

Januar 2017

Nordisk Økonomi

Økonomi og finans

- Danmark: Fra krisefrygt til ophedningsfare
- opsvinget fortsætter i de kommende år, men hold øje med arbejdsmarkedet
- Sverige: Ligger økonomien i dvale?
- fortsat vækst over trend og lav inflation
- Norge: Moderat vækst
- mere fart på økonomien, men det går langsommere end tidligere ventet
- Finland: Væksten får bedre fat
- økonomien overrasker positivt, men der er også udfordringer

Markets Research

Redaktionen afsluttet 4. januar 2017

Investeringsanalyse

Ansvarshavende redaktør:

Las Olsen	Cheføkonom	+45 45 12 85 36	laso@danskebank.dk
-----------	------------	-----------------	--------------------

Makroøkonomi:

Bjørn Tangaa Sillemann	Danmark	+45 45 12 82 29	bjsi@danskebank.dk
Louise Aggerstrøm Hansen	Danmark	+45 45 12 85 31	louhan@danskebank.dk
Mark Thybo Naur	Danmark	+45 45 12 85 26	mnau@danskebank.dk
Roger Josefsson	Sverige	+46 (0)8-568 805 58	rjos@danskebank.se
Frank Jullum	Norge	+47 85 40 65 40	fju@danskebank.no
Pasi Petteri Kuoppamäki	Finland	+358 (0)10 546 7715	paku@danskebank.com
Henna Mikkonen	Finland	+358 (0) 10 546 6619	hmi@danskebank.com

Denne publikation findes også på websiden www.danskebank.dk/analyse.

Statistisk kildemateriale: Datastream, Macrobond Financial, OECD, IMF, National Institute of Economic and Social Research, Danmarks Statistik og andre nationale statistiske institutter samt egne beregninger.

Indhold

Nordisk Økonomi	Synkron fremgang	4
Danmark	Fra krisefrygt til ophedningsfare	5
	Prognosen i tal	10
Sverige	Ligger økonomien i dvale?	11
	Prognosen i tal	16
Norge	Moderat vækst	17
	Prognosen i tal	23
Finland	Væksten får bedre fat	24
	Prognosen i tal	29
Globalt overblik	Opsving, reflation og politisk usikkerhed	30
	Makroøkonomisk prognose	33
	Finansiell prognose	34

Nordisk Økonomi er en kvartalspublikation, der fokuserer på de økonomiske udsigter for de nordiske lande og sætter den økonomiske udvikling på vores hjemmemarkeder i en international sammenhæng. Kvartalspublikationen *Det Globale Billede* præsenterer vores forventninger til udviklingen i den internationale økonomi.

Nordisk Økonomi

Synkron fremgang

Global vækst hjælper Norden

Det tegner relativt lyst for de økonomiske konjunkturer her ved indgangen til 2017. Nøgletallene peger på højere vækst samtidig i alle verdens store regioner, hvilket er usædvanligt og godt nyt for små, åbne økonomier som de nordiske. Det er bl.a. derfor, vi også venter en form for synkront opsving i de nordiske lande. Vækstraterne i de enkelte nordiske økonomier har divergeret usædvanlig meget i de seneste år, men her i 2017 venter vi, at væksten vil spænde fra 1,3 % i Finland til 1,8 % i Norge. Bortset fra i Sverige vil væksten desuden være lidt højere end i 2016. Sveriges høje vækst sidste år skyldtes overvejende udviklingen i 2015.

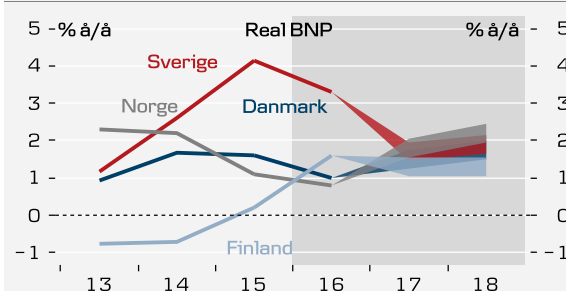
Vækstrater på under 2 % ligner måske ikke et egentligt opsving, når man ser det i et historisk perspektiv, men som i resten af verden er den potentielle vækst faldet som følge af skuffende produktivitetsvækst. Vores vækstprognose er dog høj nok til, at beskæftigelsen vokser, og ledigheden i det store og hele falder. Vi håber desuden på, at vi også får noget, der ligner et opsving i erhvervsinvesteringerne, der stort set ikke er vokset siden kriseårene. Det vil bidrage til højere produktivitetsvækst både i Norden og på globalt plan samt øge efterspørgslen bl.a. efter nordiske investeringsgoder og søtransport. Når vi også venter lidt divergens i vækstraterne i de nordiske lande i 2018, er det også fordi, den underliggende vækst ikke er ens i de fire nordiske lande, hvilket blandt andet skyldes betydelige forskelle i de demografiske forhold.

Risikofaktorerne er kun delvis synkrone

Selv om de globale konjunkturer ser pæne ud, er der også betydelige risikofaktorer. Den nye amerikanske administration ventes at føre en mere protektionistisk politik, hvilket kan være særlig negativt for de nordiske lande med deres meget åbne økonomier. Europa står i en svær politisk situation med vigtige valg i en række lande samtidig med Brexit-forhandlingerne. Der er risiko for en gældskrise i Kina, som kan få følger på globalt plan, og USA skal i gang med at forhøje centralbankrenterne fra et niveau på omkring nul, hvilket ikke har været prøvet før.

