

# Landingen trækker ud

Verdensøkonomien har været overraskende robust, og den ventede landing trækker ud. Den forsinkede effekt af renteforhøjelserne tynger dog stadig, og vi venter fortsat mild recession i USA og stagnation i euroområdet. Usikkerheden er stor ikke mindst omkring, hvorvidt Fed og ECB rammer den rigtige balance i stramningerne.

- Amerikansk økonomi holder stand – endnu
- Stagnation i euroområdet
- Efterspørgselskift tvedeler Kinas økonomi
- Ingen britisk recession – renteforhøjelser fortsætter
- Svensk recession lurer fortsat forude
- Højere norsk vækst følger på vej af højere renter

## Opbremsning venter efter overraskende robust start på året

Stærke arbejdsmarkeder og betydeligt lavere energipriser har givet verdensøkonomien en overraskende robust start på året. Vækstudsigterne er imidlertid fortsat presset af det kraftige reallønsfald og den forsinkede effekt fra de kraftige pengepolitiske stramninger.

Vi har kun lavet mindre ændringer i prognosen og venter stadig mild recession i USA og stagnation i Europa, mens Kina oplever et ujævnt genåbningsopsving. I Skandinavien skiller Sverige sig negativt ud.

## Store skift i økonomien

Efter corona er efterspørgslen på vej væk fra varer og tilbage til serviceydelser. Selv om forsyningskædeproblemerne er løst, og energipriserne er faldet, er der derfor modvind til den globale industri, mens servicesektoren klarer sig betydeligt bedre. Her spiller forbrugernes appetit på oplevelser – understøttet af de seneste års store opsparringsoverskud – en vigtig rolle. Også for arbejdsmarkedet, da servicesektoren er både større og mere arbejdskrafttung end industrien. Konsekvensen af det stærke arbejdsmarked med mangel på arbejdskraft og rekordlav ledighed er høj eller tiltagende lønvækst. Det øger risikoen for, at inflationen bider sig fast på et for højt niveau – især i servicesektoren. Foreløbigt ændrer det dog ikke på, at den samlede inflation vil fortsætte sit bratte fald i de kommende måneder trukket af især energi i Europa og huslejer i USA.

## En svær balanceakt

Det er meget usikkert, om centralbankerne kan ramme den rette balance. De har strammet renteskruen kraftigt for at inddæmme inflationen, men det er en svær øvelse, da renteforhøjelser først får fuld effekt efter 1-2 år. Risikoen er størst for, at man strammer for hårdt, men hvis ikke arbejdsmarkedet giver sig, som vi indregner i prognosen, kan de ventede rentenedsættelser i 2024 trække ud. Indtil videre ses effekten især i fx detailsalg og bankernes kreditvilkår. Boligmarkerne er også bremsede op mange steder, selv om de seneste måneder faktisk har vist spæde forårstegn – en udvikling, vi dog ikke tror, fortsætter. Derimod har der endnu ikke været den store effekt på kerneinflationen, som især tager pejling fra det stærke arbejdsmarked.

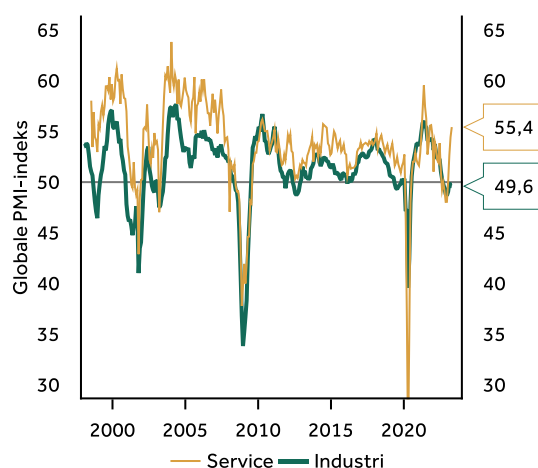
**Tabel 1: JB's skøn for BNP-væksten, %**

