

# Kraftigt opsving giver inflationsfrygt

Den globale vækst er meget stærk, og opsvinget spreder sig. Høj efterspørgsel har løftet inflationen, men vi venter, at prisstigningerne er tæt på at toppe. Risikoen for en overophedning er dog reel, fordi centralbankerne kun langsomt vil stramme op.

- Kraftigt globalt opsving spreder sig
- Udbuddet kan ikke følge med efterspørgslen
- Inflation er igen blevet en trussel
- Og den truer de finansielle markeder
- Centralbanker på vej mod opstramninger på listefødder

## Kraftigt globalt opsving spreder sig

Vi er i år på vej mod den højeste globale vækst i flere årtier godt hjulpet af historisk store stimulanser og verdenshistoriens største vaccinationsprogram. Vaccinationerne er vigtige for økonomiernes comeback, fordi de dæmper smittespredningen og tillader økonomierne at åbne igen. USA er længst fremme, og euroområdet er godt på vej fremad. Til gengæld halter dele af EM stadig bagefter.

Der er herudover en række forhold, som vil understøtte den globale vækst. Genåbningen af økonomierne har løftet optimismen i virksomhederne. Forbrugere har i mange lande en stor ekstra opsparing fra coronatiden, og vi venter, at de omsætter en del af denne opsparing i forbrug i de kommende kvartaler. Der er muligvis flere finanspolitiske stimulanser på vej i USA, og i EU bliver væksten stimuleret af genopbygningsfonden. Samtidig vil flere vaccinerede i EM på sigt genåbne deres økonomier, og det vil stimulere væksten. Geografisk vurderer vi, at væksten i USA er tæt på toppen, euroområdet er på vej frem efter en dobbelt-dip recession, mens Kinas vækst langsomt løjer af.

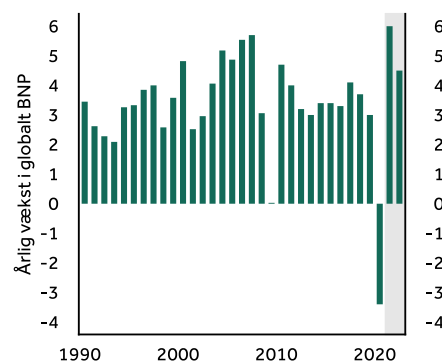
## Udbuddet kan ikke følge med efterspørgslen

Mens efterspørgslen er blevet løftet kraftigt, har udbudssiden ikke kunnet følge med, og det har hæmmet væksten lidt. Virksomhederne skruede ned for produktionen og lagrene, da coronaen ramte, og de har derfor haft svært ved at leve op til den stigende efterspørgsel. Det har skabt flaskehalse forskellige steder i økonomierne. Det er mest åbenlyst i produktionen af mikrochips, hvilket bl.a. har ramt produktionen af biler. Manglen på containere har sendt fragtraterne op, og råvarepriserne er steget kraftigt i kølvandet på det solide efterspørgselsløft.

Jyske Bank vækstsøn	(Marts-skøn i parentes)				
	2018	2019	2020	2021	2022
Globalt	3,7	3,0	-3,4	6,0	4,5
Udviklede lande	2,2	1,6	-5,1	5,4 (5,3)	4,1 (4,0)
- USA	3,0	2,2	-3,5	6,8	4,3 (4,5)
- Euroområdet	1,9	1,3	-6,7	4,5 (4,3)	4,3 (3,9)
- Japan	0,6	0,0	-4,7	2,6 (3,0)	2,4 (2,0)
EM	4,7	4,0	-2,1	6,5 (6,5)	4,8 (4,8)
- Kina	6,7	6,0	2,3	8,3	5,7 (6,0)

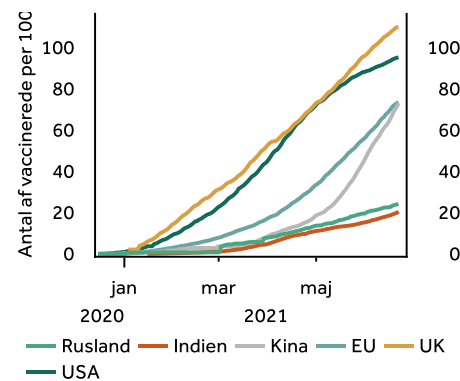
Kilde: Jyskebank & Bloomberg

Figur 1: Højeste globale vækst i årtier



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

Figur 2: EM hænger mht. vacciner



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

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

### Emerging Markets Bond Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S

Senioranalytiker, Emerging Markets,  
Alexander Friis Illum  
+45 89 89 18 34  
a.f.illum@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:  
Se materialets sidste sider.

