

Global økonomi: Recession på vej

Udfordringerne for verdensøkonomien står i kø og sender vores vækstforventninger yderligere ned. Både i USA og euroområdet venter vi nu, at det ender i en mild recession. Usikkerheden er dog ekstraordinært stor, og risikoen for væksten er fortsat på nedsiden. Inflationen er alt for høj i USA og Europa, og det tvinger centralbankerne til yderligere renteforhøjelser.

- Udfordringer giver markant svagere vækst i år og i 2023
- Politikerne og centralbanker er delvist bundet på hænder og fødder
- Recessionen i USA og euroområdet bliver sandsynligvis mild

Udfordringer giver markant svagere vækst i år og i 2023

I løbet af 2022 er verdensøkonomien løbet ind i en række udfordringer med Ruslands invasion af Ukraine, tårnhøj inflation, renteforhøjelser samt nye nedlukninger i Kina. Det tynger væksten i den globale økonomi, der i forvejen var faldende, men nu ser ud til at aftage endnu kraftigere end ventet.

Fleere af udfordringerne er lokale, men fælles for dem er, at de presser forbrugere og virksomheder. USA's problemer ligger primært på inflationen, store renteforhøjelser, forbrugere under pres og et sårbart boligmarked. Disse udfordringer er efterhånden blevet så store, at vi nu forventer en mild recession i USA i løbet af 2023. Euroområdet er især hårdt ramt af prisstigninger på naturgas og el og dermed et massivt reallønstab, mens Kina som det eneste større land stadig slås med corona. Kina har samtidig et alvorligt skrantende boligmarked, der udgør en usædvanlig stor andel af økonomien. De geopolitiske udfordringer lægger også en dyne over alle økonomier.

Disse udfordringer betyder, at vi sænker vækstforventningen for de tre store økonomier. Forventningen om en recession i USA udløser en kraftig nedjustering af væksten i både i år og 2023. Det bidrager også til, at euroområdets vækst, der allerede er blevet nedjusteret, får et nøk mere ned, og en mild recession venter omkring årsskiftet og ind i 2023. Vores skøn er dermed mere pessimistiske end konsensus. Vækstskønne på Kina bliver også sænket, men noget mere moderat. Selvom det er langt ude i fremtiden, venter vi dog en bedring af væksten i 2024 i alle tre økonomier, hvor væksten bliver normaliseret. Til trods for nedjusteringen vurderer vi fortsat, at risikoen for væksten mest er til nedsiden – specielt fordi der stadig er betydelige udfordringer for verdensøkonomien.

Forbrugerne i USA har hen over sommeren skuffet ved ikke at bruge coronaopsparingen som buffer ift. reallønstab, og det har svækket fremgangen i privatforbruget. Samtidig er boligsalget og -byggeriet aftaget markant.

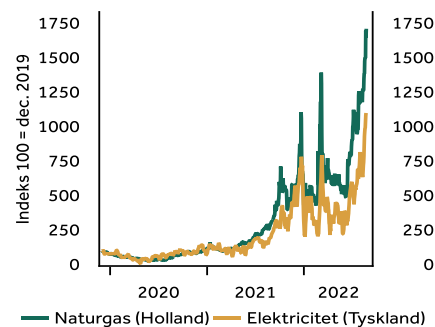
Inflationen er blevet et tungt åg for verdensøkonomien og især i de vestlige lande. Lønstigningerne har ikke kunnet følge med inflationen, og det øger presset nedad på økonomierne. Inflationen er steget yderligere de seneste par måneder, men ser dog ud til at være toppet i juni i USA. I euroområdet topper inflationen i bedste fald først i slutningen af året. Vi ser også en spredning af prisstigninger ud på flere varer og serviceydelser. Det øger sammen med risikoen for tiltagende lønstigninger og faldende produktivitet bekymringen for, at inflationen bider sig fast. Centralbankerne har da også skruet op for tempoet i renteforhøjelserne. I juli hævede Fed og ECB renten med hhv. 75 bp og 50 bp, og vi venter, at de forhøjer renten