	2022	2023	2024
USA	2,1	0,0 (1,1)	0,6 (0,8)
Euro	3,5	0,4 (0,7)	0,7 (1,0)
Kina	3,0	5,6 (5,6)	5,1 (5,0)
UK	4,3	0,1 (0,2)	0,8 (0,9)
Sverige	2,7	-0,4 (-0,7)	0,6 (1,0)
Norge	3,3	1,2 (1,2)	0,9 (1,0)

Kilde: Jyske Bank

Anm.: Konsensus skøn fra Bloomberg i parentes

**Figur 1: Den globale industri er presset, mens servicesektoren oplever klar fremgang**



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

### Strategy and Macro Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

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)

## USA: Økonomien holder stand – endnu

De amerikanske forbrugere holder overraskende stand mod presset fra inflationen og renterne, men vi venter, at de kaster håndklædet i ringen i løbet af de kommende kvartaler. Vi venter også, at inflationen aftager, men ikke så meget som markedet. Det tvinger Fed til at hæve renten endnu engang og derefter fastholde den resten af året. Vi venter således ikke de rentenedsættelser, som rentemarkedet indpriser.

Amerikansk økonomi har hidtil klaret sig bedre, end vi havde forventet, og det får os til at hæve væksts-kønnet for i år til 0 % fra -0,4 %. Vi tvivler dog på, at opsvinget fortsætter ret meget længere. Forbrugerne er under pres fra faldende realløn og stigende renter. Bankerne er mindre villige til at låne ud efter bankuroen, og det svækker særligt investeringerne. Derfor har vi sænket væksts-kønnet for 2024 til 0,6 % fra 0,8 %. Vi venter fortsat en recession i USA, men den kan komme lidt senere end hidtil forventet.

### Inflationen aftager

Forbrugerprisinflationen er aftaget ganske solidt det seneste år, men foreløbig har det primært været energi- og fødevarerpriser, der har trukket ned. Den effekt ventes at fortsætte 1. halvår ud. Den underliggende inflation er aftaget betydeligt mindre, og stigningstakten m/m har været stabilt de seneste fem måneder. Det er over dobbelt så højt som Feds inflationsmålsætning, og det øger presset på Fed. Vi venter, at den underliggende inflation kommer til at aftage noget kraftigere i 2. halvår, når effekten af faldende huslejer slår igennem. Men det vil dog ske langsommere, end de finansielle markeder forventer.

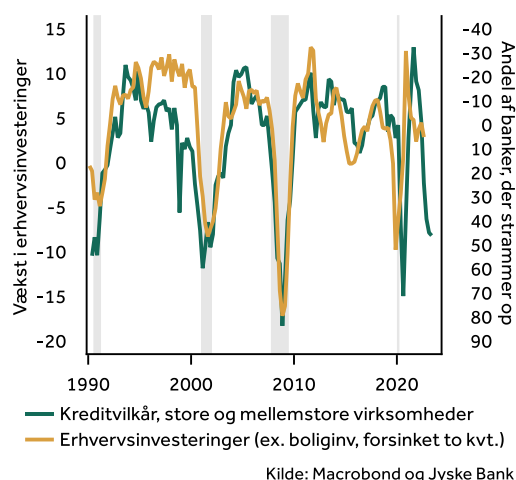
Fed ventes at hæve renten for 11. gang i træk i juni og dermed afslutte, hvad der har været den mest aggressive renteforhøjelsescyklus i over 40 år. Derefter venter vi, at Fed holder en rentepause indtil starten af 2024, hvor recessionen begynder at bide. Det får Fed til at sænke renten, sådan som de har gjort i de seneste 10 recessioner. Samlet set venter vi, at Fed sænker renten med 2 %-point, dvs. 25 bp per rentemøde i løbet af 2024.

