhed for den globale økonomi. I vores hovedscenarie vil USA gå lidt ned i gear i år og i 2026, mens Europa omvendt kommer lidt mere i gang, så de to regioner nærmer sig hinanden vækst-mæssigt. Scenariet er forsigtigt positivt og forudsætter, at vi ikke får en hård handelskrig med høje toldsatsler på rigtig mange varer.

- Luften vil gå yderligere ud af det amerikanske arbejdsmarked
- Lavere renter vil hjælpe Nordeuropa lidt mere i gang
- Bedringen i Kina udebliver, selvom ny told ikke skræmmer
- Told bruges som forhandlingsredskab og vælter ikke verdensøkonomien
- Centralbanker forsigtige med at love flere rentenedsættelser

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

## Forsigtig fremgang, hvis vi undgår store toldstød

Finanspolitiske stimulanser, rentenedsættelser og real-lønsstigninger vil være med til at holde gang i hjulene i verdensøkonomien i de kommende år. I vores hovedscenarie er der dog tale om en ganske moderat fremgang, hvor udviklingen på begge sider af Atlanten vil konvergere mere mod hinanden, så tempoet går lidt ned i USA, mens det går lidt op i Europa. Kina vokser selvfølgelig, men kan stadig ikke få gang i et opsving. Danmark ser til gengæld ud til at befinde sig sit helt eget positive sted (se figur), ikke mindst når man medregner den store fremgang i medicinalektoren.

Vores forsigtigt, positive hovedscenarie forudsætter, at Trumps toldagenda ikke fører til en hård handelskrig, der væsentligt påvirker aktiviteten i USA, Europa og Kina. Udsigterne er blevet mere usikre alene grundet Trumps uforudsigelighed, og det kan i sig selv virke let vækstdæmpende på kort sigt.

USA har vækstmæssigt overrasket positivt i de seneste kvartaler, og virksomhederne har i første omgang taget optimistisk mod den nye Trump-regering. Forbrugerne er dog mere skeptiske, og vi fastholder, at økonomien vil gå ned i gear på grund af et svagere arbejdsmarked, men vi forudser stadig ingen recession. Europa har i det små vist stabilisering, men væksten er stadig lav. Forsvarsinvesteringer kan bidrage lidt til et kommende løft, men importindholdet er stort.

## Hård toldkrig vil også ramme USA

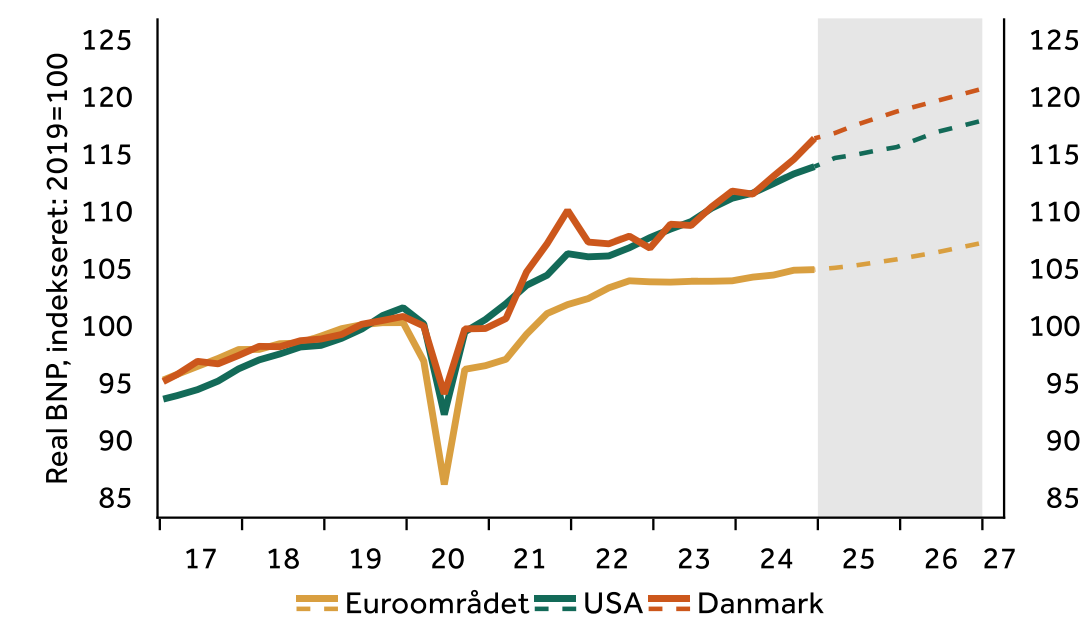
En hård handelskrig med høj, permanent og udbredt told på varer mellem USA og Europa vil i værste fald efter vores vurdering kunne udløse et økonomisk tilbageslag i begge områder – læs mere herom i det særskilte [tema](#). Men netop det forhold, at alle parter i en handelskrig bliver ramt, herunder i høj grad også USA, er også det bærende argument for, at vi ikke ender i den situation.

USA har indført toldtiltag over for flere store handelspartnere, men dog ikke i det omfang Trump lagde op til under valgkampen. Vi vurderer dog ikke, at alle toldsats bliver vedvarende, da de primært benyttes som forhandlingsredskab til fx at opnå større eksport ud af USA eller indrømmelser på andre områder. En væsentlig forbedring af USA's handelsbalance ad denne vej er dog ikke sandsynlig.

## Rentenedsættelser lakker mod enden

Den aktuelle divergens i økonomi og inflation tilsiger, at ECB fortsætter med rentenedsættelser lidt endnu, mens Fed er på pause, og de sidste nedsættelser må vente til 2. halvår, bl.a. grundet usikkerhed om effekten af Trumps toldagenda og risiko for højere inflation på kort sigt. Prognosen afspejler dermed, at vi nærmer os en rentebund. På trods af at retningen for inflationen er blevet mere usikker, vurderer vi, at risikoen for vores prognose peger i retning af muligheden for yderligere rentenedsættelser. Især hvis handelsuroen eskaleres. Visse steder ser vi da også, at rentenedsættelser først afsluttes i 2026, herunder hos Bank of England.

Figur 1  
BNP vokser fortsat de næste to år



Vores prognose peger på, at divergensen i BNP-udviklingen mellem USA og euroområdet de seneste år bliver mindre udtalt over de kommende par år. Dansk økonomi fortsætter i pænt højt gear fortsat især trukket af medicinalektoren.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**”Vores forsigtigt, positive hovedscenarie forudsætter, at Trumps toldagenda ikke fører til en hård handelskrig (...) Udsigterne er blevet mere usikre alene med Trumps uforudsigelighed, og det kan i sig selv virke let vækstdæmpende på kort sigt.”**



Rasmus Gudum-Sessingø, chefanalytiker, Macroeconomic Research

## TEMA: Toldmure er negativt for alle – men omfanget er usikkert

Præsident Trump 2.0 er en realitet, og især hans meldinger om nye toldmure har økonomernes og finansmarkedernes opmærksomhed. Vores hovedscenarie er, at told-spillet får en negativ effekt på verdensøkonomien, om end kun i et mindre omfang, da de mange toldtrusler langt henad vejen formentlig skal opfattes som forhandlingsudspil. Man kan dog på ingen måde afskrive et risikoscenarie, hvor situationen eskalerer til en egentlig handelskrig med en mere markant negativ effekt på verdensøkonomien.