Tabel 1: JB's skøn for BNP-vækst, %

	2021	2022	2023	2024
USA	5,7	1,0 (1,7)	-0,8 (1,1)	1,8 (1,7)
Euro	5,3	2,5 (2,8)	-0,5 (0,8)	1,3 (1,9)
Kina	8,1	3,0 (3,7)	4,5 (5,2)	5,3 (5,0)

Kilde: Jyske Bank
Anm.: Konsensus skøn fra Bloomberg i parentes

Figur 1: Energipriserne er eksploderet i Europa



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Tabel 2: JB's skøn for inflationen

	2021	2022	2023	2024
Samlet inflation				
USA	3,9	6,2	3,5	2,4
Euro	2,6	8,7	5,2	2,2
Kerneinflation				
USA	3,3	4,8	3,2	1,8
Euro	1,5	3,7	2,2	2,1

Kilde: Jyske Bank
Anm.: For USA er det privatforbrugsdeflatoren og for euroområdet forbrugerpriserne, årsgennemsnit

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

Chefanalytiker
Tina Winther Frandsen
+45 89 89 71 70
twf@jyskebank.dk

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

Vigtig investorinformation:
Se materialets sidste sider.

yderligere. Vores forventning er, at ECB hæver renten 125 bp frem til årsskiftet, og at Fed hæver 150 bp frem til marts 2023. Derefter stopper forhøjelserne.

Politikerne og centralbanker er bundet på hænder og fødder

Normalt når væksten svækkes markant, kommer særligt vestlige politikere og centralbanker økonomien til undsætning med store finanspolitiske stimulanspakker og rentenedsættelser. Det bliver dog betydeligt vanskeligere denne gang pga. den markante inflation. Store stimulanser vil blot forværre inflationen i USA og euroområdet. Derfor forventer vi først finanspolitiske lempelser og rentenedsættelser, når inflationen er aftaget solidt, og recessionen er begyndt. Traditionelt udløser recessioner i USA et solidt fald i inflationen, og det giver Fed råderum til at sænke renten betydeligt.

Vi venter dog, at centralbankerne vil være mere tilbageholdne med massive lempelser, fordi de frygter en gentagelse af 70'erne og 80'erne, hvor rentenedsættelser satte gang i inflationen igen. Samtidig har centralbankerne set, at massive pengepolitiske lempelser sender boligpriserne på himmelflugt, og det vil også holde dem lidt tilbage. Den kinesiske penge- og finanspolitik er ikke på samme måde begrænset af inflationen, der stadig er under 3 %. Vi venter da også yderligere lempelser i Kina.

Recessionen i USA og euroområdet bliver sandsynligvis mild

Manglen på penge- og finanspolitiske stimulanser kunne tyde på en mere alvorlig recession i USA og euroområdet. Vi forventer dog kun milde recessioner, da der er relativt få ubalancer i økonomien. Forbrugerne i USA og euroområdet er velpolstrede fra bl.a. overskudsopsparingen, og de har nedbragt gældsætningen siden finanskrisen. Samtidig er mange virksomheder underbemandede, hvilket dæmper risikoen for betydelige fald i beskæftigelsen. Virksomhedernes overskud er ganske store, og det begrænser risikoen for store fyringsrunder og kraftigt faldende investeringslyst. Endeligt har boligkøberne i USA været ret kreditværdige, og også bankerne virker finansielt sunde.