### Risici er mere balancerede men stadig størst på nedsiden

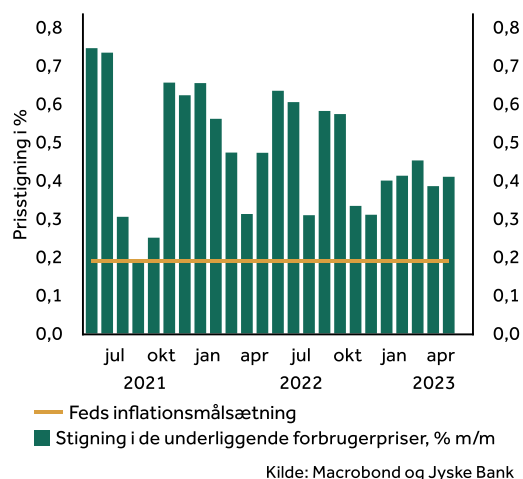
Den store risiko på helt kort sigt er gældsloftet. Aftalen om en forhøjelse er dog netop vedtaget i Repræsentanternes Hus, og vi venter, at den bliver vedtaget endeligt snart. Men der er helt klart behov for enten besparelser eller skatteforhøjelser for at reducere budgetunderskuddet, der er over 5 % af BNP.

Hvis vi ser lidt længere ud i fremtiden, er risiciene for USA's økonomi lidt mere balancerede, men stadig størst på nedsiden. Økonomien kan fortsætte opsvinget længere, end vi forventer, hvis forbrugere fortsat bruger løs af corona-opsparingen og supplerer op med banklån. Recessionen kan også blive dybere, end vi venter, hvis priserne på boliger og erhvervsjendomme falder kraftigt. Boligpriserne er særligt udsatte over for stigende arbejdsløshed, og erhvervsjendomme over for opstramninger i långivningen fra de mindre banker.

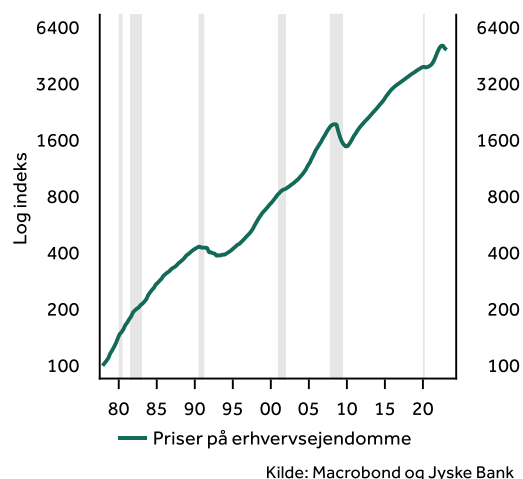
**Figur 2: Opstramningerne i kreditvilkår ventes især at ramme investeringerne i USA**



**Figur 3: De underliggende forbrugerpriser i USA har endnu ikke vist tegn på opbremsning**



**Figur 4: Priser på erhvervsjendomme kan falde under amerikanske recessioner**



## Stagnation i euroområdet

Økonomien har indtil videre vist sig overraskende modstandsdygtig med nulvækst i de to foregående kvartaler. Stagnation vil fortsat være det overordnede tema i 2023, men vi har dog løftet vækstprognosen til 0,4 %. For 2024 har vi sænket skønnet til 0,7 %. ECB er endnu ikke færdig med at stramme renteskruen, og nedsættelser kommer først i 2024.

Det kraftige fald i energipriserne siden efteråret har holdt hånden under økonomien, og samtidig har BNP også fået et solidt løft fra nettoeksporten. Privatforbruget er derimod faldet i 4. og 1. kvartal. Forbrugere er stadig pressede af det kraftige reallønsfald fra den høje inflation og udmærvelseskampen fra de historisk kraftige pengepolitiske stramninger, der endnu ikke har fået fuld effekt. Det vil også tynde privatforbrug og investeringer i den kommende tid. Samtidig kan euroområdet ikke forvente at få samme løft fra udenrigshandlen, da vi fortsat venter en mild amerikansk recession senere på året, ligesom der er tegn på, at det største genåbningsløft i Kina allerede er overstået.