Trump har løbende annonceret toldtiltag (se oversigt), men ikke alle er trådt i kraft, og vi er stadig et stykke fra valgløfterne. Trumps officielle sigte med tolden er at gøre op med landets store handelsunderskud (se figur), og beskatte udlandet og give indtægter til USA, som kan bruges på skattelettelser. Told er dog i høj grad en skat på den amerikanske forbruger. Meget tyder desuden på, at der bliver tale om individuelle forhandlingsudspil over for primært de store handelspartnere.

### Ingen ønsker handelskrig og recession ...

Vores hovedscenarie er, at Trump løbende vil gennemføre en række toldforhøjelser, og at modparterne fx EU og Kina vil svare igen, hvilket er negativt for vækstudsigterne. Økonomisk er det svært at se visdommen i Trumps toldagenda, som stiller alle ringere inklusiv USA, og som heller ikke for USA er en god løsning på landets handelsunder-

skud. Vi venter således, at tiltagene i sidste ende vil være begrænsede, så økonomier og finansmarkeder ikke tynnes i større omfang, og så et muligt inflationspres viser sig forbigående. Alligevel kan usikkerheden afskrække virksomhedernes lyst til at investere på kort sigt.

De fleste af Trumps udspil vil sandsynligvis være til forhandling, og usikkerheden om omfanget bør aftage i løbet af året, selvom Trump nok vil holde alle muligheder åbne. Finansmarkederne har reageret blandet på told-uroen siden Trumps indsættelse den 20. januar. Det indikerer en vis skepsis over for omfanget af Trumps toldtiltag, men vi ser også en sårbarhed, hvis/når tolden faktisk implementeres.

### ... men det er en risiko

Et worst-case scenarie er en eskalerende handelskrig med høje, bredt dækkende og permanente toldsatser, hvor EU og Kina m.fl. svarer hårdt igen, og nye gengældelser derefter ruller. I dette scenarie kan vi se stagflationslignende effekter med højere inflation i en periode og en kraftig nedgang i vækstraterne, som medfører recessionstilstand flere steder, inden året er omme. Vi taler dog ikke om en effekt i størrelsesordenen med finanskrisen. Kina og til dels EU kan især være i skudlinjen, men USA må også ventes at blive hårdt ramt af gengældelsesaktioner fra hele verden. Vi må her forvente en tydelig negativ reaktion på finansmarkederne med forbigående stignende renter, der bidrager til en korrektion på aktiemarkedet. Det vil forværre det negative økonomiske aftryk.

### Oversigt

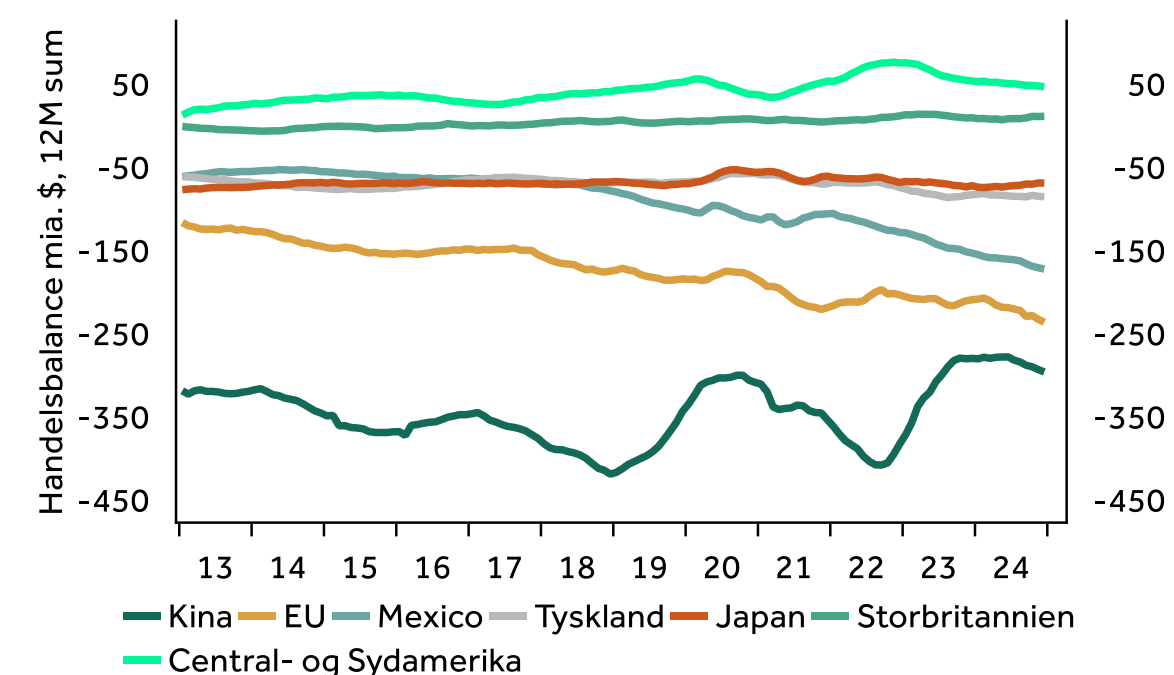
#### Strøm af udmeldinger om importtold, men få indført endnu

Dato for annoncering	Toldsats	Varer/lande	Effekt
1.-3. februar	25%	Canada og Mexico	Er trådt i kraft den 4. marts
1.-3. februar	10%	Kina	Er trådt i kraft den 4. februar
9. februar	25%	Alt stål og aluminium	Får effekt fra den 12. marts
10. februar (Kinas modsvar)	10 og 15%	Olie, kul LNG, landbrugsudstyr og bilkomponenter fra USA	Er trådt i kraft fra den 10. februar
13. februar	Gengældelsestold – varierer fra land til land	Varer. Alle lande EU, Indien og Brasilien	Kan indføres fra den 1. april, men Trump er åben for forhandlinger
14. -18. -26. februar	ca. 25%	Biler, mikrochips & farmaceutiske produkter nævnt	Kan indføres omkring den 2. april
27. februar	Yderligere 10%	Kina	Er trådt i kraft den 4. marts
3. marts (Canadas modsvar)	25%	På varer fra USA for ca. 155 mia. CAD	Over de næste tre uger
4. marts (Kinas modsvar)	Op til 15%	På en række landbrugsvarer fra USA	10. marts

Kilde: Jyske Bank

### Figur 2 Varehandelsbalance vs. USA

USA har generelt et stort handelsunderskud over for omverdenen, og de lande og regioner, som bidrager mest til underskuddet, må forventes at stå forrest i køen til at blive pålagt told.