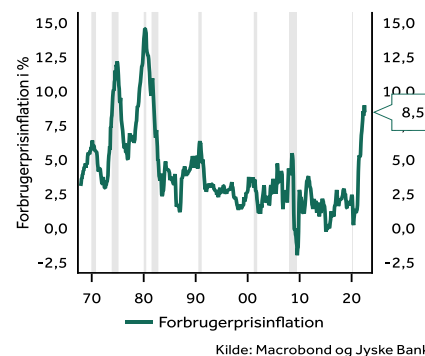
Det betyder ikke, at vi kan udelukke risikoen for dyb recession. Blandt de kendte risici er først og fremmest, at Europas energikrise forværres yderligere kombineret med en kold vinter. En kinesisk invasion af Taiwan kan også svække verdensøkonomien ganske betydeligt – især hvis Vesten lægger op til begrænsninger i handelssamkvemet med Kina og Rusland. Et markant fald i boligpriserne i USA, Kina og nogle af de andre lande, hvor boligpriserne er steget mest, vil også være bekymrende. Sidst, men ikke mindst, kan den høje inflation vise sig at være sværere at få under kontrol, og det kan kræve flere renteforhøjelser fra centralbankerne, end vi har i prognosen. Der er dog også positive tegn. Verden ex. Kina er blevet væsentlig mindre bekymret for corona, flaskehalsene i forsyningskæderne begynder at åbne op, og samtidig er en række råvarepriser faldet tilbage.

USA: På vej mod mild recession

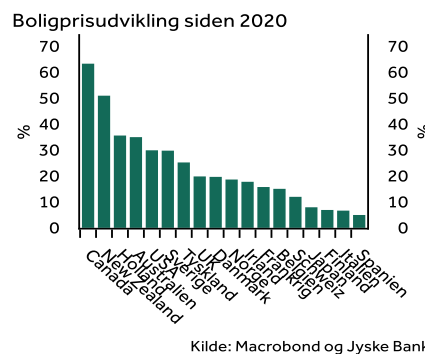
Vi forventer nu en mild recession i løbet af 2023. Vores vækstforventninger bliver derfor sænket markant fra 2,4 % til 1 % i år og fra 2,1 % til -0,75 % i 2023. For 2024 forventer vi, at væksten rammer den potentielle vækstrate på 1,8 %.

Både BNP, forbrugerne, boligmarkedet og investeringerne har skuffet på det seneste. Privatforbruget er vokset ganske langsomt, selvom forbrugerne stadig har en betydelig overskudsopsparing, og jobvæksten er meget stærk. De markante

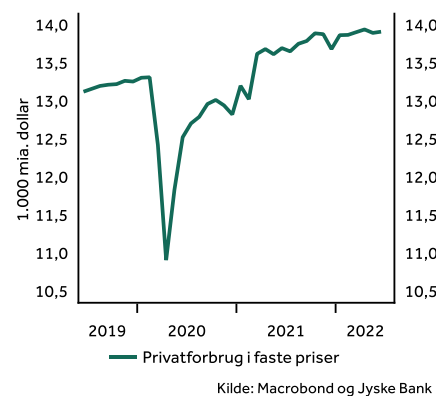
Figur 2: Inflationen aftager normalt solidt ved recessioner i USA



Figur 3: I mange lande er boligpriserne steget markant siden coronaen ramte



Figur 4: Privatforbruget har tabt tempoet i USA



prisstigninger og reallønsfaldet kombineret med renteforhøjelser og opstramningen af de finansielle betingelser har tydeligvis tynget forbrugerne mere, end vi havde forventet. Inflationen står til at aftage, men det vil jobvæksten også gøre, og dermed bliver lønmodtagerne samlet set ikke bedre stillet.

Boligsalget og -investeringerne lider under en næsten fordobling af realkreditrenten. Det har reduceret boligsalget med en tredjedel. Det er bekymrende, da boligpriserne er steget med over 40 % på blot lidt over 2 år. Det er sket uden de fundamentale forhold, så som indkomst, er fulgt med i nær samme tempo. Det øger risikoen for kraftigt faldende boligpriser, og det kan øge presset på forbrugerne.

Inflationen ser ud til at være toppet i juni, men den er fortsat meget høj, og vi har set en tendens til spredning af prisstigningerne ud på flere varer og tjenester. De underliggende udtryk for inflationen er da også tiltaget bortset fra i juli. Råvarepriserne står til at trække ned i inflationen, og især benzinprisen i USA er fortsat nedad. Men de fortsat høje lønstigninger og den faldende produktivitet øger presset på inflationen. Recessionen vil øge arbejdsløsheden moderat frem til slutningen af 2023, og det vil dæmpe inflationen.