I USA hungerer virksomhederne efter arbejdskraft til trods for, at knap 8 mio. har mistet jobbet. Flaskehalsene er dog formodentlig midlertidige. Bilfabrikkerne i USA har f.eks. øget produktionen ved at bruge færre mikrochips, containermanglen ventes at dø ud på sigt, og flaskehalsen på arbejdsmarkedet i USA vil at aftage i løbet af efteråret. Kineserne forsøger at dæmpe råvareprisernes himmelflugt, og de har den fordel, at de køber omkring halvdelen af verdens forbrug af mange industrimetaller.

### Inflation er igen blevet en trussel ...

Flaskehalsene og den stærke efterspørgselsvækst har gjort frygten for høj inflation til et tema på de finansielle markeder. Virksomhederne forsøger at sende de stigende omkostninger videre til kunderne, og det ser ud til at lykkes i varierende grad. I USA er inflationen steget kraftigt, mens løftet er mere afdæmpet i euroområdet og i Kina. Inflationen er også steget som en konsekvens af, at mange af de sektorer, der har været hårdt ramt af coronaen, er begyndt at normalisere priserne i forbindelse med genåbningen. Samtidig har basiseffekterne fra bl.a. det kraftige olieprisfald i foråret 2020 også trukket op. Denne effekt ser dog ud til at have toppet. Vi venter generelt, at inflationen er tæt på at toppe og derefter vil begynde at aftage i efteråret og i 2022. Vi venter dog, at inflationen vil være volatil i de næste par kvartaler. Og risikoen for inflationen er helt oplagt på opsidet. Den største trussel kommer fra nye finanspolitiske pakker og at forbrugerne hurtigt bruger hovedparten af ekstraopsparingen.

### ... og den truer de finansielle markeder

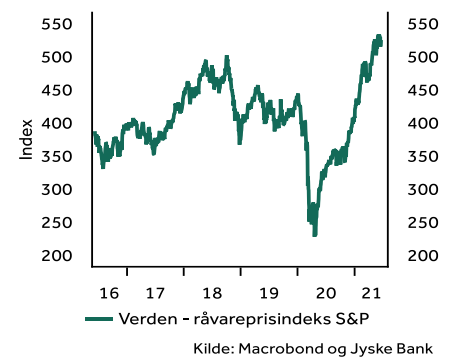
En vedvarende høj inflation er bekymrende, fordi den via højere renter kan true prisfastsættelsen af mange finansielle aktiver og sende boligpriserne syddover. Den meget lave inflation efter finanskrisen grundfæstede troen på vedvarende lave renter, og det har sammen med corona-stimulanser fra centralbankerne bidraget til en meget høj prisfastsættelse på mange finansielle aktiver. Boligpriserne har også nydt godt af det meget lave renteniveau. Men hvis inflationen forbliver over centralbankernes målsætninger, kan de blive tvunget til at stramme pengepolitikken hurtigere end ventet. Det er de finansielle markeder næppe gearret til.

### Centralbanker på vej mod opstramninger på listefødder

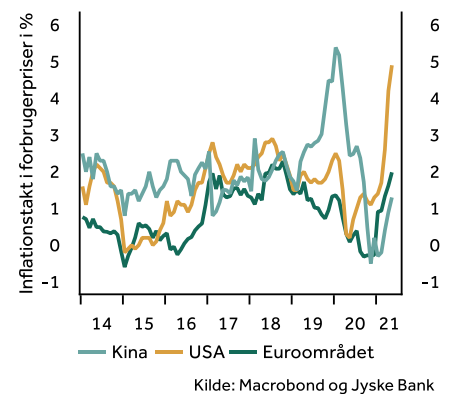
Vi begynder at se flere centralbanker, der lægger op til at trække coronatidens pengepolitiske stimulanser tilbage. Fed begynder langsomt at lægge an til at nedtrappe obligationsopkøbene, og det kan løfte den 10-årige amerikanske rente, der fungerer som fundament for prisfastsættelsen af mange finansielle aktiver. Den kinesiske centralbank strammer også op på kreditgivning, mens ECB stadig stimulerer økonomien via høje opkøb.

