

# Vækstraket fyldt med risici

Udsigterne for verdensøkonomien er forbedret markant, og især USA er på vej mod en kraftig vækstraket i år. Centralbankerne vil være forsigtige med at stramme op for hurtigt, og risikoen for overophedning er derfor til stede.

- Verdensøkonomien vil sprudle med afsæt i USA's vækstraket
- Forbrugerne trækker opsvinget
- Inflationen kommer! Men varer det ved?
- Centralbankerne har ikke travlt med at stramme op
- Risiko for overophedning står ikke alene

## Verdensøkonomien vil sprudle med afsæt i USA's vækstraket

Udsigterne for verdensøkonomien er forbedret markant i løbet af de seneste måneder med vaccineudrulningen godt i gang, nye finanspolitiske stimulanser i flere lande og ikke mindst en større erfaring i at håndtere coronapandemien uden at sætte væksten helt i stå. Vi har derfor opjusteret vores vækstforventninger med ½ %-point, så vi nu venter en global vækst på 6,0 % i år og 4,5 % i 2022. Det indebærer vækstrater et godt stykke over det normale væksttempo i en række lande.

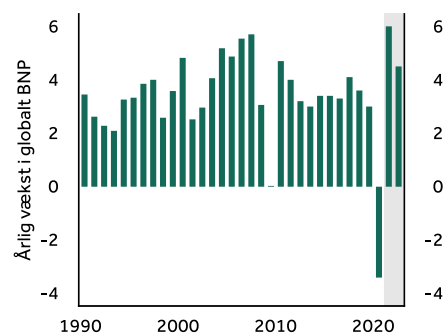
Særligt USA trækker op med en stor vækstraket i kølvandet på præsident Bidens kæmpe stimulanspakke. Det vil få amerikansk vækst til at sprudle hen over foråret og sommeren, og det vil smitte af på verdensøkonomien. Vi ser også mere positivt på Kina og en række andre EM-lande.

Omvendt har vi nedjusteret forventningen til 2021-væksten i euroområdet, hvor en sløv start på vaccineudrulningen, koblet med fortsat omfattende restriktioner, tynger. Det ændrer dog ikke på, at vi stadig venter et solidt comeback også i euroområdet, men det starter senere, og som det fremgår af figur 2, vil det tage noget længere tid for euroområdet at få BNP tilbage på før-corona-niveau end for USA.

## Forbrugerne trækker opsvinget

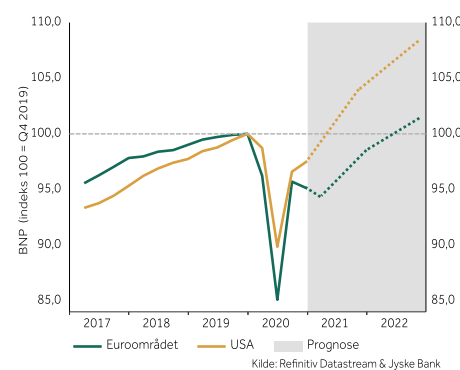
Coronakrisen har været meget anderledes end normale recessioner, og samtidig har myndighedernes stimulanser været historisk kraftfulde. Det har holdt hånden under husholdningernes indkomster, ligesom formuerne har fået et løft fra de højere boligpriser og stigende aktiekurser. Som det fremgår af figur 3, har forbrugerne i mange lande samtidig fedet sparegrisen godt op under nedlukningerne, og der er udsigt til, at det private forbrug kommer til at trække væksten, når adfærd bliver normaliseret i takt med, at restriktionerne fjernes.

**Figur 1:**  
Der kommer fuld damp på kedlerne i verdensøkonomien i 2021



Kilde: Macrobond og Jyske Bank

**Figur 2:**  
Væksten i euroområdet kan ikke følge med USA's vækstraket



Kilde: Refinitiv Datastream & 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  
kf@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.