## Stærkt arbejdsmarked dæmper den negative dynamik

En vigtig forklaring på at privatforbruget ikke er faldet endnu mere – og euroområdet dermed har formået at holde recessionen fra døren – er den store opsparingsbuffer og forbrugernes appetit på oplevelser oven på coronapandemien. Men også det stærke arbejdsmarked spiller en vigtig rolle, da det dæmper den negative dynamik fra købekraftsklemmen, de højere renter og kreditopstramningerne.

Ledigheden er rekordlav, og virksomhederne har længe manglet arbejdskraft. Virksomhederne er derfor mere tålmodige ift. afskedigelser af frygt for at komme bagerst i køen, når det næste opsving står for døren. Det ændrer dog ikke på, at den fortsatte stagnation med enkelte kvartaler med let negativ vækst vil tynde arbejdsmarkedet – effekten bliver bare ikke så markant, som den ellers kunne have været.

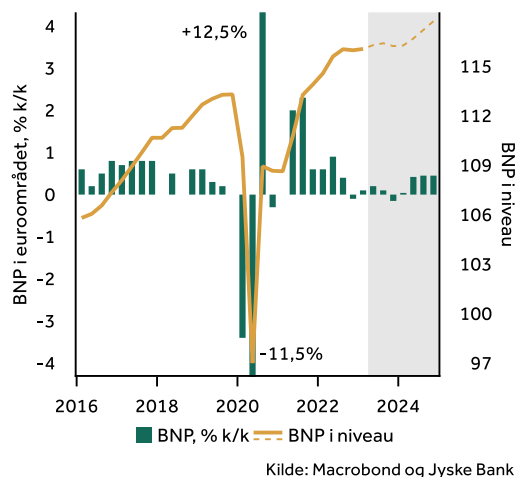
Netop arbejdsmarkedet udgør den største risiko på opsidet for vores prognose, mens den forsinkede effekt af de kraftige renteforhøjelser, vedvarende høj inflation og geopolitik fylder meget på nedsiden.

## ECB fortsætter renteforhøjelserne trods lavere inflation

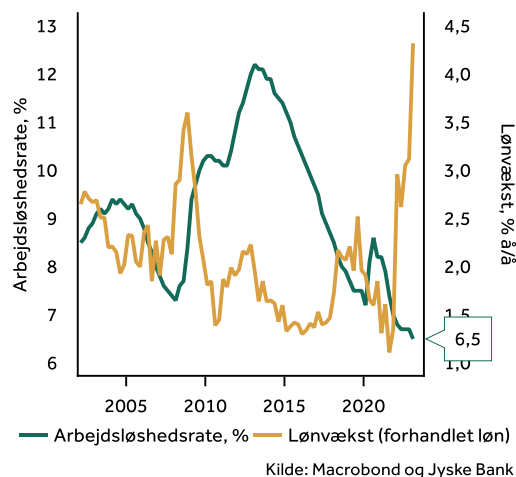
Inflationen er allerede faldet pænt, og vi forventer, at udviklingen fortsætter i de kommende måneder trukket især af energi. Kerneinflationen er med 5,6 % i april derimod stadig tæt på rekordhøj, og vi forventer kun en langsom bedring i det underliggende inflationsbillede trukket af varepriserne, da forsyningskædeproblemerne er løst, og lagrene er store. Til gengæld vil især servicepriserne forblive understøttet af et stærkt arbejdsmarked og tiltagende lønvækst.

Derfor vil ECB fortsætte med at stramme renteskruen. Vi venter, at renten bliver forhøjet med 25 bp i juni og juli, hvor den topper i 3,75 %. Prognosen har den første rentenedsættelse til marts, men risikoen er, at den kommer senere, da kerneinflationen er svær at få ned.