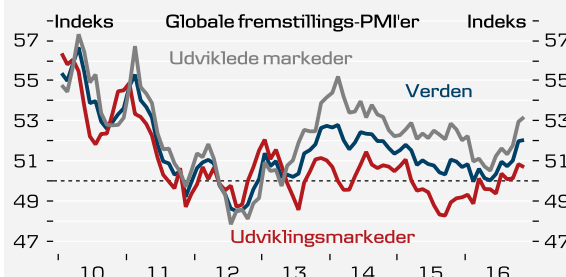
Til trods for udsigten til en relativt synkron konjunkturudvikling i år, er der mange forskelle mellem de nordiske lande, når vi ser på den underliggende økonomi. Sverige er på vej ned i gear efter en række år med høj vækst, der bl.a. har været drevet af kraftigt stigende boligpriser, men prisstigningerne på boligmarkedet aftager nu. Norge er i bedring efter en vis stilstand, men ikke en egentlig recession i økonomien, der skyldes faldet i olieprisen, og der er ikke den store ledige kapacitet i norsk økonomi, især ikke på boligmarkedet, der er præget af meget store prisstigninger. Finland er først nu i bedring efter en langvarig recession fra 2012 til 2014, og konkurrenceevnen er i færd med at blive genoprettet. I Danmark har opsvinget måske nok været præget af forholdsvis beskeden BNP-vækst, men det har været i gang i fire år, og der er ikke mange ledige ressourcer i dansk økonomi.

Mere normalt billede i år



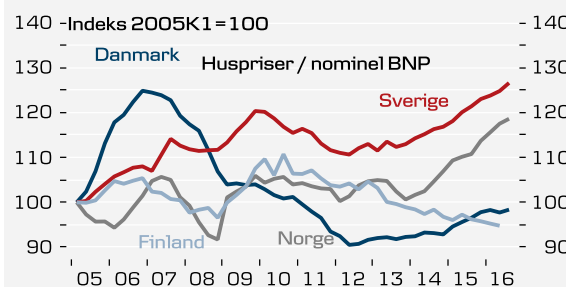
Kilde: Nationale statistikbureauer

Det globale opsving hjælper til



Kilde: Markit Economics

Boligpriserne udvikler sig ikke synkront



Kilde: Nationale statistikbureauer

Danmark

Fra krisefrygt til ophedningsfare

Opsvinget kan blive kraftigt i de kommende år

Det økonomiske opsving i Danmark er på vej ind i sit femte år. Hidtil har det været præget af forholdsvis beskeden BNP-vækst og en accelererende vækst i beskæftigelsen. Vores hovedscenarium er, at BNP-væksten får lidt mere fart på, mens beskæftigelsesvæksten bliver lidt lavere, fordi virksomhederne i stigende grad øger produktionen via større investeringer og ikke bare flere ansatte. Men i forhold til tidligere ser vi nu en mere markant mulighed for, at det kommer til at gå hurtigere, og dermed også risiko for overophedning – ikke lige nu, men i løbet af de kommende år. Den globale økonomi er på vej ind i et synkront opsving, og hvis stemningen for alvor vender til det positive, er der mulighed for væsentligt større stigninger i både privatforbrug og investeringer herhjemme, end vi har i prognosen. Der er udsigt til fortsat lav rente de kommende år, og det gør, at en ændret stemning hurtigt og markant kan slå igennem på økonomien. Som altid er der dog også risiko for en dårligere udvikling. Det globale opsving er truet af politisk uro, og gældsvæksten i Kina samt rentestigninger i USA kan skabe fornyet usikkerhed, og de aktuelle tal for erhvervs- og forbrugertillid tyder nærmere på tilbagegang i forbrug og investeringer.

Danmarks Statistik har gennemført en stor revision af nationalregnskabstallene, som nu tegner et væsentligt mere positivt billede af BNP- og produktivitetsudviklingen i Danmark. I de private byerhverv, som er eksklusive blandt andet råstofudvinding, steg produktionen pr. arbejdstime med 1,8 procent om året i 2012-2015, og ikke med 0,4 procent, som tallene hidtil viste. Med de nye tal kan man ikke længere sige, at Danmark har en specielt ringe produktivitetsudvikling sammenlignet med andre lande, især ikke, når man tager højde for, at prisen på dansk import er faldet i forhold til prisen på eksporten.

Den samlede vækst i Danmark trækkes dog ned af faldende energiproduktion i Nordsøen, og produktionen pr. indbygger påvirkes af, at vi bliver flere og flere uden for den arbejdsdygtige alder. Det hører også med til historien, at produktivitetsudviklingen i resten af verden bestemt ikke har imponeret de senere år. Velstanden pr. dansker er groft sagt uændret over de sidste ti år.