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

## USA → Tag Trump seriøst men ikke bogstaveligt

Trumps første tid har været endnu vildere, end nogen havde forudset. Det har forstærket usikkerheden om økonomien, inflationen og Fed. Vi venter generelt, at Trump gennemfører flere af sine valgløfter, men ikke i det omfang, som han lovede under valgkampen. Vi venter således, at han hæver tolden på varer fra Kina, men ikke til de lovede 60%.

Økonomien og arbejdsmarkedet har overrasket positivt indtil nu. Det gør os lidt mere positive på vækstbilledet. Samtidig er virksomhederne blevet mere optimistiske med udsigt til en erhvervsvenlig regering under Trump. Det kan løfte jobvæksten og investeringerne i starten af året. Vi tror dog ikke, at optimismen bider sig fast. Indtil videre har Trump nemlig haft fokus på toldforhøjelser og strammere immigrationspolitik, og det kan ramme mange virksomheder. Vi er også bekymrede for, at væksten og arbejdsmarkedet er drevet af enkeltfaktorer, som ikke vil blive ved med at trække læsset. I 4. kvartal var væksten således drevet af privatforbruget, og jobvæksten har længe været alt for afhængig af sundhedssektoren og det offentlige. Derfor har vi et vækstsøn, der er lidt under konsensus i år. Vi venter en vækst på 2% i år over for konsensus 2,2%. I 2026 vurderer vi, at væksten aftager yderligere til 1,7%.

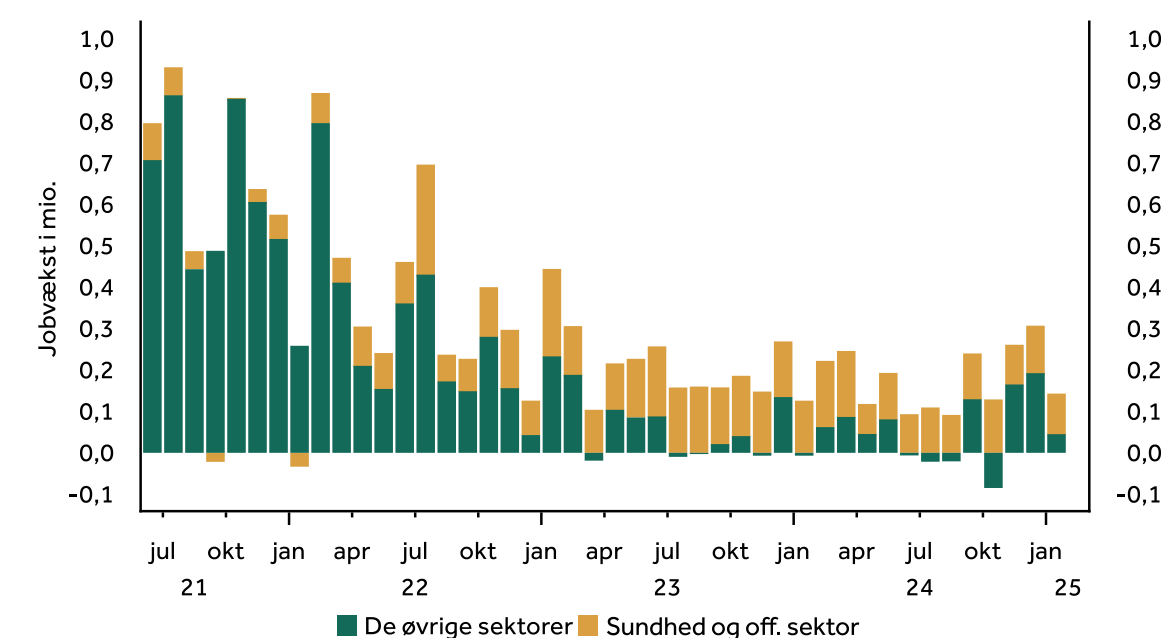
## Inflationen bliver løftet af toldforhøjelser

Inflationen har vist et blandet billede. Forbrugerpriserne er steget hurtigere, end Fed bryder sig om, mens Feds foretrukne inflationsindikator er steget nogenlunde som ønsket. Toldforhøjelserne vil løfte priserne på de ramte varer, men vi forventer ikke, at det for alvor vil sprede sig til priserne på andre varer og serviceydelser. Vi venter således et forbigående løft til inflationen. Samtidig er der flere faktorer, som vil holde inflationen nede i år – bl.a. høj produktivitetsvækst, aftagende huslejestigninger og en stærk dollar. På lidt længere sigt frygter vi, at den stramme immigrationspolitik kan give problemer, da virksomhederne får sværere ved at skaffe arbejdskraft. Det kan føre til højere lønstigninger.

## Fed er på hold, men rentenedsættelser sidst på året

Fed holder i øjeblikket renten i ro efter at have sænket den med et procentpoint til 4,25 – 4,50%. Usikkerheden om hvorvidt toldforhøjelserne forplanter sig til inflationen gør, at vi venter en uændret rente til og med sommeren. Derefter venter vi to rentenedsættelser i september og december. I starten af 2026 vil skattelettelser og manglen på arbejdskraft betyde, at Fed holder igen med rentenedsættelser. Vi vurderer dog, at risikoen for renteændringer er på nedsiden, da realrenten er ganske høj.

Figur 3  
Jobvæksten er alt for afhængig af enkelte sektorer



Jobvæksten i USA er meget afhængig af sundhed og det offentlige. Mellem marts 2023 og oktober 2024 drev de to sektorer 85% af jobvæksten, og det er næppe holdbart