Coronaen er stadig den største risiko for væksten på kort sigt, mens en vedvarende høj inflation udgør den største risiko på lidt længere sigt. Et større kursfald på aktiemarkederne og faldende boligpriser er også en risiko for vores vækstudsigt. Der er også plads til positive vækstoverraskelser, hvis de globale forbrugere bruger en større del af opsparingen end ventet til forbrug. Samtidig kan de mange flaskehalse udløse højere investeringer og dermed løfte væksten globalt.

Figur 3: Råvarepriserne er steget



Figur 4: Inflationen er steget kraftigt i USA, mens gennemslaget har været mindre i Kina og euroområdet

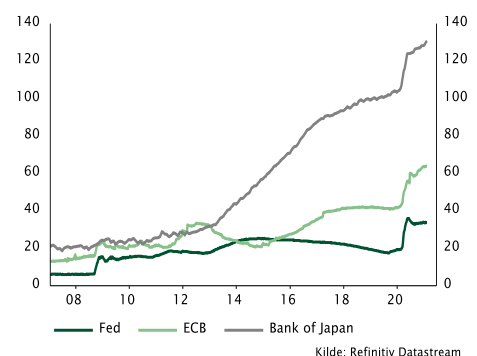


Tabel 1: JB's skøn for kerneinflation

	2020	2021	2022
USA	1,4	3,0	2,2
Euro	0,7	1,1	1,2

Kilde: ECB og Jyske Bank

Figur 5: Centralbankerne har stimuleret voldsomt under coronakrisen



## USA: Gamle biler accelererer inflationen

Vi fastholder vækstskønnet for i år på 6,8 %, men vi sænker skønnet for næste år med 0,3 %-point til 4,2 %. Høj inflation er blevet den store bekymring i USA efter, at den er steget til 5 % i maj. Vi venter dog, at prisstigningerne er tæt på at toppe. Der er flere faktorer, som har løftet inflationen, og de fleste ser ud til at være forbigående. Derfor forventer vi, at inflationen falder tilbage under Feds målsætning igen. Det betyder, at Fed kan ignorere inflationsløftet, selvom inflationen lige nu er over dobbelt så høj som Feds målsætning. Risikoen for at inflationen forbliver høj, er dog steget.

Blandt de faktorer, der har løftet inflationen midlertidigt, er basiseffekter, genåbning og flaskehalse. Brugtbilspriserne har alene trukket en tredjedel af stigningen i april og maj. De er steget 50 %, fordi bilfabrikkerne har reduceret produktionen af nye biler pga. mangel på mikrochips. Det har sendt de normale købere af nye biler over på brugtbilsmarkedet og dermed presset brugtbilspriserne voldsomt op. Men når bilfabrikkerne igen øger produktionen, vil brugtbilspriserne falde.

Risikoen for en fortsat høj inflation knytter sig til lønningerne, der udgør 2/3 af virksomhedernes omkostninger. Vi har set højere lønstigninger, fordi virksomhederne har problemer med at få kvalificeret arbejdskraft. Vi venter dog, at det er et forbigående problem, der bliver løst i efteråret, når de ekstra dagpenge udløber.

Fed bevæger sig langsomt i retning af en opstamning af pengepolitikken, og første skridt er aftrapning af opkøbene af stat- og realkreditobligationer. Vi venter, at Fed begynder aftrapningen i december, hvilket er en smule hurtigere end markedskonsensus. Når aftrapningen er slut i starten af 2023, vil Fed begynde at hæve renten i 2. kv. 2023 og derefter hæve renten en gang i kvartalet.