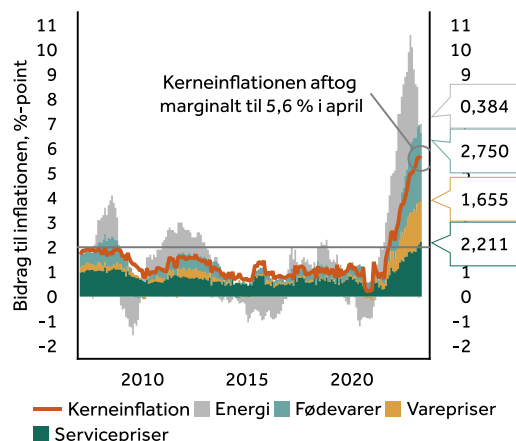
Figur 5: Aktiviteten i euroområdet stagnerer



Figur 6: Rekordlav ledighed og tiltagende lønvækst i euroområdet



Figur 7: Kerneinflationen i euroområdet er stadig tæt på rekordhøj



## Kina: Efterspørgselskift tvedeler økonomien

Væksten i 1. kv. var noget kraftigere end ventet, og dermed har den første del af genåbningen givet en stærkere effekt end ventet. Men i april er flere vækstsignaler bremsset kraftigt op, og en del har indikeret en direkte tilbagegang i den økonomiske aktivitet. Importen og industriproduktionen faldt ganske kraftigt, og detailsalget havde det også svært. Det er dog alle indikatorer for varerelaterede sektorer, mens servicesektoren ser betydelig bedre ud. PMI'erne for industrien viser en afmatning i industrien, mens PMI'erne for servicesektoren indikerer solid fremgang. Denne tvedeling af økonomien afspejler skiftet i efterspørgslen i forbindelse med genåbningen. Her er forbrugerne gået fra at efterspørge varer til at efterspørge serviceydelser, herunder især restaurantbesøg, rejser og underholdning. Industrien er også hæmmet af faldende global handel.

Vi venter fortsat, at økonomien bliver trukket af privatforbrug og servicesektoren, mens de gamle vækstmotorer, investeringer, industri og boligbyggeri, skal føre en mere tilbagetrukket tilværelse rent vækstmæssigt. Boligbyggeriet ventes dog at vise fremgang, men det er fra et meget lavt niveau. Vi venter ikke større stimulanser fra infrastrukturinvesteringer og rentenedsættelser, medmindre bidraget fra privatforbruget og servicesektoren ikke er tilstrækkeligt til at holde væksten oppe.

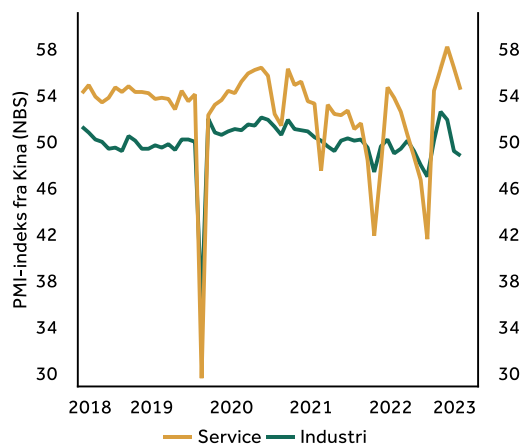
## UK: Recession undgås - renteforhøjelser fortsætter

Storbritannien ser ud til at undgå en teknisk recession, og vi opjusterer vækstkønnet for år til 0,1 %. Vi fastholder en gradvis bedring af væksten til 0,8 % i 2024. Det betyder, at centralbankens rente skal yderligere op.

Storbritannien har også taget positivt hul på året med højere vækst end tidligere antaget. Den afværgede energikrise har betydet, at økonomien har fortsat sin stagnationskurs i stedet for en ventet recession. Dertil kan lægges et relativt ekspansivt offentligt budget på kort sigt, som ifølge BoE alene kan bidrage med op til 0,5 %-point ekstra til årets BNP. Ydermere har arbejdsmarkedet vist sig uventet robust, og endelig har boligmarkedet stabiliseret sig og budt på en mindre prisstigning i april. Det værende sagt, så er der lidt modvind til væksten i 2. kvartal fra henholdsvis strejker og kroningen af Kong Charles 3. Vi venter således, at væksten har været let negativ i første halvår og ser derefter blot en let positiv BNP-vækst i 2. halvår. Bedringen i 2024 bliver hjulpet af, at inflationen aftager, og at renterne har toppet, men en forværring af situationen på arbejdsmarkedet bør dæmpe fremgangen.