Nye hænder kræves til jobvækst

Vores prognose indebærer en stigning i beskæftigelsen på godt 66.000 personer over de næste to år. Arbejdsløsheden er allerede lav, og stigningen vil kræve en næsten lige så stor stigning i arbejdsstyrken. Det mener vi også er realistisk, givet befolkningsudviklingen og potentialet for, at en større andel af befolkningen kan være i arbejde. Men der står altså ikke i udgangspunktet en stor gruppe jobparate arbejdsløse, og det øger sandsynligheden for, at den stigende efterspørgsel efter arbejdskraft vil føre til flaskehalsproblemer og øget lønpres. Lønveksten i Danmark er i forvejen højere end i udlandet, ligesom lønningernes andel af den samlede produktion er på et historisk set højt niveau.

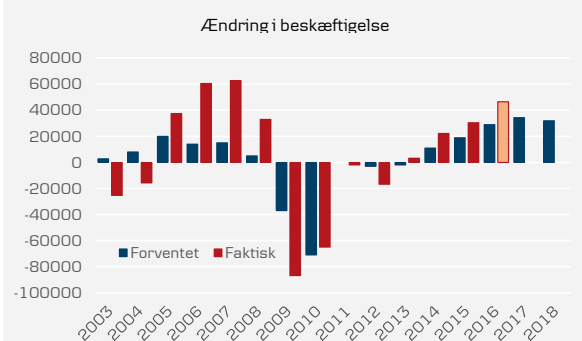
I løbet de kommende måneder skal der forhandles nye overenskomster på en stor del af det private arbejdsmarked. Ved sidste forhandling, i 2014, blev der

Ændringer i forhold til seneste prognose

	Danmark			Tidligere prognose	
	Nuværende prognose			2016	2017
% å/å	2016	2017	2018	2016	2017
BNP	1,0	1,5	1,8	1,1	1,7
Privatforbrug	1,8	1,6	2,0	1,6	1,7
Offentligt forbrug	1,3	1,0	0,5	1,0	0,7
Faste bruttoinvesteringer	3,9	3,2	3,7	1,0	2,9
Eksport	0,1	2,2	2,7	0,6	2,8
Import	1,3	3,4	3,4	0,7	3,5
Bruttoledighed (1000 personer)	112,3	107,9	103,8	112,8	107,0
Inflation	0,3	1,3	1,5	0,3	1,3
Offentlig saldo, % af BNP	-1,7	-1,3	-0,7	-0,6	-1,2
Betalingsbalance, % af BNP	7,4	7,3	7,3	6,4	6,6

Kilde: Danske Bank

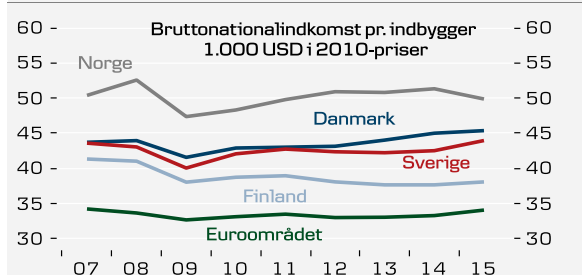
Opsving har overrasket positivt – det kan ske igen



Anm: "Forventet" er forventningen fra regeringen i december året før, undtagen 2017-2018, som er Danske Banks forventning

Kilde: Danmarks Statistik, Økonomisk Redegørelse og Danske Bank

Indkomst stagnerer, herhjemme og hos naboer



Kilde: OECD og national statistik

aftalt beskedne lønstigninger, men på grund af den uventet lave inflation siden da har resultatet faktisk været en stor fremgang i reallønnen. På den baggrund har vi lagt forholdsvis beskedne lønstigninger omkring 2 procent om året ind også i de kommende år, selv om arbejdsmarkedet er væsentligt strammere nu. Det er dog oplagt, at det kan komme til at gå væsentligt hurtigere.

Lave renter længe

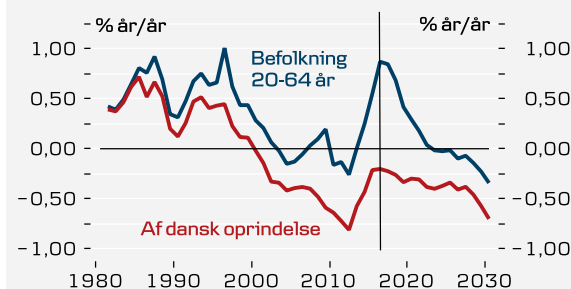
Der er ikke udsigt til ændringer af pengepolitikken fra Den Europæiske Centralbank (ECB) i 2017, og vi regner heller ikke med renteændringer i Danmark. Vi har tidligere set, at politisk uro i Europa kan udløse pres for en stærkere krone, og det kan meget vel gentage sig i år. Vores vurdering er, at Nationalbanken i så fald vil reagere med intervention i valutamarkedet frem for med rentenedsættelser, men den intervention kan også presse markedsrenterne lidt nedad. I løbet af 2018 er det forventningen, at ECB vil neddroge sit obligationskøbsprogram, og det vil alt andet lige tale for højere renter i Danmark. Selvom vi ikke venter en egentlig renteforhøjelse fra ECB før tidligst i 2019, kan det godt komme lidt før i Danmark, hvor den laveste officielle rente er lavere end ECB's laveste rente. De lange renter i Danmark er steget på baggrund af højere renter i USA, og den udvikling kan meget vel fortsætte. Hvor stærkt det kommer til at gå, er helt afhængigt af den globale udvikling, specielt i inflationen. I løbet af 2017 forventer vi, at den 10-årige rente stiger med omkring et halvt procentpoint.