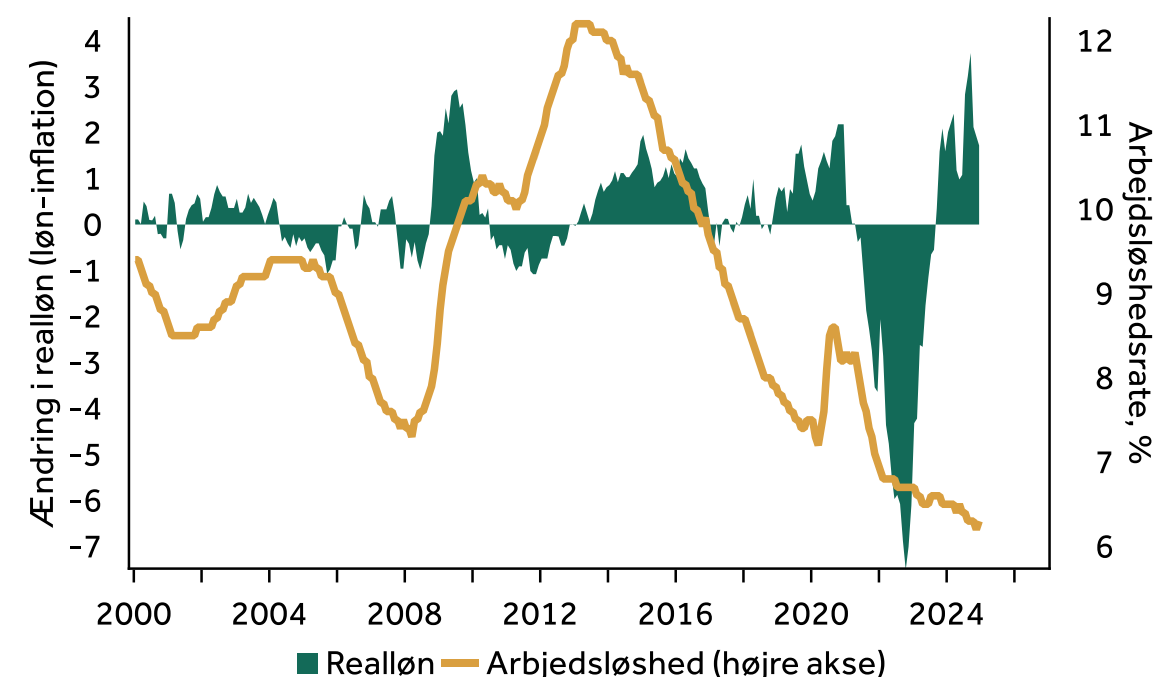
Macrobond og Jyske Bank

”

**På lidt længere sigt frygter vi, at den stramme immigrationspolitik kan give problemer, da virksomhederne får sværere ved at skaffe arbejdskraft. Det kan føre til højere lønstigninger.**

– Kim Fæster, chefanalytiker

Figur 4

**Gode forhold for de europæiske forbrugere**

Vi forventer et løft i BNP-væksten fra det private forbrug i kølvandet på reallønsfremgang, robuste arbejdsmarkeder og lavere renter.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**”Det er undergravende for både vækst og velstand at lægge begrænsninger på verdenshandlen, og selv hvis Trump ikke gør alvor af sine massive toldtrusler, tynger det investeringslysten, at de velkendte globale samarbejdsrelationer nu tilsyneladende er i opbrud.”**



Tina Winther Frandsen, chefanalytiker, Macroeconomic Research

## Euroområdet → Forsigtig bedring selvom usikkerhed tynger

Trods den store usikkerhed har vi et forsigtigt positivt syn på euroområdets økonomi. Vores prognose med gradvis bedring i det nuværende, sløje vækstbillede forudsætter dog, at vi ikke får en massiv handelskrig med vedvarende høje toldsatser.

Efter en mindre opblomstring skuffede væksten i euroområdet i slutningen af 2024, og de seneste signaler har også været meget afdæmpede. Da den store usikkerhed fra Trumps toldtrusler og den anspændte geopolitiske situation samtidig tynger, er det vores forventning, at det afdæmpede væksttempo vil fortsætte lidt endnu. Vi har lavet en lille nedjustering af prognosen og forventer, at BNP-væksten lander på 0,8% i år og 1,2% i 2026. Efter en sløj start på 2025 vil væksten gradvist geare lidt op, uden at det dog kan karakteriseres som et egentlig opsving.

## Forbrugsmotor vil geare lidt op, men investeringslysten er lav

Selv om væksten gik ned i gear i slutningen af 2024, var der faktisk lidt bedring at spore i det vigtige privatforbrug. Vi venter da også, at forbruget vil trække op i væksten pga. fortsat reallønsfremgang, robuste arbejdsmarkeder og lavere renter. Men da forbrugerne stadig er tilbageholden-

de og sparer mere op end normalt, venter vi kun gradvis fremgang i forbruget. En positiv overraskelse kan dog lure, hvis forbrugerne skruer klart ned for opsparingslysten.

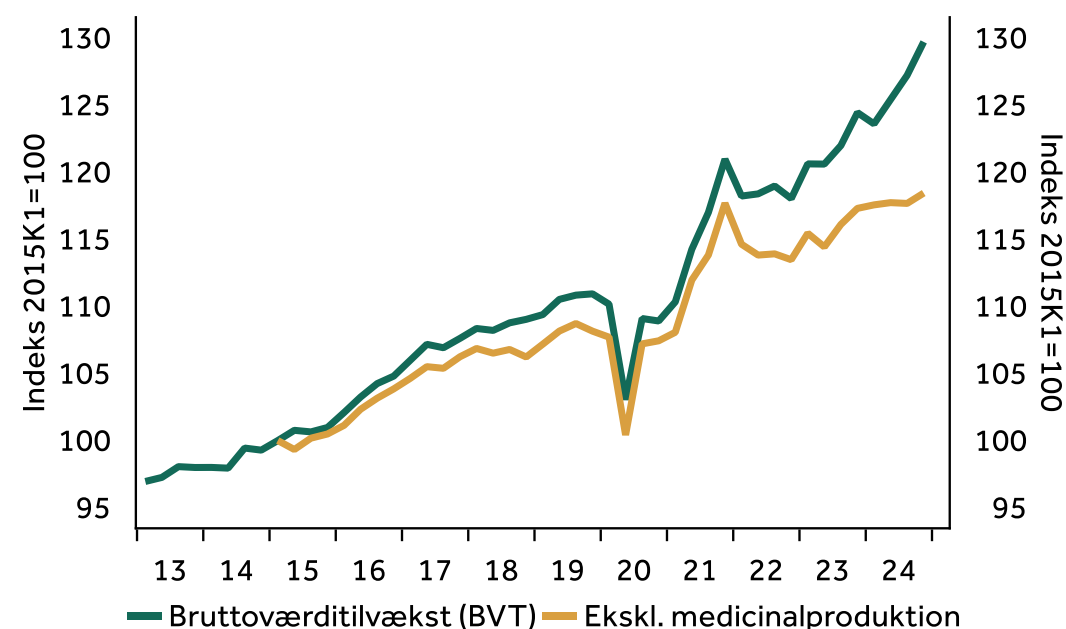
Virksomhedernes investeringer ligger underdrejet pga. lav kapacitetsudnyttelse og høj usikkerhed. Det er undergravende for både vækst og velstand at lægge begrænsninger på verdenshandlen, og selv hvis Trump ikke gør alvor af sine massive toldtrusler, tynger det investeringslysten, at de velkendte globale samarbejdsrelationer nu tilsyneladende er i opbrud.