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

Kilde: Jyskebank & Bloomberg

## Inflationen kommer! Men varer det ved?

De kommende måneder vil byde på markant højere inflation i stort set alle udviklede økonomier trukket op af basiseffekter fra coronakrisens start, råvareprisstigninger samt højere fragtrater. Vi vurderer dog, at denne stigning langt hen ad vejen vil være midlertidig, så inflationen herefter begynder at aftage igen.

Det ventede kraftige opsving vil også medvirke til gradvist at presse inflationen op – særligt i USA, hvor der er udsigt til, at det såkaldte output-gap, der måler omfanget af ledige ressourcer i økonomien, hurtigt vil blive lukket. Det kommer til at tage noget længere tid i euroområdet, og derfor er det vores vurdering, at kerneinflationen også på mellemlang sigt vil være betydeligt under ECBs målsætning. Som det fremgår af figur 4, vurderer vi, at Feds foretrukne inflationsindikator også vil være under målsætningen på 2 % i 2022. Men især i USA er der dog klare risici for en mere vedvarende stigning i inflationen pga. den ventede store forbedring på arbejdsmarkedet og de kraftige finanspolitiske stimulanser.

## Centralbankerne har ikke travlt med at stramme op

Trods forventningen om et solidt comeback vurderer vi, at centralbankerne ikke har travlt med at stramme pengepolitikken. Det gældende mantra er stadig, at centralbankerne hellere vil vente for længe end stramme for tidligt, så de ikke spænder ben for opsvinget. Men centralbankerne bliver kommunikationsmæssigt udfordret i den kommende tid pga. den ventede store stigning i inflationen og det stærke opsving.

Selv Fed vil være ganske langmodig. Vi venter således, at Fed til december starter aftrapningen af opkøbene af finansielle aktiver, så de sidste opkøb bliver foretaget i foråret 2023. Herefter er vejen banet for den første renteforhøjelse i 2. kvartal 2023, og for 2023 som helhed venter vi nu tre renteforhøjelser. ECB vil være endnu mere langmodig, og selv om pandemiopkøbene ventes at være tilendebragt i foråret 2022, vil de almindelige opkøb på 20 mia. euro pr. måned fortsætte en rum tid endnu. Vi har således ingen renteforhøjelser fra ECB i prognosen. Kina vil så småt begynde at stramme pengepolitikken, men det vil ske via likviditeten, og dermed venter vi ingen renteændringer.

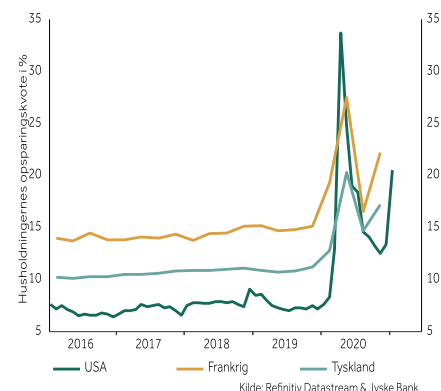
## Risiko for overophedning står ikke alene

De kraftige finanspolitiske stimulanser – med USA suverænt i førersædet – koblet med afventende centralbanker betyder, at der er risiko for overophedning og markant højere inflation. Det venter vi ikke, men risikoen er klart, at centralbankerne bliver tvunget til hurtigere at slå bak og stramme pengepolitikken. I givet fald risikerer de medfølgende rentestigninger at spænde ben for væksten, så der også bliver sået tvivl om den optimistiske prisning på aktiemarkedene.

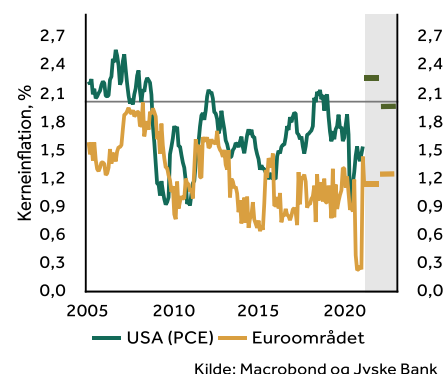
Der er omvendt også risiko for, at væksten i de kommende måneder ikke formår at leve op til de optimistiske forventninger. Det gælder især, hvis coronasmitten endnu en gang eksploderer, inden vaccinerne har sørget for flokkimmunitet, sådan som vi lige nu ser en tendens til i Europa.