Offentligt forbrug stiger mere end planlagt

Der har været en uventet kraftig stigning i det offentlige forbrug i 2016. Alene i 3. kvartal steg det 1,4 procent. Med mindre der har været et stort fald i forbruget i 4. kvartal, bliver det meget svært at nå regeringens forventning om en forbrugsvækst på 0,4 procent i 2016 og 0,7 procent i 2017. Det stigende offentlige forbrug er sket på trods af færre offentligt ansatte og skyldes stigende køb af varer og tjenester. I forvejen var der planlagt et strukturelt underskud meget tæt på 0,5 procent af BNP, som er det normale maksimum for det tilladte underskud i budgetloven, og der er heller ikke budgetteret med en opstramning af finanspolitikken fra 2016 til 2017. Selvom forbruget er steget mere end ventet, er der alligevel udsigt til, at det faktiske underskud på de offentlige finanser bliver mindre, ikke mindst fordi stigende beskæftigelse giver mindre udgifter og større indtægter.

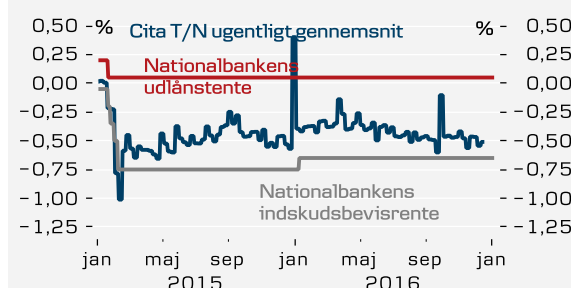
Som konjunkturerne ser ud, og med udsigt til lave renter længe endnu, vil det være oplagt med en klar opstramning af finanspolitikken i 2018. Da den nuværende regering blev dannet i november, skete det på et grundlag, der blandt andet handler om skattelettelser. Det kan godt lade sig gøre inden for rammerne af en strammere finanspolitik, hvis det er modsvaret af, at det offentlige forbrug vokser langsommere end økonomien som helhed. Regeringsgrundlaget rummer i udgangspunktet en offentlig forbrugsvækst på 0,3 procent om året, og hvis det realiseres, vil der være et betydeligt råderum fremadrettet. De nye nationalregnskabsstal viser en betydeligt højere vækst i produktiviteten i den offentlige sektor end hidtil, og det betyder, at en given stigning i det offentlige forbrug kan nås med en lavere stigning i de offentlige udgifter.

Bedre integration kan give plads til mere vækst



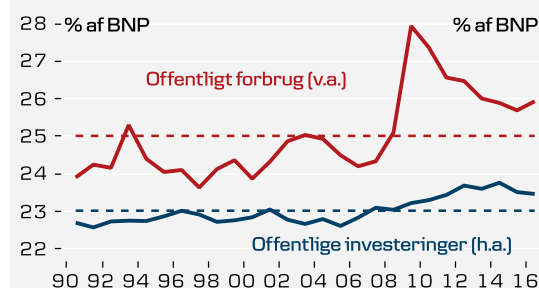
Kilde: Danmarks Statistiks befolkningsfremskrivning

Markedsrenter kan stige uden formel renteforhøjelse



Kilde: Nasdaq OMX og Danmarks Nationalbank

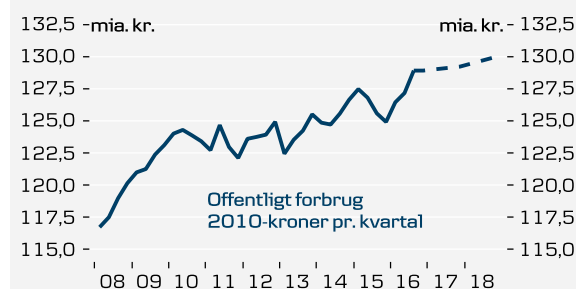
Offentligt forbrug af investeringer ligger højt historisk set



Anm.: 2016 afspejler 1.-3. kvartal 2016. Stiplede linjer angiver historisk gennemsnit siden 1990.

Kilde: Danmarks Statistik

Vores prognose kræver svag offentlig vækst



Kilde: Danmarks Statistik og Danske Bank

Inflation på vej op

Nu er den endelig på vej tilbage – inflationen. Vi regner med, at den for første gang i tre år vil runde 1 % i begyndelsen af i år. Igennem 2016 har først energipriserne, og sidenhen store fald i prisen på mobiltelefon tjenester og tøj holdt forbrugerprisinflationen meget lav. Faktisk var inflationen i 2016 på sit laveste niveau siden 1953. I 2017 regner vi med, at inflationen stiger til 1,2 %, og selvom det er væsentlig højere, end vi har været vant til de seneste år, er det stadig lavt. Det skal ses i lyset af en lav inflation globalt set, som bidrager til lave priser på importerede varer, men også nogle (i nominelle termer) beskedne lønstigninger herhjemme, der især er med til at holde prisudviklingen på indenlandske tjenester nede. Der er desuden en vis indbygget træghed i dansk inflation, da den påvirker størrelsen på huslejestigningen i en stor del af lejeboligmassen. På den måde er den lave inflation fra sidste år med til at holde inflationen lav i 2017.