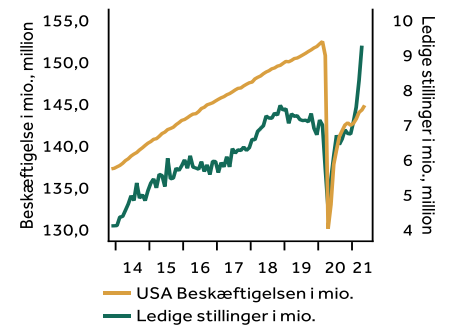
## Euroområdet: Inflation bremser ikke solidt økonomisk comeback

Med både vaccineudrulning og genåbning godt i gang er fundamentet skabt for det økonomiske comeback efter dobbelt-dip recessionen. Vi har opjusteret vores prognose en smule og venter nu en BNP-vækst på 4,5 % i år og 4,3 % i 2022. Privatforbruget vil være den vigtigste drivkraft hjulpet godt på vej af den store opsparing, som husholdningerne har lagt til side ifm. nedlukningerne. Selv om myndighedernes stimulanser er langt større i USA, vil finanspolitikken fortsat understøtte aktiviteten, og EU's nye genopbygningsfond træder i kraft fra sommeren.

BNP vil være tilbage på før-corona-niveau omkring årsskiftet, men vi vurderer, at der vil gå noget længere tid, før det såkaldte output gap – der måler omfanget af ledige ressourcer i økonomien – er lukket. Netop arbejdsmarkedet har stor betydning for inflationen, der faktisk siden finans- og gældskrisen har været alt for lav. Lige nu er der store udsving pga. højere råvarepriser, basis- og genåbningseffekter samt globale flaskehalse. Det vil løfte den samlede inflation til godt 2½ % i slutningen af året, men når disse forhold forsvinder, vil inflationen aftage igen.

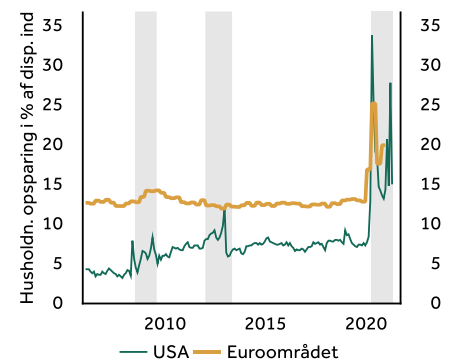
Vi vurderer, at det underliggende inflationsbillede gradvist vil bedre sig i takt med det økonomiske opsving. Det betyder, at kerneinflationen – der i årevis har svinget tæt omkring 1 % – langsomt vil løfte sig, så den i 2023 lander omkring 1,4 %. Samlet set vurderer vi derfor, at ECB vil fortsætte den lempelige pengepolitik en rum tid endnu. Vi venter, at det store pandemiopkøbsprogram slutter til marts, men samtidig vurderer vi også, at ECB øger opkøbene i det almindelige opkøbsprogram, APP. Vi har ingen renteforhøjelse i prognosen i hverken 2022 eller 2023.

**Figur 6: Selvom beskæftigelsen er faldet 8 mio., er der mangel på arbejdskraft**



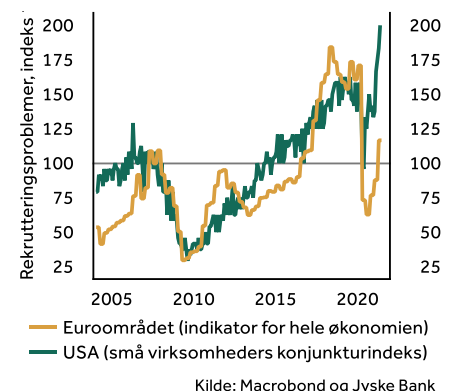
Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**Figur 7: Stor opsparing i euroområdet og USA er klar til at blive taget i brug**



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**Figur 8: Mangel på arbejdskraft er ikke så stort et problem i Europa som i USA**



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

## Kina: Et kvartal med blandet vækst

Vækstsignalerne har været noget blandede de seneste par måneder. Vi fastholder vækstskønnet for i år på 8,5 %, men sænker skønnet for 2022 til 5,7 % fra 6 %. Nedjusteringen skyldes lavere kreditvækst og skuffende indenlandsk efterspørgsel.