Risikoen er også, at forbrugerne er usikre og alligevel holder på pengene, så det ventede forbrugsboom ikke bliver en realitet, selv om restriktionerne bliver løftet. Sidst men absolut ikke mindst skal vi holde øje med de økonomiske senfølger fra coronakrisen, som indtil videre heldigvis ser ud til at blive mindre end oprindeligt frygtet. Men særligt de turistafhængige lande i fx Sydeuropa risikerer en konkursbølge, hvis coronakrisen spænder ben for den vigtige sommersæson igen i år.

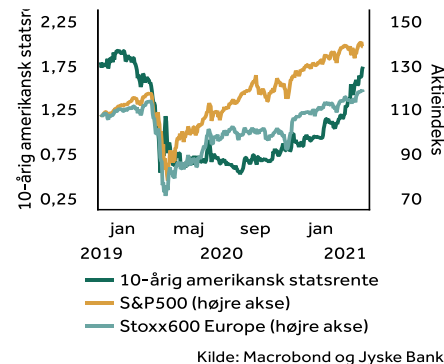
**Figur 3:**  
Husholdningerne har fedet sparegrisen op og venter blot på at sætte i gang



**Figur 4:**  
Kerneinflationen vil tiltage - men klart mere i USA end i euroområdet



**Figur 5:**  
Stigning i både aktiekurser og renter



## USA: Vækstfest på vej

I USA har alt flasket sig rent vækstmæssigt de seneste måneder, og vi har derfor opjusteret vores vækstprognose til 6,8 % (fra 5,3 %) i år og til 4,5 % (fra 3,6 %) i 2022. Normalt er væksten på knap 2 %, så der er tale om et meget kraftigt opsving.

Finanspolitikken er ekstremt ekspansiv med Bidens hjælpepakke på 1.900 mia. oveni Kongressens december-pakke på over 900 mia. dollar. Samlet set er der 13 % af BNP i stimulanser på vej ud i økonomien. Antallet af nye smittede er faldet 80 % siden starten af året, og Biden venter at alle amerikanere kan blive vaccineret inden udgangen af maj. Det har fået flere delstater til at genåbne samfundene helt eller delvist, og det sætter gang i økonomien. Samtidig har forbrugerne øget opsparingen betydeligt, og ca. 160 mio. husholdninger modtager nu stimulanschecks, så der er nok penge blandt forbrugerne til at løfte privatforbruget ganske betydeligt. Endeligt ser væksten i 1. kvartal langt bedre ud end ventet.

På den baggrund vil BNP ikke alene genvinde niveauet fra før coronaen allerede i 2. kv. 2021, men også lukke output-gap'et kort tid derefter. Efter finanskrisen skete det først efter ca. 8½ år. Den hurtige lukning af output-gap'et kan presse inflationen op. Der er også en række andre faktorer, som vil drive inflationen højere i en periode. Vi vurderer dog, at løftet i inflationen er midlertidigt, og at inflationen igen vil aftage til under Feds målsætning på 2 %. Men det er klart, at risikoen for en mere vedvarende stigning i inflationen er øget betydeligt med den stærke vækst. Vi venter fortsat, at Fed vil være langmodig med hensyn til stramning af pengepolitikken, men i lyset af opjusteringen af vækstforventningerne forventer vi nu, at Fed hæver renten i 2. kv. 2023 og samlet set hæver renten tre gange i 2023. Tidligere havde vi én renteforhøjelse i 3. kvartal 2023.