Udsigt til flere år med fremgang på boligmarkedet

Der er fremgang på boligmarkedet på tværs af landet. Det går stadig stærkest i og omkring de store byer, men samtlige landsdele oplever stigende priser. Boligmarkedet understøttes af den generelle økonomiske fremgang, stigende indkomster og meget lave renter. Disse faktorer vil på den ene side drive priserne i vejret over prognoseperioden. På den anden side forventer vi også, at der vil blive lagt en vis dæmper på priserne, da de lange renter så småt vil stige i løbet af prognoseperioden, og fordi stigende byggeaktivitet vil øge udbuddet af boliger. Det er dog langt fra nok til at slå boligmarkedet ud af kurs, og vi venter, at priserne fortsætter med at stige hurtigere end den generelle prisudvikling.

Venstre-regeringens udspil til et nyt boligskaftesystem lagde op til, at boligskaften på sigt igen vil følge prisudviklingen, og dermed virke stabiliserende for boligmarkedet. Det vil imidlertid først have virkning fra 2021 og frem, hvis det vedtages. Vi afventer endnu den nye regerings justerede

forslag til boligbeskatningen. Frem til 2021 vil en fastfrysning af grundskylden fra 2017-20, som der er lagt op til i regeringsgrundlaget, bidrage til at løfte priserne.

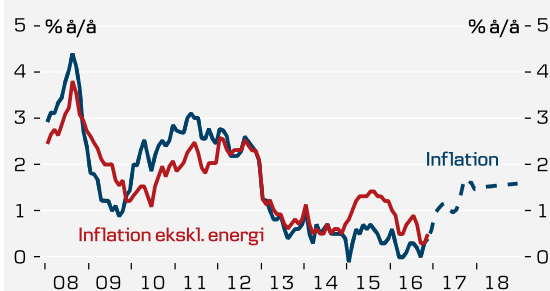
Med udsigt til flere år med stigende priser vil der være fokus på, om det giver anledning til bobledannelse på boligmarkedet – særligt i de dyre områder, hvor fortsat lave renter og boligskafter, der ikke stiger med priserne, vil drive priserne yderligere op. Kreditvæksten er imidlertid stadig lav, og der er langt op til de kraftige stigninger, som vi så i midten af 00'erne. Som det ser ud nu, er der ikke grund til alarm, da prisstigningerne stadig har rod i faktiske

økonomiske forhold. Begynder vi at se kraftige stigninger i udlånsvæksten de kommende år, kan det imidlertid give anledning til bekymring for, at der skabes en decideret forventningsdrevet boble. Selvom prisstigningerne stadig har rod i faktiske økonomiske forhold, betyder det ikke, at priserne ikke kan falde igen – eksempelvis hvis renterne stiger – særligt i de dyre områder.

Forbruget vokser lidt hurtigere end indkomsterne

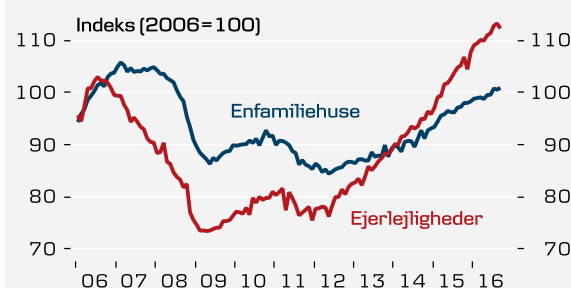
Privatforbruget har været en afgørende drivkraft bag opsvinget de seneste år. Det stigende forbrug afspejler, at danskerne har flere penge mellem hænderne, da lønningerne vokser hurtigere end priserne. Den effekt var størst i 2016 som følge af den ekstremt lave inflation, men vil også være til stede de kommende

Udsigt til højere inflation



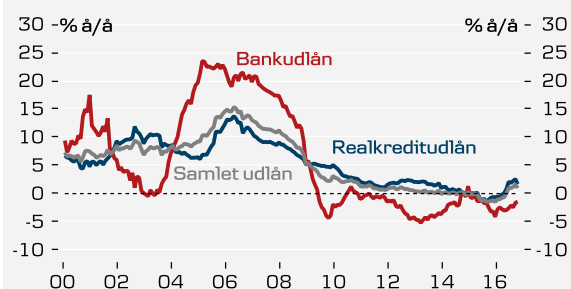
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Boligpriserne fortsætter op



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Kreditgivningen er så småt begyndt at vokse, men meget langsommere end i 00'erne.



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

år. Forsat fremgang på arbejdsmarkedet er også med til at løfte danskernes lønindkomst, blandt andet fordi flere går fra overførselsindkomster til beskæftigelse.

I 2017 og 2018 forventer vi, at forbruget kan begynde at vokse en smule hurtigere end indkomsterne efter en årrække, hvor danskerne har brugt mindre, end de har tjent. Vi forventer ikke, at forbruget vokser meget hurtigere end indkomsterne, som vi så i midten af 00'erne, hvor der over en længere periode gik færre penge ind på danskernes konti, end der gik ud. Vi forventer i stedet, at en beskeden stigning i låntagningen også vil løfte forbruget. Det er muligt, da danskerne efterhånden er nået langt med at få skabt balance i deres økonomi, efter at mange i en årrække har brugt fremgangen i indkomst på at nedbringe gæld frem for at bruge de ekstra penge, der kommer ind, på forbrug. Når låntagning nu også kan begynde at finansiere en del af forbruget skyldes det også, at friværdierne er blevet genopbygget mange steder i landet som følge af de seneste års stigninger i boligpriserne.