## Let medvind fra den økonomiske politik

De globale samarbejdsrelationer er også udfordret i sikkerhedspolitikken, hvor Trumps nye tilgang lægger et stort pres på Europa for oprustning. Vi tror dog ikke, at finanspolitikken fremover bliver en kraftig løftestang for væksten. En stor del af det militære isenkram vil nemlig blive indkøbt i udlandet, ligesom råderummet i særligt Sydeuropa er meget begrænset, så forsvarsinvesteringer vil formentlig også kræve besparelser andre steder.

ECB har nedsat renten i takt med bedringen i inflationsbilledet, og vi venter yderligere rentenedsættelser her i 1. halvår, hvor ECB's indskudsrente bunder i 2%. Også omkring pengepolitikken er usikkerheden imidlertid stor, og vi vil ikke udelukke, at ECB sætter renten yderligere ned.

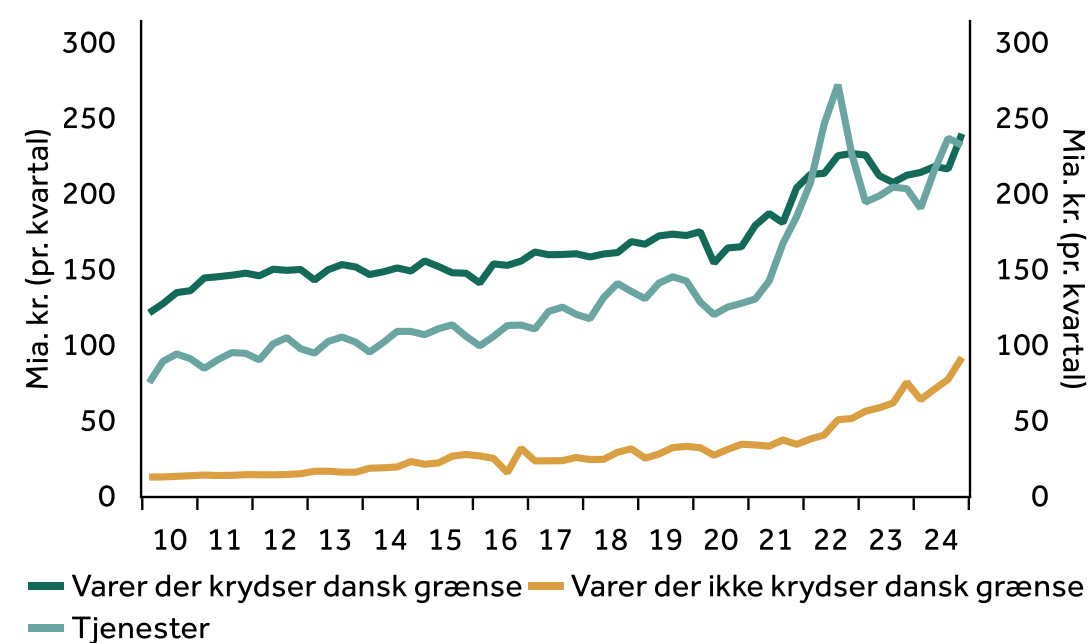
Figur 5

**Stærk medicinalektor, men også vækst i andre brancher**

Medicinalproduktion er fortsat en stærk vækstmotor for dansk økonomi. Der ses dog også fremgang uden for medicinalektoren.

Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik og Jyske Bank

Figur 6

**Dansk eksport i flot fremgang**

Dansk eksport steg markant i 2024. Især den del af eksporten, der bliver produceret i udlandet (bl.a. medicinalvarer), steg meget.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**Danmark →****Stærk eksport i en tid med toldtrusler**

På bundlinjen kom dansk økonomi stærkt igennem 2024 med vækst i BNP på 3,6%. Igen var medicinalektoren en stor vækstmotor bl.a. drevet af produktion i udlandet. Men fraregnet medicinalproduktion var BNP-væksten trods alt 1,8%, så den underliggende økonomi ser også fornuftig ud, se figur 5. Beskæftigelsen steg med 27.000 personer, og boligpriserne fortsatte op i et jævnt tempo.

De danske eksporttal ser overordentlig stærke ud (se figur 6), og betalingsbalancen viste et rekordoverskud i 2024 på over 400 mia. kr. Det er trods en svag økonomisk udvikling i Tyskland. En væsentlig forklaring er igen den store succes hos Novo Nordisk, men generelt er danske virksomheder nogenlunde optimistiske. Især i eksportvirksomhederne er man dog uden tvivl bevidste om den risiko, der ligger i USA's trusler mod landets handelspartnere om told på varer til USA.

En vedvarende og udbredt handelskrig er negativ for alle parter, og netop derfor er vores hovedscenarie, at vi undgår dette. I prognosen har vi en stærk eksport især trukket af medicinalvarer og et bidrag fra genåbningen af Tyra-gasfeltet. Samtidig ser vi en stærkere indenlandsk efterspørgsel via lidt lavere opsparelyst hos forbrugere. Øgede forsvarsinvesteringer vil i høj grad ske gennem import og dermed uden stor aktivitetseffekt. I dette scenarie stiger beskæftigelsen moderat, og BNP-væksten er 3,5% og 1,8% i hhv. 2025 og 2026.

**EU er Danmarks største eksportmarked**

Toldagendaen fra USA er et stort usikkerhedsmoment. Vi ser forhøjede toldsats brugt midlertidigt og som forhandlingsredskab som det mest sandsynlige. Vi vurderer, at en væsentlig negativ påvirkning på Danmark kræver en hård handelskrig med gensidigt høje toldsats på mindst 10-20% på rigtig mange varer mellem EU og USA.

Det er værd at bemærke, at EU er Danmarks største eksportmarked og modtager 42% af eksporten, mens USA aftager 18%, hvoraf kun 3%-point er varer, der krydser den danske grænse og er i direkte farezone for told. En stor del af eksporten til USA produceres i USA. En styrket dollarkurs modvirker i øvrigt den negative effekt af told.

**Reallønnen stiger mindre, til gengæld er renten lavere**

Danskernes forbrugslyst har været behersket til trods for den store reallønsstigning i 2024. Forårets overenskomstforhandlinger peger nu mod lavere reallønstigninger, men til gengæld vil låntagere med korte rentetilpasningslån få lavere renter i 2025, hvor vi forventer nye rentenedsættelser fra Nationalbanken. Hvis forbrugernes forsigtighed lægger sig lidt, vil det bidrage til fremgangen i dansk økonomi.