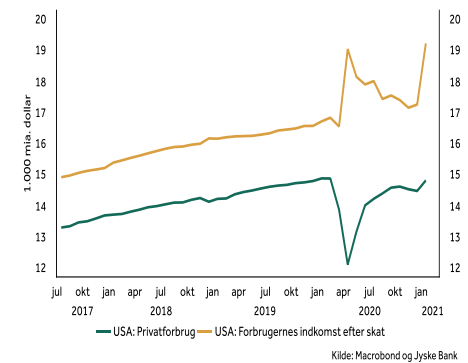
## Euroområdet: Solidt comeback trods vaccineusikkerhed

De mange coronarestriktioner holder stadig euroområdets økonomi i et jerngreb, og vi venter derfor et nyt fald i BNP i 1. kvartal. Det ændrer dog ikke på, at vi stadig venter et solidt comeback fra 2. kvartal. Men genåbningen ser ud til at komme senere og ske mere gradvist, end vi oprindeligt havde troet, ligesom vaccineudrulingen har fået en sløv start. Vi har derfor nedjusteret vores vækstprognose til 4,3 % i år (fra 5,4 %), mens vi stadig venter en vækst på 3,9 % i 2022.

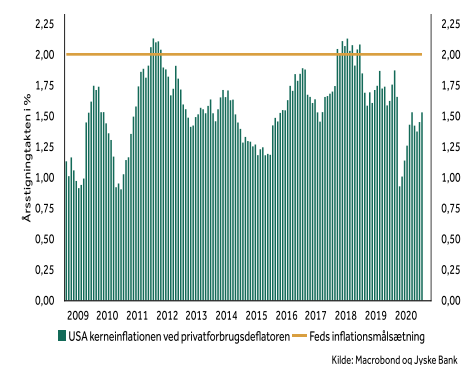
Der er stor usikkerhed om vaccineudrulingen, og hvis ikke tilførslen af vacciner som ventet tiltager markant fra slutningen af april, risikerer det at forsinke det økonomiske opsving. Det ventede comeback bliver også understøttet af en stor opsparring i husholdningerne, som blot venter på at blive taget i brug, når restriktionerne bliver løftet. Selv om myndighedernes stimulanser er langt større i USA, vil finanspolitikken fortsat understøtte aktiviteten, idet EU's nye genopbygningsfond træder i kraft fra 2. halvår. Der vil samtidig være en afsmittende effekt fra vækstraketten i USA og det fortsat solide væksttempo i Kina.

Særligt det turistafhængige Sydeuropa har langt op af coronahullet, og selv om et vaccinepas (som EU-Kommissionen foreslår) formentlig kan redde noget af sommersæsonen, er disse lande ekstra sårbare. Det udgør en klar risiko for vores skøn. For euroområdet som helhed venter vi, at BNP er tilbage på før-corona-niveau i foråret 2022. Derfor er der fortsat behov for en lempelig pengepolitik, og inflationen vil ikke forstyrre billedet, selvom forskellige midlertidige forhold trækker op her

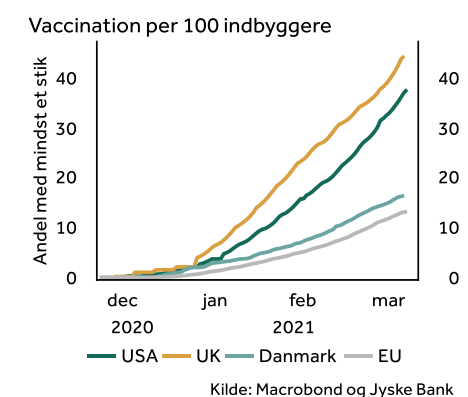
**Figur 6:**  
De amerikanske forbrugere har masser af penge til at løfte forbruget



**Figur 7:**  
Inflationen i USA har længe været ganske moderat



**Figur 8:**  
EU er bagud i vaccinekapløbet, men vi venter et højere tempo fra slut-april



i 2021. De mange ledige ressourcer i økonomien vil nemlig medvirke til, at kerneinflationen forbliver klart under ECB's målsætning i hele prognoseperioden.