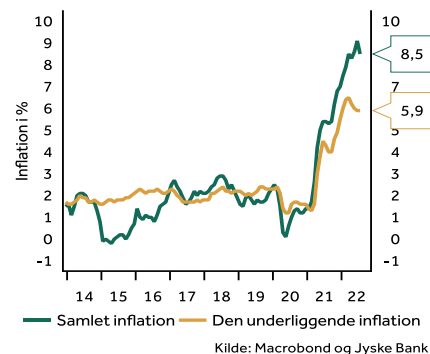
Vi venter, at Fed vil fortsætte med at hæve renten pga. af den høje inflation indtil foråret 2023. Der er udsigt til en renteforhøjelse på 50 bp i september, og derefter forventer vi, at Fed reducerer tempoet til 25 bp på de næste fire møder. Det betyder, at Feds rente topper i knap 4 % i marts 2023. I takt med at recessionen rammer økonomien, og inflationen aftager, venter vi, Fed nedsætter renten med 175 bp til godt 2 %. Fed har ofte sænket renten langt mere i recessioner, men denne gang venter vi, at de er lidt mere tilbageholdne.

Euroområdet: Energikrise og recession presser ECB

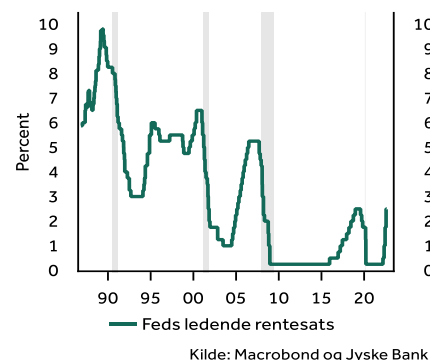
De dårlige nyheder står nærmest i kø i euroområdet med energikrisen som den mest potente lige nu. Sommerens ekstremt høje naturgas- og elektricitetspriser rammer økonomien på et skidt tidspunkt, hvor kraftig reallønstilbagegang i forvejen tynger, og det fik os i starten af august til at indregne en mild recession i prognosen (se [Gassen går af den europæiske vækstballon](#)). Siden da er naturgas- og elpriserne blot steget yderligere, og det overskygger fuldstændig, at olieprisen og andre råvarepriser faktisk er faldet pænt på det seneste. Og da vi nu også venter en amerikansk recession, har vi nedjusteret prognosen yderligere. Det betyder, at vi nu forudser en vækst på 2,5 % i år, mens BNP i euroområdet vil falde 0,5 % i 2023 (tidligere ventede vi +0,3 %). I 2024 venter vi en BNP-vækst på 1,3 %.

Selv om det solide arbejdsmarked giver et godt udgangspunkt, og den store opsparing fra corona-perioden fungerer som en vigtig buffer for forbrugerne, så vurderer vi ikke længere, at det er nok til at holde hånden under væksten. Samtidig ligger risikoen for vores prognose stadig klart på nedsiden. Mest oplagt er der stadig en reel risiko for, at naturgasrationering – og dermed hel eller delvis nedlukning af virksomheder – kan blive nødvendig, hvis Rusland også sætter en stopper for den sidste del af naturgasleverancerne. Det vil især ramme tysk økonomi hårdt. Hvis naturgas- og elpriserne fortsætter med at stige eksplosivt, risikerer det at få samme effekt, da nogle virksomheder vil vurdere, at produktionen ikke længere er rentabel. Det er formentlig allerede situationen en del steder. Samtidig er der risiko for, at arbejdsmarkedet bremser hårdere op, end den moderate stigning i ledigheden vi venter, og boligmarkederne – især i Nordeuropa, hvor priserne er steget mest – er sårbare over for de højere renter.