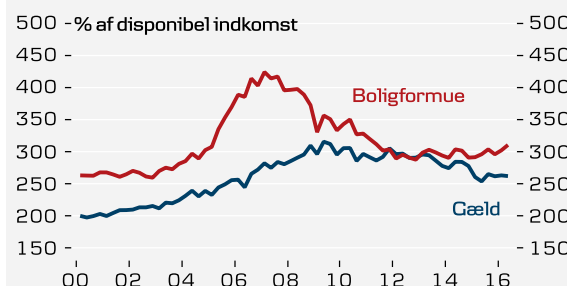
Svag verdenshandel og dyk i Nordsø-produktionen tyngede eksporten i 2016

2016 har været et sløjt år for dansk eksport. Vi regner faktisk med, at den stort set ikke er vokset siden 2015. Det skyldes især, at vareeksporten har været svag igennem 2016. En del af udviklingen kan forklares med et stort fald i energi-eksporten, hvilket blandt andet skal ses på baggrund af en faldende produktion i råstofindvindingen. Energieksporten kan svinge meget i takt med produktionsstop og -start på diverse oliefelter i Nordsøen, og det kan have stor betydning for den samlede eksport. Set over en længere periode skal vi dog heller ikke fremover regne med, at energieksporten vil bidrage positivt til eksportvæksten. Men der hersker fortsat en del usikkerhed om den fremtidige Nordsøproduktion. Målt i kroner og øre har eksporten af råstoffer desuden trukket ned i 2016, hvilket især kan tilskrives store fald i minkpriserne. At vareeksporten trods alt har været omtrent uændret igennem 2016, kan blandt andet tilskrives en stigende medicinaleksport, mens landbrugseksporten og de mere konjunkturfølsomme dele af eksporten har oplevet en mere flad udvikling.

Tjenesteeksporten har heller ikke været imponerende, hvilket især skyldes en faldende dansk eksport af søtransport. Søtransporten er afhængig af fremgang i den globale varehandel. Verdenshandlen har imidlertid ligget underdrejet på det seneste, dels fordi den globale økonomiske vækst har været begrænset, men også fordi den vækst, der trods alt har været, er blevet mindre handelsintensiv de senere år. Vi forventer, at der gradvist kommer lidt mere fart på eksporten over den kommende tid. Der er økonomisk fremgang på vores primære eksportmarkeder for tiden – en fremgang, som vi forventer kan fortsætte, og det giver en god grobund for at afsætte flere varer fremadrettet.

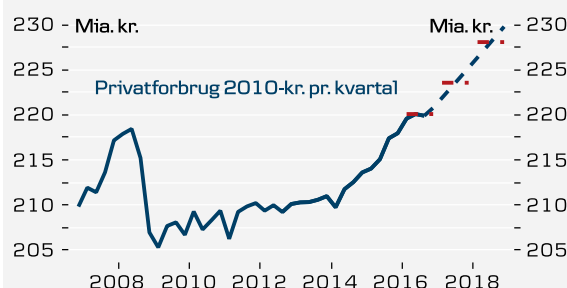
Vi regner med, at den globale vækst vil tiltage en anelse fremover, og når økonomierne rundt omkring i verden begynder at nærme sig kapacitetsgrænsen, så vil det kræve flere investeringer for at holde væksten i gang. Det kan bidrage til at trække verdenshandlen op, da investeringer typisk er relativt importtunge. Og det vil trække en større efterspørgsel efter både danske industrivarer men også søfragt med sig. I kombination med at der har været en markant udvidelse af den danske handelsflåde de senere år, giver det gode muligheder for eksportfremgang.

Husholdningernes gæld er nedbragt og boligformuen er på vej op igen



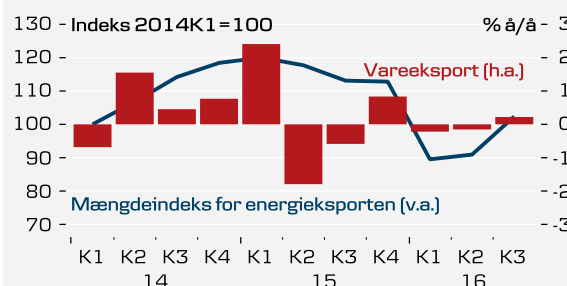
Kilde: Danmarks Statistik, Realkreditrådet og Realkredit Danmark