Industrien klarer sig fornuftigt, og en stigende indtjening lover godt for investeringerne. Eksporten bliver understøttet af solid global efterspørgsel, hvor genåbningen, stor opsparring og lageropbygning i USA og euroområdet bidrager. Der er således udsigt til en fortsat solid eksportudvikling, som dog fra tid til anden kan blive hæmmet af transportproblemer. Eksporten og industrien kan eksempelvis løbe ind i problemer, efter et smitteudbrud i Sydchina har lukket en af de store havne.

Den indenlandske efterspørgsel har dog skuffet lidt. Privatforbruget og service-sektoren har udviklet sig langsommere end ventet. Forbruget er dog understøttet af stigende beskæftigelse (arbejdsløsheden faldt i maj til 5 %, hvilket er det laveste niveau i 2 år). Myndighederne skruer ned for stimulanser fra især kreditgivning og boligbyggeri, og det taler for lidt svagere vækst. Man skal dog bemærke, at incitamentet hos forbrugere og virksomheder til at låne mere er dæmpet pga. en stor ekstraopsparring hos forbrugere og stigende overskud i virksomhederne. Så opbremsningen i kreditvæksten kan være efterspørgselsdrevet.

Også i Kina er myndighederne bekymret for inflation. De kraftige råvareprisstigninger er slået igennem i industriens salgspriser, men ikke for alvor på forbrugerpriserne. Risikoen er dog til stede, og myndighederne forsøger at begrænse prisstigninger på råvarer. Her har Kina den fordel, at de er en meget stor køber (Kina forbruger omkring halvdelen af mange industrimetaller i verden). Inflationen i industrien kan også blive eksporteret via de vestlige landes importpriser.

## EM: Fart på i Latinamerika og Østeuropa, men Asien hænger i bremsen

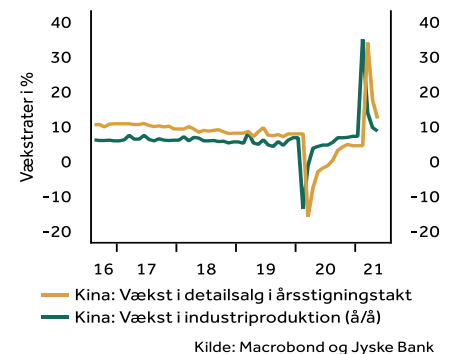
Første halvår af 2021 har endnu en gang budt på store forskelle i aktiviteten på tværs af EM-universet. Asien (ekskl. Kina) har i de seneste måneder været hårdt plaget af endnu en smittebølge, Latinamerika nyder godt af høje råvarepriser, og CEEMEA-regionen har styr på både smitte og vaccinationer. Summen heraf er, at vi fastholder vores overordnede vækstskøn for EM på 6,5 % i 2021 og 4,8 % i 2022.

Det er gået de færreste forbi, at Indien i april og maj var hårdt ramt af corona, men også Indonesien, Malaysia, Thailand og Filippinerne har kæmpet med høje smitetryk. De fortsatte udsigter til høj vækst i Kina trækker i positiv retning, men vi nedjusterer samlet set forventningen til Asien til 7,4 % i 2021 og 5,5 % i 2022.

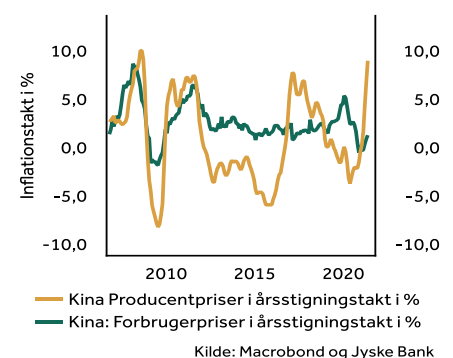
Latinamerika er afhængig af råvareeksport, og de nuværende råvarepriser er selvsagt en understøttende faktor. Den høje amerikanske vækst smitter også af på Latinamerika, og regionen ligger bedre end forventet ift. vaccineudrulning. Vi opjusterer vækstforventningen til 4,8 % i 2021. Vores nedjustering af vækstskønnet for USA i 2022 betyder, at vi nedjusterer Latinamerika en smule til 2,7 % i 2022.