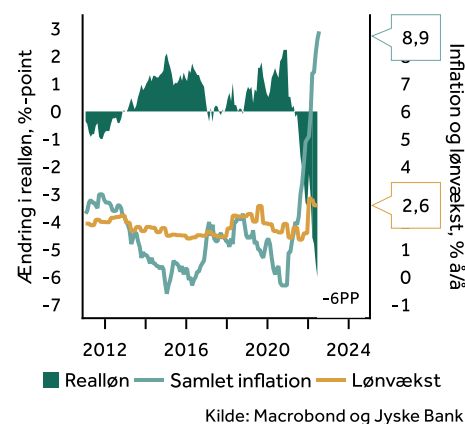
Figur 5: Amerikansk inflation viser en delig tegn på at toppe ud



Figur 6: Fed har tidligere sænket renten ganske markant ved recessioner



Figur 7: Kæmpe reallønstilbagegang i euroområdet på historiske 6 %-point



Vækstnedgangen er allerede synlig, men det vil ikke afholde ECB fra at fortsætte renteforhøjelserne. Inflationsudsigterne er nemlig dystre, og vi venter først, at inflationen topper omkring 11 % i november. Og det er endda forudsat, at naturgas- og elektricitetspriserne ikke fortsætter med at stige. Den tårnhøje inflation presser ECB til at fortsætte stramningerne, selv om der er udsigt til, at inflationen aftager i løbet af 2023. Vores prognose indebærer, at ECB forhøjer renten med 50 bp i både september og oktober og 25 bp til december, så indskudsrenten slutter 2022 i 1,25 %. Herefter vil ECB gå på pause, inden vi venter rentenedsættelser på i alt 50 bp i 2. halvår 2023. Der er dog ekstraordinær stor usikkerhed omkring prognosen, da risikoen for stagflation er stigende, hvilket kan presse ECB til en mere aggressiv pengepolitik end ellers ventet.

Kina: Genåbningsopsving løber ind i forhindringer

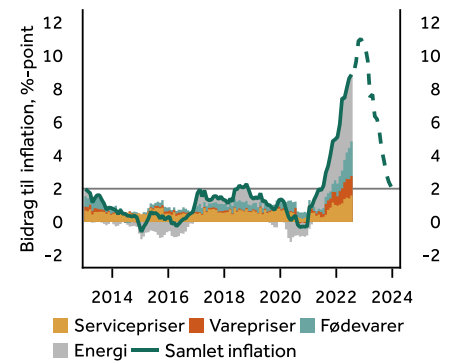
Kinas coronabølge så ud til at ebbe ud med genåbningen af Shanghai efter to måneders nedlukning. Men nedlukningen svækkede økonomien mere, end vi ventede, og BNP for 2. kv. faldt knap 3 % i fht. 1. kv. Det var især privatforbruget, servicesektoren og boligsalget, der blev ramt. I 2. halvår var der udsigt til et genåbningsopsving, som også manifesterede sig i løbet af juni. Men de seneste vækstsignaler for juli har vist, at opsvinget er løbet ind i flere problemer. En del er gamle problemer, så som et skrantende boligmarked, men der er også nye problemer i form af nye smitteudbrud og nedlukninger, geopolitisk uro om Taiwan og boykot af realkreditbetalinger fra boligkøbere. Der er dog også positive nyheder med solid udenlandsk efterspørgsel og moderate lempelser af penge- og finanspolitikken, men milde recessioner i både USA og euroområdet vil dæmpe eksportvæksten. Vi venter stadig et solidt opsving i 3. kv. men udsigten for 4. kv. og 2023 er svækket. Derfor har vi sænket forventningerne til kinesisk vækst i år til 3 % fra 3,5 % og i 2023 til 4,5 % fra 5 %. For 2024 ser vi en vækst lidt over 5 %.

Boligmarkedet er stadig trykket af usikkerhed om flere entreprenørers overlevelsessevne, faldende boligpriser og nedlukninger. I Kina lægger boligkøbere en stor udbetaling i forbindelse med boligkøbet, men ofte lang tid før boligen er opført. Dermed er entreprenørens overlevelsessevne afgørende, og uroen om bl.a. Evergrande og andre entreprenører har fået boligsalget til at falde kraftigt. Det er aftaget med knap 30 % i de første 7 måneder af året ift. samme periode sidste år.