## Kina → Kinas vækst afhænger af Trump, boligmarkedet og stimulanser

Kinesisk økonomi er fortsat inde i en svær fase. Væksten er stadig presset af et svagt boligmarked og pessimistiske forbrugere, men bliver understøttet af eksporten, industrien og nogle stimulanser. Den store stimulansrunde i september har ikke afgørende formået at rive kinesisk økonomi ud af den svagt nedadgående spiral, men den har dog hjulpet. Det betyder også, at vi har hævet vækstforventningen i år til 4,4% fra 4,2%. Væksten i 2026 ventes at aftage til 4,2%.

Stimulanserne løftede væksten i 4. kvartal, men det fortsætter næppe. De seneste vækstsignaler har da også malet et skuffende billede. PMI'erne faldt tilbage i januar, mens industriproduktionen og detailsalget viste bedring i december. Detailsalget er fortsat noget svagt. Bankerne er tilbageholdne med at låne ud, og de private virksomheder reducerer investeringer.

Regeringen har hidtil mest stimuleret produktionen frem for efterspørgslen, og overskudsproduktionen bliver eksporteret. Nettoeksporten har da også bidraget til væksten i 2024. Det gør økonomien mere følsom over for en handelskrig med USA. Vi venter, at hvis Trump skruer op for tolden på varer fra Kina, vil regeringen gengælde tolden og øge stimulanserne. Vi tvivler dog på, at regeringen har råderum og lyst til virkelig at stimulere økonomien markant. Kina har formået at sprede eksporten ud på flere lande og dermed gøre sig lidt mindre afhængig af eksporten til USA.

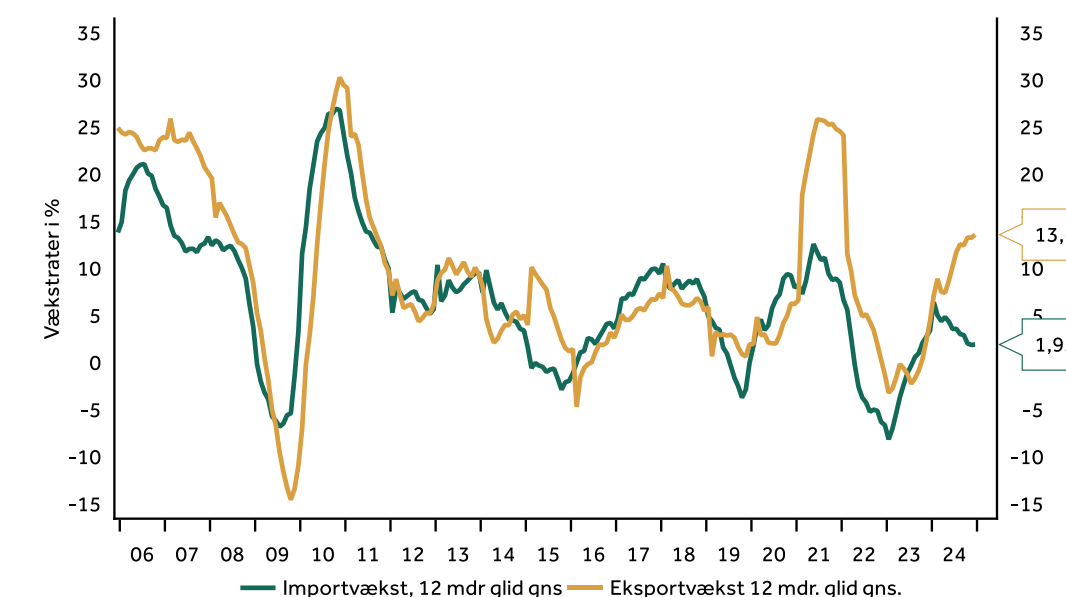
## Storbritannien → Vækstudfordringer forude, tolduro eller ej

Britisk økonomi har fastholdt stagnationssporet i slutningen af 2024, og umiddelbart er der udfordringer i udsigt for 2025. Det skyldes uro om globale handelshindringer, statsbudget og fortsat høj inflation samt renter. Vi sænker vores vækstestimat for 2025 til 0,8% og ser en stigning til 1,4% i 2026.

Økonomien ventes blot tynget i mindre grad af Trumps straffetold, da USA aktuelt har et varehandelsoverskud over for Storbritannien. Der vil dog stadig være negative effekter gennem forhøjet usikkerhed på den korte bane. En større udfordring kommer nok fra statens oktoberbudget, hvor vi har set tegn på negativ modtagelse fra de britiske virksomheder (se figur) på den forhøjede arbejdsgiverskat (NIC). Det kan have negativ effekt på arbejdsmarkedet, som i forvejen svækkes i et gradvist tempo. Finansminister Reeves kan desuden få problemer med det økonomiske råderum i takt med, at økonomien svækkes, og renterne ikke helt er faldet i det håbede omfang. Reeves kan risikere at skulle stramme budgettet mere for at tækkes rentemarkederne, og især det akutte pres for øgede forsvarsudgifter tynger.

Inflationen ser ud til at stige i 1. halvår, og vi skal nok et til to år ud i fremtiden, før den for alvor er under kontrol, hjulpet af et fortsat gradvist svagere arbejdsmarked. Vækstvagheder ser ud til i stigende grad at ligge Bank of England på sinde. Vi venter derfor, at banken fortsætter med gradvise rentenedsættelser i 2025 og ser fire rentenedsættelser over det kommende år til en bund på 3,50%.

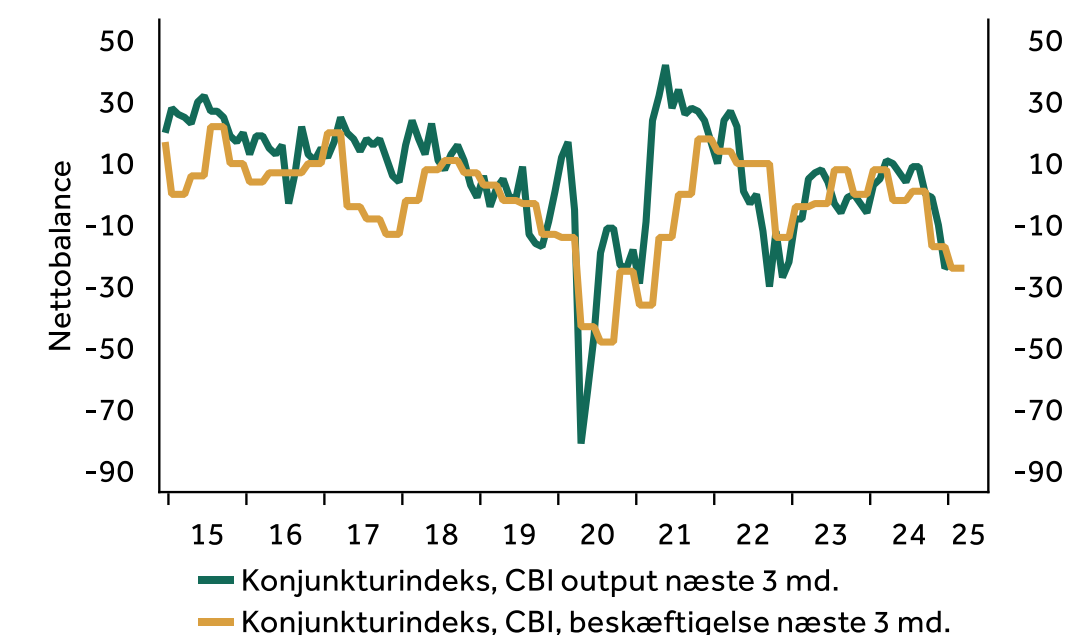
Figur 7 (Kina)  
Eksporten driver væksten i Kina