Udsigt til fortsat vækst i privatforbruget



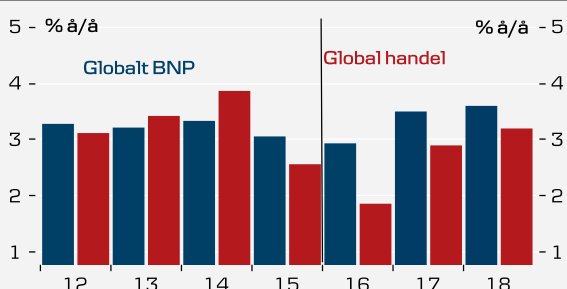
Kilde: Danmarks Statistik, Danske Bank

Energi har trukket vareeksporten ned i 2016



Kilde: Danmarks Statistik

Lidt større global fremgang lover godt for eksporten



Kilde: OECD og Danske Banks skøn for global BNP-vækst

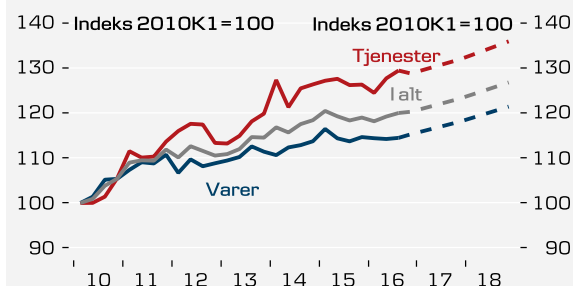
Der er dog en betydelig usikkerhed forbundet med den kommende amerikanske præsident Donald Trumps særdeles protektionistiske dagsorden, som potentielt kan komme til at hæmme verdenshandlen.

Meget store overskud på betalingsbalancen vil dæmpes lidt af opsvinget

Overskuddet på betalingsbalancen er aftaget en del igennem 2016, hvilket især skyldes den markante nedgang i søtransporten. Her har både faldende aktivitet og massive dyk i fragtraterne bidraget til at trække overskuddet på handelsbalancen ned med knap 17 mia. kr. de ti første måneder af 2016 sammenlignet med samme periode i 2015. Et fald i nettoformueindkomsten fra et meget højt niveau har dog også medvirket. Overskuddet på betalingsbalancen er dog fortsat meget stort – særligt efter revisionen af tallene i oktober, hvor overskuddet i 2015 blev løftet med 46 mia. kr. svarende til 2¼ procent af BNP.

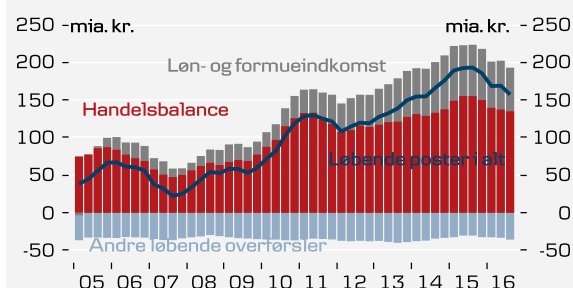
I de kommende år forventer vi, at en konjunkturnormalisering vil trække overskuddet på handelsbalancen lidt ned. Der er fortsat et ret stort potentiale for at få virksomhedernes investeringer op i gear både hos vores samhandelspartnere og herhjemme. Det vil gradvist trække mere udenrigshandel med sig, men vi regner med, at det giver lidt større potentiale for øget dansk efterspørgsel efter udenlandske varer end udenlandsk efterspørgsel efter danske varer. Det mindre overskud på handelsbalancen vil dog til dels blive modvirket af voksende afkast på nettoformuen. Det skyldes, at overskuddene på betalingsbalancen i sig selv giver et stort dansk placeringsbehov i udlandet, men også at sammensætningen af nettoformuen tilsiger et større afkast på danske investeringer i udlandet end udenlandske investeringer i Danmark. Vi regner med, at de to modgående effekter giver lidt lavere overskud på betalingsbalancen fremover. For mere dybdegående analyse se *Research Danmark: Stort overskud på betalingsbalancen er kommet for at blive.*

Moderate udsigter for eksporten, men dog bedring forude



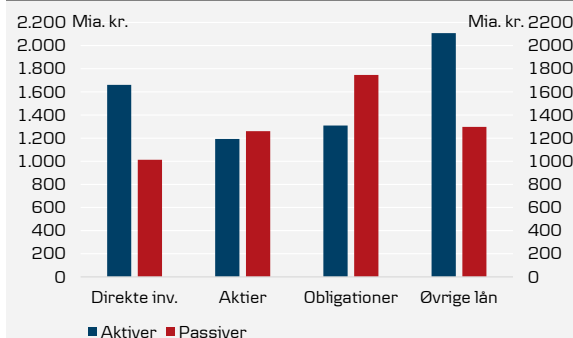
Kilde: Danmarks Statistik og Danske Bank

Stort dyk i søtransporten trak et meget stort overskud på betalingsbalancen ned i 2016



Kilde: Danmarks Statistik

Direkte investeringer giver stort afkast på den danske udlandsformue



Anm.: Figuren viser formuen per 2. kvartal 2016

Kilde: Danmarks Statistik

Danmark: Prognosen i tal

Forsyningsbalance	2015	2015	Prognose		
			2016	2017	2018
	mia. kroner (løbende priser)		% å/å		
Privatforbrug	926,5	2,0	1,8	1,6	2,0
Offentligt forbrug	520,8	0,6	1,3	1,0	0,5
Faste bruttoinvesteringer	389,9	2,5	3,9	3,2	3,7
- Erhvervsinvesteringer	236,7	4,1	2,3	3,7	3,6
- Boliginvesteringer	82,0	3,8	11,5	4,0	6,9
- Offentlige investeringer	71,3	-3,9	0,5	0,5	-0,4
Væksbidrag fra lagerændringer	-0,3	-0,3	-0,4	0,2	0,1
Eksport	1119,5	1,8	0,1	2,2	2,7
- Vareeksport	690,3	2,1	-0,2	2,1	2,7
- Tjenesteeksport	429,2	1,4	0,6	2,5	2,8
Import	969,5	1,3	1,3	3,4	3,4
- Vareimport	604,7	1,7	1,2	4,4	3,5
- Tjenesteimport	364,8	0,5	1,6	1,7	3,2
BNP	2027,2	1,6	1,0	1,5	1,8