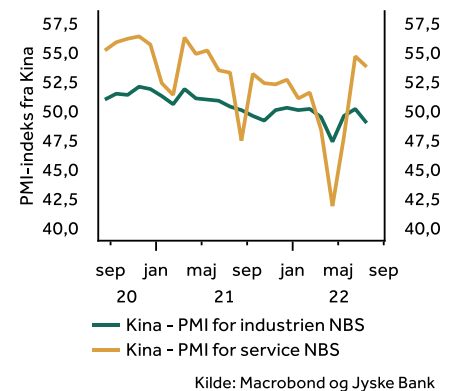
Myndighederne forsøger at lægge en hånd under væksten via stimulanser, og vi venter yderligere lempelser i den kommende tid. Centralbanken har sænket renterne moderat, og de lokale myndigheder lemper realkreditvilkårene. Regeringen har også givet provinsregeringerne adgang til at øge låntagningen til infrastrukturprojekter. Men provinsregeringernes økonomi er forværret af faldende jordsalg, og det kan dæmpe effekten af stimulansen. Det er også vigtigt for privatforbruget og servicesektoren, at nultolerancepolitikken over for covid bliver lempet. Nogle af de nyeste varianter er mere modstandsdygtige over for vacciner og tidligere sygdom. Vi tvivler dog på, at det sker før partikongressen i okt./nov., hvor Xi Jinping skal genvælges som Kinas suveræne enehersker.

Den geopolitiske uro er tiltaget i forbindelse med Polosis besøg på Taiwan, og der er fortsat en risiko for, at Kina invaderer Taiwan. Vi venter dog ikke en invasion på kort sigt, men holder nøje øje med situationen, fordi det kan være et massivt negativt stød til verdensøkonomien.

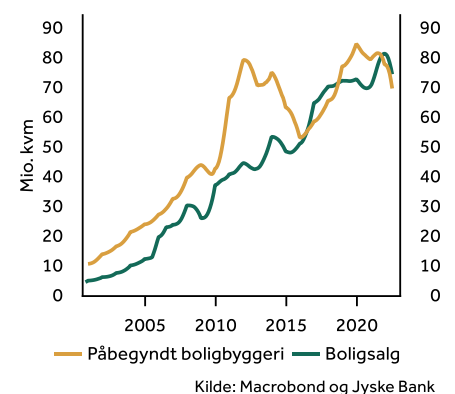
Figur 8: Inflationen i euroområdet topper først i slutningen af året



Figur 9: Kinas PMI'er faldt i juli, da genåbningsopsvinget løb ind i problemer



Figur 10: Kinas boligbyggeri og -salg er faldet kraftigt efter overbyggeri



Jyske Bank-Prognose

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

*Skøn for årsgennemsnit

Skøn fra juni-udgaven af Global Økonomi er i parentes. Bemærk at de danske skøn er fra juni og euroområdets er fra starten af august.

Kilde: Macrobond & Jyske Bank

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

*Skøn for årsgennemsnit

Skøn fra juni-udgaven af Global Økonomi er i parentes.

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

Kilde: Macrobond & Jyske Bank

		Aktuel rente	3 mdr. nov. 2022*	12 mdr. aug. 2023*	Ultimo 2023*	Ultimo 2024*
USA		2,25-2,50	3,00-3,25	3,75-4,00	3,00-3,25	2,00-2,25
Euroområdet	- depositrente	0,00	1,00	1,25	0,75	0,75
	- reporente	0,50	1,50	1,75	1,25	1,25
Kina	- udlånsrente	2,75	2,65	2,50	2,50	2,50
	- 1-årig LPR	3,65	3,50	3,45	3,45	3,45
Storbritannien		1,75	2,50	2,75	2,50	2,50
Sverige		0,75	2,00	2,25	1,75	1,75
Norge		1,75	2,50	2,75	2,75	2,75
Danmark	- indskudsbevisrente	-0,10	0,90	1,15	0,65	0,65
	- udlånsrente	0,05	1,05	1,30	0,80	0,80

*Skøn for ultimo måneden/året

Kilde: Macrobond & Jyske Bank

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.

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://jyskebank.com/da/investinfo>

Opdatering af analysen

Analyser, 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.