Den kinesiske eksport målt i mængder er siden 2021 steget kraftigere end importen og har dermed bidraget til væksten. Importen har længe vokset overraskende svagt i lyset af kinesisk vækst.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

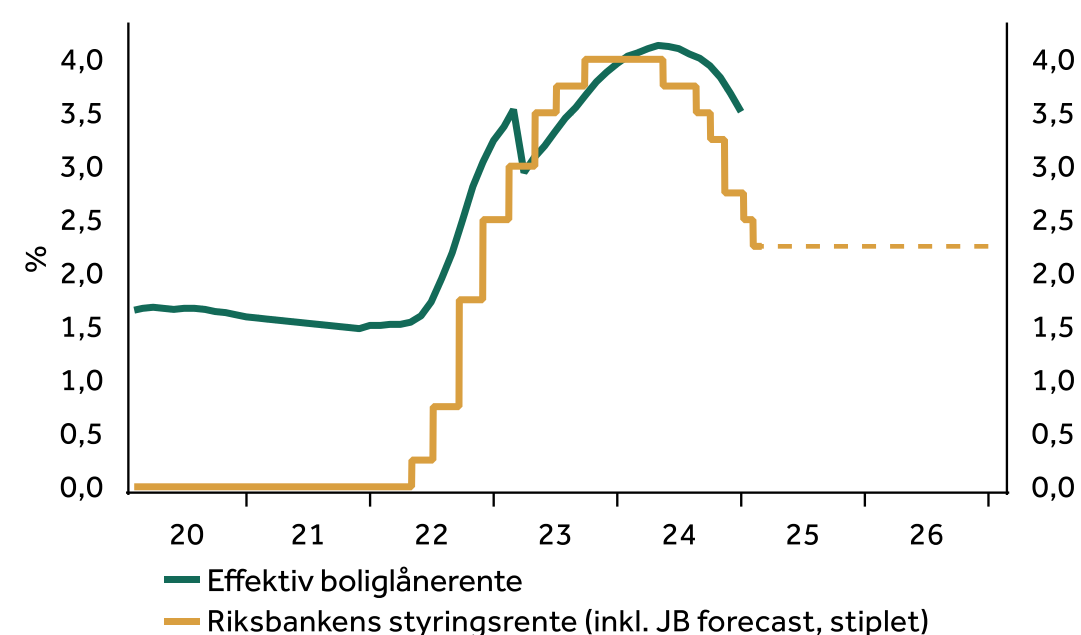
Figur 8 (Storbritannien)  
Svag start på 2025



Britiske virksomheder har nedgraderet synet på vækst og beskæftigelse markant allerede i slutningen af 2024. Det vurderes især relateret til oktober-budgettets skattestramning og i mindre grad påvirket af øget toldfrygt.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

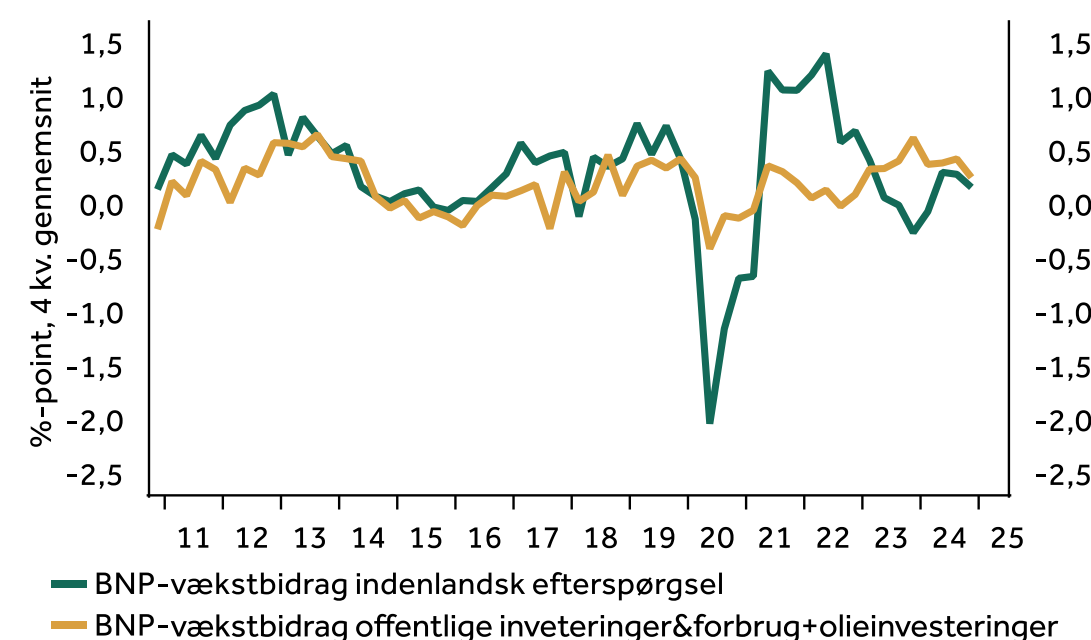
Figur 9 (Sverige)

**Lidt mere rentestøtte til boligmarkedet**

Riksbanken har nået en rentebund i denne omgang, og vi har endnu noget af effekten af rentefaldet til gode i boliglånerenterne, idet lidt over halvdelen af effekten vurderes at være slået igennem.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 10 (Norge)

**Indenlandsk efterspørgsel halter efter**

De seneste par år har indenlandsk privat efterspørgsel udviklet sig mere afdæmpet, og vi har set en tendens til, at offentlige investeringer og forbrug samt olieinvesteringer har drevet den økonomiske vækst.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

## Sverige → Vækstfremgang kan blive udfordret af Trump-told

Svensk økonomi har set en bedring på vej ind i 2025 og har udsigt til at kunne lægge tre år med svag vækst bag sig hjulpet af omfattende rentenedsættelser fra Riksbanken. Vi har opjusteret vores vækstskøn for 2025 til 1,8%, selvom tolduroen medvirker til at dæmpe estimatet, idet Sverige er en lille åben økonomi, og vareeksport til USA er meget vigtig. I 2026 venter vi en BNP-vækst på 1,9%.