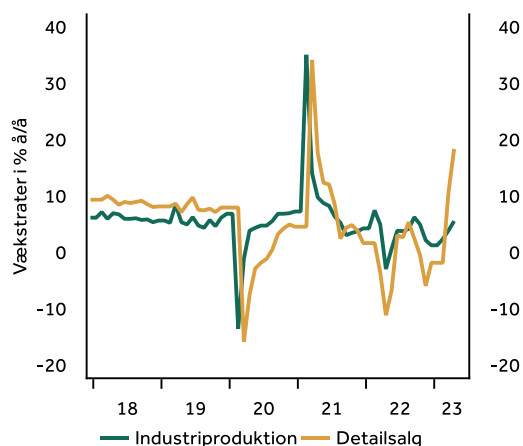
Inflationen har vist sig vedvarende høj, samtidig med, at lønpresset fremstår stort set uændret højt trods begyndende opblødningstegn på arbejdsmarkedet. BoE har opjusteret sin inflationsprognose (figur 10), og den peger nu på, at inflationen først falder til under 2 % i løbet af første del af 2025. Med de seneste høje april-inflationstal in mente, er risikoen fortsat, at det ventede inflationsfald sker langsommere end ventet. Derfor opjusterer vi vores renteprognose og venter to yderligere renteforhøjelser á 25 bp til 5 % på de næste rentemøder.

**Figur 8: Kinas servicesektor klarer sig bedre end industrien**



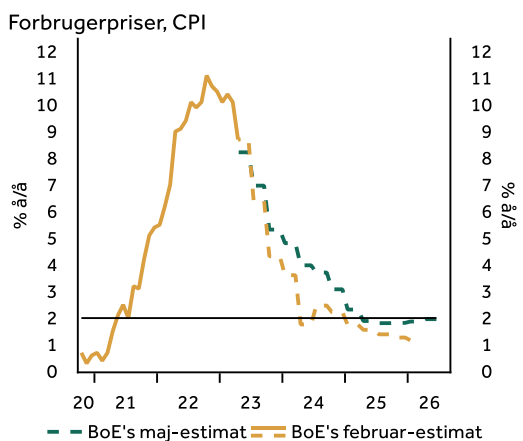
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**Figur 9: Detailsalget i Kina klarer sig bedre end industrien**



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**Figur 10: BoE med langsommere inflationslændering**



Kilde: Bank of England, Macrobond og Jyske Bank

## Sverige: Recessionen lurер fortsat forude

Svensk økonomi ser fortsat ud til vækstmæssigt at blive taberen i EU-sammenhæng i år, og vi forventer fortsat recession forude. Vi opjusterer dog vores skøn for BNP-væksten i år en smule til  $-0,4\%$ , mens væksten blot ventes at stige til  $0,6\%$  i 2024. Riksbanken ses tæt på rentetop.

Sverige undgik teknisk recession i begyndelsen af året, men vi forventer fortsat store udfordringer forude (figur 11). Konjunkturbarometre og boligpriser har stabiliseret sig, men modvinden er intakt. Detailsalget er kollapsede til det laveste niveau i knap fem år, mens husholdningernes låneaktivitet er den laveste i 26 år. Privatforbruget er trykket af høje renter og inflation, og vi venter yderligere modvind fra gennemslaget af højere korte renter samt en svag SEK. Arbejdsmarkedet er fortsat modstandsdygtigt, men vi venter, at ledigheden tiltager i løbet af året. Boligmarkedet har stabiliseret sig en smule, men vi forventer, at boligpriserne snart genoptager faldet (figur 12).