### Kinesisk opsving fortsætter – men med færre stimulanser

Kinas opsving fortsætter, og væksten rundede i 4. kvrt. 2020 6,5 % i årsstignings-takt. Dermed er økonomien tilbage i det normale væksttempo. Der er udsigt til stærkere vækst i år i takt med en yderligere normalisering efter coronaen og det globale opsving. Vi har derfor opjusteret vækstsikringskønnet med 0,2 %-point til 8,3 % i år og med 0,5 %-point til 6 % i 2022. Opjusteringen er moderat, fordi Kina som det første større land så småt er begyndt at dæmpe vækststimulanserne.

Opsvinget er stadig skævt fordelt med industrien og byggesektoren som økonomiens trækheste, mens privatforbruget og servicesektoren halter bagefter. Økonomien er trukket af offentlige stimulanser, hvor fokus har været på infrastrukturinvesteringer. Vi venter, at industrien fortsat vil klare sig godt sfa. det globale opsving og behovet for at genopbygge lagerbeholdningerne i vestlige virksomheder. Byggeriet ventes dog at blive ramt af nedskaleringen af stimulanserne.

Vi venter, at opsvinget bliver mere ligeligt fordelt i den kommende tid. Kina har kun vaccineret knap 5 % af befolkningen, men de har undgået en opblussen af smitten via stramme restriktioner. En normalisering af samfundet vil løfte privatforbruget og især de dele af servicesektoren, som har været hårdt ramt af corona. Myndighederne har begyndt at dæmpe stimulanserne til økonomien, og de er især fokuseret på kreditgivning. De ønsker ikke at gentage fejltagelsen efter finanskrisen, hvor gældsætningen fik lov til at vokse nærmest ukontrolleret. Centralbanken er begyndt at stramme op på kreditgivning, og vi har da også set en opbremsning i væksten i pengemængden.

### EM: Vacciner og amerikansk vækst bliver afgørende

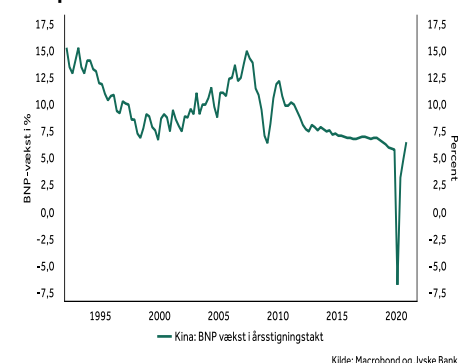
Emerging Markets kom som helhed bedre igennem 4. kvartal, end vi havde ventet. Især i Asien og CEEMEA-regionen (Central- og Østeuropa, Mellemøsten og Afrika) lykkedes landene med at inddæmme smittespredningen. Flere af de meget store økonomier begyndte genåbningen, og det trak den økonomiske aktivitet op. For EM endte 2020 med en vækstrate på -2,1 % mod vores forventning på -2,8 %.

Vaccineudrulningen bliver også i EM et stort tema, og der er store forskelle fra land til land. Chile fremstår indtil videre som den uovertrufne vinder, da godt 35 % af befolkningen har modtaget første dosis. Selvom kun 2,5 % af befolkningen i Indien og Indonesien har modtaget et stik, går vaccineudrulningen i de to folkerige lande faktisk bedre end ventet. Med vores forventning om en vækst på 8,3 % i Kina opjusterer vi 2021-skønnet for Asien med 0,5 %-point til 7,6 %.