Vi vurderer stadig, at økonomien i år vil nyde godt af den positive udvikling i realløn og lavere renter, som stimulerer den indenlandske efterspørgsel. Aktiviteten på boligmarkedet er tiltagende, og modvinden på arbejdsmarkedet venter vi vil lægge sig. Effekten på væksten vil dog mindskes i løbet af året, og der er stadig udfordringer fra svag industriaktivitet i Europa, herunder især i bilindustrien.

Sverige ventes ramt af USA's importtold i mindst samme grad som EU-gennemsnittet, og Sveriges tre største eksportvaregrupper til USA (transport, maskiner & udstyr og medicinal) kan især være i Trumps fokus. Selvom effekten er svær at vurdere pt., vil alene usikkerheden dæmpe især investeringsaktiviteten en smule på kort sigt.

Riksbankens relativt hurtige rentenedsættelser styrker økonomien. Men vi venter ikke meget yderligere støtte fra denne kant. Riksbanken har flaget, at en mulig rentebund er nået, men at vi endnu ikke har set den fulde effekt af de lavere renter (se figur). Vi venter ikke yderligere rentenedsættelser, hvilket understøttes af de seneste uventet høje målinger for vækst og inflation.

## Norge → Tolduro ikke den største bekymring

2024 sluttede svagt for norsk økonomi med det største vækstfald i over fire år i 4. kvartal. Det venter vi ikke fortsætter ind i 2025, og sammen med høj inflation og overraskende høje renter får det os til at reducere vores vækstskøn for 2025 til 1,0%. Væksten i 2026 sættes til 1,8%.

Den indenlandske efterspørgsel er stadig svag trods støtten fra tidligere reallønsfremgang, som stadig bør virke stimulerende et stykke ind i 2025. Væksten i 2024 har især været drevet af offentlige investeringer og forbrug i bl.a. forsvar samt investeringer i olieindustrien. Det er problematisk ift. udsigterne til at øge produktivitet og kapacitet i den private sektor. Men arbejdsmarkedet fremstår fortsat robust, og boligpriserne når fortsat nye rekorder, mens boliginvesteringer stadig er underdrejede.

Norge er som udgangspunkt ikke direkte i skudlinjen ift. USA's toldmure. Norske tal viser et handelsunderskud over for USA de seneste ti år. Norges eksport har desuden et stort indhold af varer, som USA nok ikke ønsker at fordyre. Der kan dog være negative effekter af lavere global vækst og øget inflationspres.

Norges Bank er stadig ikke kommet i gang med rentenedsættelser grundet høj inflation og den højeste lønvækst i 16 år i 2024 på 5,7%. Vi forventer en rentenedsættelse i denne måned, men vi vurderer, at Norges Bank går forsigtigt til værks med fire gradvise nedsættelser over det kommende år til en bund på 3,5% i januar 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	2,0 (1,2)	1,7 (1,8)
Euroområdet	6,3	3,6	0,5	0,7	0,8 (1,0)	1,2 (1,4)
Danmark	7,4	1,5	2,5	3,6	3,5 (1,6)	1,8 (1,8)
Storbritannien	8,6	4,8	0,4	0,9	0,8 (1,2)	1,4 (1,4)
Sverige	5,9	1,5	-0,1	1,0	1,8 (1,5)	1,9 (1,9)
Norge	4,5	4,3	0,7	0,6	1,0 (1,3)	1,8 (1,8)
Kina	8,4	3,0	5,2	5,0	4,4 (4,1)	4,2 (4,2)

Skøn er for årsgennemsnit.

Skøn fra oktober-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	2,4 (2,2)	2,5 (2,0)
– kerneinflation	3,5	5,0	3,8	2,5	2,5 (2,2)	2,4 (2,0)
Euroområdet – samlet inflation	2,6	8,4	5,5	2,4	2,0 (1,9)	1,9 (1,9)
– kerneinflation	1,5	3,9	4,9	2,8	2,2 (2,2)	2,0 (2,0)
Danmark – samlet inflation	1,9	7,7	3,3	1,4	2,2 (2,4)	2,4 (2,5)
– kerneinflation	1,2	4,7	4,8	1,5	2,2 (2,4)	2,4 (2,5)

Skøn fra oktober-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	2,75	2,00	2,00
– reporente	2,90	2,15	2,15
Danmark – indlånsrente	2,60	1,60	1,60
– udlånsrente	3,75	1,75	1,75
Kina	1,40	1,00	1,50
Storbritannien	4,75	3,75	3,50
Sverige	2,25	2,25	2,25
Norge	4,50	3,75	3,50

Skøn er for ultimo måneden/året.

Kilde: Macrobond og Jyske Bank

## Dansk økonomi 2022-2026

I vores hovedscenarie for 2025-2026 ser vi en pæn vækst i BNP og moderat fremgang i den underliggende økonomi med en lille stigning i beskæftigelsen.

	Mia. kr. 2024	2022	2023	Realvækst i % 2024	2025	2026
Privatforbrug	1332	-2,1	1,4	0,9	1,5	1,8
Offentlige forbrugsudgifter	669	-2,5	0,2	1,8	3,4	1,8
Faste bruttoinvesteringer	640	-6,6	-6,6	-0,1	3,0	3,9
Lagerinvesteringer*	-32	0,6	-1,7	-1,4	0,0	0,0
Eksport	2063	7,2	10,4	7,6	7,0	4,3
Import	1719	4,4	3,7	1,7	6,0	5,9
Bruttonationalprodukt (BNP)	2952	1,5	2,5	3,6	3,5	1,8
Betalingsbalance						
– Mia. kr.		332	276	410	400	360
– Pct. af BNP		11,7	9,8	13,9	12,7	10,9
Offentlig saldo						
– Mia. kr.		98	93	105	40	35
– Pct. af BNP		3,4	3,3	3,6	1,3	1,1
Ledighed						
– Bruttoledige, gns. (tusinde)		76	83	87	88	80
– Pct. af arbejdsstyrken		2,3	2,5	2,6	2,6	2,4
Beskæftigelse, gns. (tusinde)		3160	3202	3229	3247	3258
Inflation (pct.)		7,7	3,3	1,4	2,2	2,4
Lønindeks (privat, pct.)		3,6	4,1	5,2	3,6	2,9
Huspriser (nom. priser, pct.)		1,9	-2,6	3,2	3,3	3,3
Nationalbankens udlånsrente, ultimo (pct.)		1,9	3,75	2,75	1,75	1,75
Nationalbankens foliorente ult. (pct.)		1,75	3,6	2,6	1,6	1,6

\* 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 enkeltsselskaber 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://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://jyskebank.dk/investorinformation).