Riksbanken forventer en ekstra renteforhøjelse á 25 bp i juni til en top på  $3,75\%$ , hvilket flugter med vores prognose. Riksbankchef Thedéen ser risiko for stabilisering i den underliggende inflation på højt niveau og har indikeret, at hvis SEK mod forventning ikke styrkes, kan der være behov for yderligere stramninger. Det udgør en risiko for vores forventning om én ekstra renteforhøjelse, men vores forventning om recession ventes at føre Riksbankens hånd over på pauseknappen.

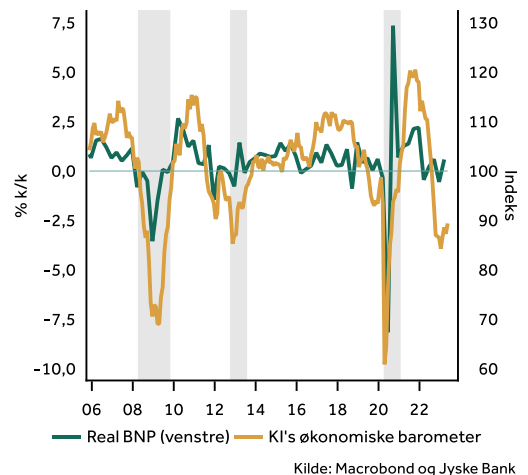
## Norge: Højere vækst følges på vej af højere renter

Opbremsningen i norsk økonomi var knap så hård som først antaget. Vi opreviderer vores vækstprognose til  $1,2\%$  i år, men ser uændret en vækst på  $0,9\%$  i 2024. Udfordringer med vedvarende høj inflation vil fastholde Norges Bank på strammerkurs længere end tidligere antaget.

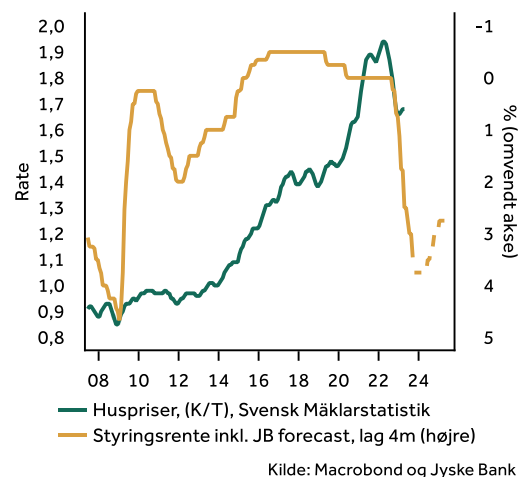
BNP-væksten var svagt positiv i 1. kvartal mod forventningen om negativ vækst. Siden da er konjunkturbarometre for erhvervslivet og forbrugertilliden begyndt at stige, samtidig med at detailsalget er stoppet med at falde. Husholdningerne har mødt stor modstand fra renteforhøjelser og vedvarende store stigninger i forbrugerpriserne. Men vi har også set en pæn stigning i lønvæksten, samtidig med at arbejdsløsheden fortsat er tæt på rekordlave niveauer. Derudover har boligmarkedet stabiliseret sig, og vi har sandsynligvis set de største fald i boligpriserne, idet rentefølsomheden er meget høj, og renteforhøjelserne startede tidligt i Norge. Dertil kan lægges et uventet ekspansivt offentligt budget, som vil give væksten ekstra rygstød i år.

Men norsk økonomi har udfordringer, idet den højere vækst og det robuste arbejdsmarked (illustreret ved negativt arbejdsløshedsgab, figur 13) blot øger udfordringerne med vedvarende høj inflation, som i april uventet steg til det næsthøjeste nogensinde målt på  $6,2\%$  (CPI-ATE). Kombineret med en uventet svag NOK har det givet anledning til, at Norges Bank har måttet forlænge sin renteforhøjelseskampagne, som nu ser ud til at blive en af de længste i global sammenhæng. Vi forventer, at banken kommer til at løfte renten tre gange yderligere i år til en top på  $4\%$  til efteråret.