CEEMEA-regionen er kommet overraskende godt igennem årets første 6 måneder, og især landene i Østeuropa ser stor og stigende økonomisk aktivitet. Vores højere vækstskøn for euroområdet trækker op, og vi opjusterer forventningen til 4,0 % i 2021, mens vi fastholder skønnet på 3,4 % i 2022.

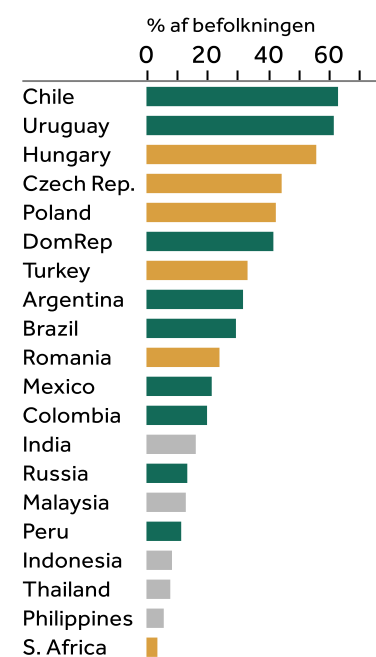
**Figur 9: Væksten i industrien og detaljsalget er aftaget i Kina**



**Figur 10: Kina: Industriens salgspriser er steget kraftigt, men det er ikke slået igennem på forbrugerpriserne**



**Figur 11: EM: Flest vaccinerede i CEE-MEA og Latinamerika – Asien i bund**



<b>BNP-prognose</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020*</b>	<b>2021*</b>	<b>2022*</b>
Globalt	3,6	3,0	-3,4	6,0	4,5
Developed	2,2	1,6	-5,1 (-5,2)	5,4 (5,3)	4,1 (4,0)
USA	3,0	2,2	-3,5	6,8	4,3 (4,5)
Euroområdet	1,9	1,3	-6,7 (-6,8)	4,5 (4,3)	4,3 (3,9)
Japan	0,6	0,0	-4,7 (-4,9)	2,6 (3,0)	2,4 (2,0)
Storbritannien	1,3	1,4	-9,9	6,5 (5,2)	5,2
Schweiz	3,0	1,1	-2,7 (-3,0)	3,0 (2,9)	2,8 (2,7)
Sverige	2,0	2,0	-2,9 (-3,0)	3,5 (3,2)	3,0 (2,7)
Norge	2,5	2,4	-3,1	3,6 (3,5)	3,1 (2,8)
Danmark	2,2	2,8	-3,3	2,9	4,2
Emerging Markets	4,7	4,0	-2,1	6,5	4,8
Latinamerika	0,7	-0,6	-7,2	4,8 (4,5)	2,7 (2,8)
Østeuropa	2,5	1,8	-2,6	4,0 (3,5)	3,4
Asien	6,1	5,5	-1,0	7,4 (7,6)	5,5 (5,6)
Kina	6,7	6,0	2,3	8,3	5,7 (6,0)

Skøn fra marts-udgaven af Global Økonomi er i parentes

Kilde: Macrobond & Jyske Bank

<b>Inflationsprognose</b>		<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021*</b>	<b>2022*</b>
USA	- kerneinflation*	2,0	1,7	1,4	3,0	2,2
Euroområdet	- samlet inflation	1,8	1,2	0,3	1,9	1,4
	- kerneinflation	1,0	1,1	0,7	1,1	1,2

Tabellen indeholder årgennemsnit

\*I USA er skønnet for privatforbrugsdeflatoren ex. fødevarer og energi

Kilde: Jyske Bank

		<b>Aktuel rente</b>	<b>Sep.2021*</b>	<b>Maj. 2022*</b>	<b>Ultimo 2022*</b>
USA		0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25
Euroområdet	- reporente	0,00	0,00	0,00	0,00
	- depositrente	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Kina	- udlånsrente	4,35	4,35	4,35	4,35
	- 1-årig LPR	2,95	2,95	2,95	2,95
Japan		-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Storbritannien		0,10	0,10	0,10	0,10
Sverige		0,00	0,00	0,00	0,00
Norge		0,00	0,25	1,00	1,25
Schweiz		-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Danmark	- indlånsrente	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
	- udlånsrente	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35

\*Ultimo måneden

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.