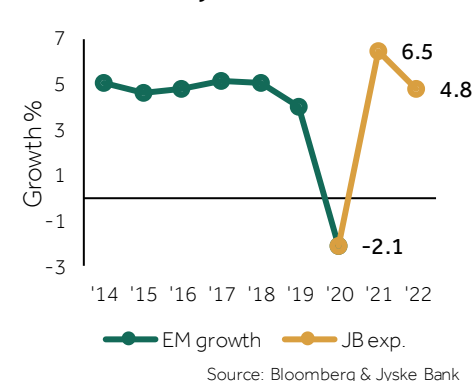
Et andet tema, der bliver afgørende for den økonomiske aktivitet i EM-landene, er de omfattende amerikanske hjælpepakker. Vi forventer, at de vil have den største direkte afsmitning på aktiviteten i Latinamerika og opjusterer vores skøn her med 0,7 %-point til 4,5 %. De central- og østeuropæiske lande er mere afhængige af euroområdet, og vi nedjusterer derfor vækstsikringskønnet med 0,3 %-point til 3,5 %. For EM som helhed opjusterer vi vækstsikringskønnet med 0,4 %-point til 6,5 % i 2021.

Den positive udvikling i forhold til vacciner i Asien og dele af Latinamerika får os til at forvente en hurtigere normalisering i den økonomiske aktivitet. Vi opjusterer vores vækstsikringskøn for 2022 med 0,4 %-point til 4,8 %.

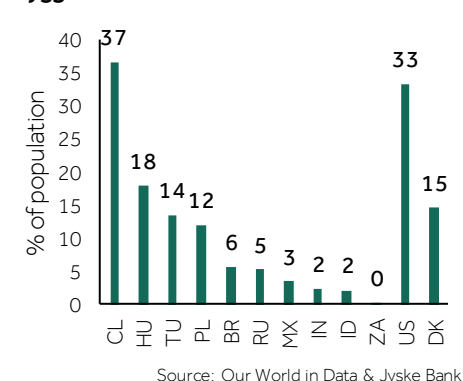
**Figur 9:**  
Kinas vækst har allerede genvundet tempoet



**Figur 10:**  
EM-vækst inkl. Jyske Banks skøn



**Figur 11:**  
Påbegyndt vaccination målt pr. 100 indbyggere



<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 (-4,1)	6,0 (5,5)	4,5 (3,9)
Developed	2,2	1,7	-5,2 (-5,8)	5,3 (4,6)	4,0 (3,3)
USA	2,9	2,3	-3,5 (-3,9)	6,8 (5,3)	4,5 (3,6)
Euroområdet	1,9	1,3	-6,8 (-7,4)	4,3 (5,4)	3,9 (3,9)
Japan	0,3	0,7	-4,9 (-5,5)	3,0 (2,5)	2,0 (1,5)
Storbritannien	1,2	1,3	-9,9 (-9,9)	5,2 (6,3)	5,2 (4,7)
Schweiz	3,0	1,1	-3,0 (-3,6)	2,9 (3,2)	2,7 (2,9)
Sverige	2,1	1,3	-3,0 (-3,4)	3,2 (3,2)	2,7 (2,7)
Norge	2,5	2,4	-3,1 (-3,8)	3,5 (3,6)	2,8 (3,0)
Danmark	2,2	2,8	-3,3 (-4,1)	2,9 (2,8)	4,2 (3,3)
Emerging Markets	4,8	4,1	-2,1 (-2,8)	6,5 (6,1)	4,8 (4,4)
Latinamerika	0,7	-0,6	-7,2 (-7,5)	4,5 (3,8)	2,8 (2,5)
Østeuropa	2,5	1,8	-2,6 (-4,2)	3,5 (3,8)	3,4 (3,2)
Asien	6,1	5,5	-1,0 (-1,6)	7,6 (7,1)	5,6 (5,0)
Kina	6,7	6,1	2,3 (2,0)	8,3 (8,1)	6,0 (5,5)

Skøn fra november-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	2,2	1,9
Euroområdet	- samlet inflation	1,8	1,2	0,3	1,5	1,2
	- kerneinflation	1,0	1,1	0,7	1,1	1,2

Tabellen indeholder årsgennemsnit

Kilde: Jyske Bank

		<b>Aktuel rente</b>	<b>Jun. 2021*</b>	<b>Feb. 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	0,00	0,25	0,75
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.