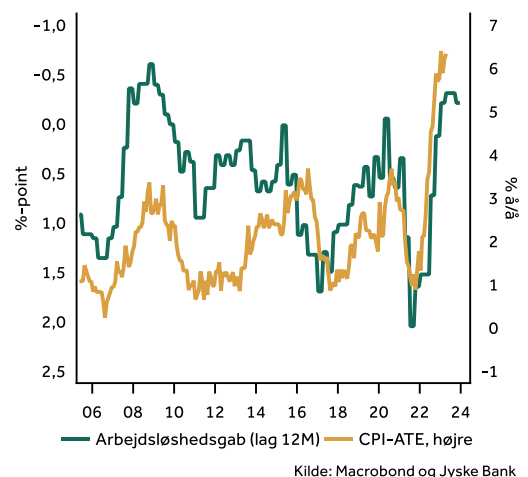
Figur 11: Svensk økonomi på kanten af recession



Figur 12: Fortsat rentepres på boligmarkedet i Sverige



Figur 13: Stramt norsk arbejdsmarked holder inflationen høj



<b>BNP-prognose</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023*</b>	<b>2024*</b>
USA	-3,4	6,0	2,1	0,0 (-0,4)	0,6 (0,8)
Euroområdet	-6,3	5,3	3,5	0,4 (0,1)	0,7 (0,8)
Kina	2,2	8,4	3,0	5,6 (5,6)	5,1 (5,1)
Storbritannien	-11,0	8,5	4,3	0,1 (-0,4)	0,8 (0,7)
Sverige	-2,3	4,8	2,7	-0,4 (-0,8)	0,6 (0,9)
Norge	-3,0	4,2	3,3	1,2 (0,8)	0,9 (1,0)
Danmark	-2,1	4,9	3,6	0,1	-0,1

Kilde: Macrobond &amp; Jyske Bank

Anm.: Skøn fra marts-udgaven af Global Økonomi er i parentes. Bemærk at de danske skøn er fra marts

\*Skøn er for årgennemsnit

<b>Inflationsprognose</b>		<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023*</b>	<b>2024*</b>
USA	- samlet inflation	1,1	4,0	6,3	3,8 (3,9)	2,3 (2,2)
	- kerneinflation	1,3	3,5	5,0	4,3 (3,9)	2,5 (2,1)
Euroområdet	- samlet inflation	0,3	2,6	8,4	5,3 (5,7)	2,2 (2,2)
	- kerneinflation	0,7	1,5	3,9	4,9 (4,7)	2,4 (2,3)

Kilde: Macrobond &amp; Jyske Bank

Anm.: Skøn fra marts-udgaven af Global Økonomi er i parentes

\* For USA er skønnet på privatforbrugsdeflatoren og for euroområdet er det forbrugerpriser, årgennemsnit

		<b>Aktuel rente</b>	<b>Aug. 2023*</b>	<b>Ultimo 2023*</b>	<b>Ultimo 2024*</b>
USA		5,00-5,25	5,25-5,50	5,25-5,50	3,25-3,50
Euroområdet	- depositrente	3,25	3,75	3,75	3,00
	- reporente	3,75	4,25	4,25	3,50
Kina	- udlånsrente	2,75	2,75	2,65	2,55
	- 1- årig LPR	3,65	3,65	3,55	3,45
Storbritannien		4,50	5,00	5,00	4,00
Sverige		3,50	3,75	3,75	2,75
Norge		3,25	3,75	4,00	3,00
Danmark	- indskudsbevisrente	2,85	3,35	3,35	2,60
	- udlånsrente	3,35	3,85	3,85	3,10

Kilde: Macrobond &amp; Jyske Bank

\*Skøn er for ultimo måneden/året



## 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.

### 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. Analyser 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>

### 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. Se forsiden for dato for analysens første offentliggørelse.

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

### Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger i denne analyse kan være forbundet med risiko. Se selve analysen for vurdering af evt. risici. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger i analysen kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors base valuta, påtager investor sig en valuta-kursrisiko.

### 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 bedste 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.