Økonomiske nøgletal	2015	2016	2017	2018
Betalingsbalancen, mia. kr.	185,6	153,1	155,3	158,8
- % af BNP	9,2	7,4	7,3	7,3
Offentlig sektors saldo, mia. kr.	-27,2	-34,3	-28,1	-14,8
- % af BNP	-1,3	-1,7	-1,3	-0,7
Offentlig bruttogæld, mia. kr.	801,8	781,7	788,0	790,6
- % af BNP	39,6	38,0	37,2	36,2
Beskæftigelse (årgennemsnit, 1000 pers.)	2828,7	2875,2	2909,6	2941,6
Bruttoledigheden (årgennemsnit, 1000 pers.)	123,0	112,3	107,9	103,8
- % af arbejdsstyrken (DST definition)	4,6	4,2	4,1	3,9
Oliepris - dollar pr. tønde (årgennemsnit)	52	43	53	58
Huspriser, % å/å	6,1	3,9	4,1	3,7
Lønniveau i den private sektor, % å/å	1,5	1,8	2,0	2,1
Forbrugerpriser, % å/å	0,5	0,3	1,3	1,5

Finansielle nøgletal	19-01-2017	+3 mdr.	+6 mdr.	+12 mdr.
Udlånsrente	0,05	0,05	0,05	0,05
Indskudsbevisrente	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65
2-årig swap-rente	0,00	0,10	0,10	0,20
10-årig swap-rente	1,00	1,10	1,15	1,55
EUR/DKK	7,44	7,44	7,44	7,44
USD/DKK	6,98	7,08	6,89	6,64

Kilde: Danmarks Statistik, Nationalbanken, Macrobond, Danske Bank

Sverige

Ligger økonomien i dvale?

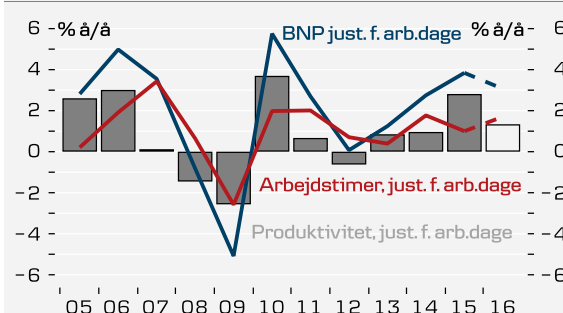
- Efterspørgselsvæksten er fortsat solid i Sverige. Den årlige økonomiske vækst var på 3,5 % i gennemsnit i de første tre kvartaler af 2016. Vi tror imidlertid, at den gennemsnitlige vækst i hele 2016 bliver tættere på 3 % som følge af et meget stærkt 4. kvartal i 2015.
- Vi venter en vækst på 2 % i 2017 og 2018, hvilket er lidt over vores skøn for den potentielle vækst efter finanskrisen (1,5 %). Der er åbenlyse indenlandske og internationale risikofaktorer, men vores prognose afspejler, at Riksbanken har holdt hånden under erhvervslivet med meget lave finansieringsomkostninger.
- Bedringen på det svenske arbejdsmarked fortsætter stille og roligt, selv om jobvæksten aftog lidt igennem 2016. Samtidig ser faldet i ledigheden ud til at være gået i stå. Vi venter fortsat ledighed på lige over 7 % i prognoseperioden.
- Høj efterspørgsels- og jobvækst ser ikke umiddelbart ud til at være konsistent med relativt høj og stabil ledighed. En stor del af forklaringen er imidlertid en meget stor tilstrømning af immigranter til Sverige i de seneste år. Vi venter, at tilstrømningen til arbejdsmarkedet stiger i de kommende to år, i takt med at mange immigranter afslutter sprogkurser og jobtræning og dermed kommer til at indgå i arbejdsstyrken.
- Løninflationen er fortsat meget lav i Sverige, til trods for at ledigheden på 'kernearbejdsmarkedet' (indenlandsk fødte personer mellem 25 og 54 år) er noget af det laveste, vi har set, siden starten af 1990'erne. Selv når vi tager højde for de forventelige oprevisioner og lønglidningen, ser den årlige løninflation ud til at ligge under 2,5 %.
- Vi venter ikke, at lønudviklingen ændrer sig meget fremover. For det første er virksomhedernes overskudsandel relativt lav set i et historisk perspektiv; for det andet melder virksomhederne om hård konkurrence og en bekymrende udvikling i efterspørgslen; for det tredje har reallønsvæksten været meget høj i Sverige; og for det fjerde er arbejdsgiverne og arbejdstagernes forventninger til den fremtidige lønvækst beherskede. Derfor ventes den årlige vækst i timelønningerne kun at stige gradvist fra de aktuelle 2,5 % mod 3 % i 2018.
- Inflationen udgør normalt det halve af løninflationen, så den ventede stigning i løninflationen til 3 % er ikke tilstrækkelig til at trække inflationen meget nærmere på inflationsmålet.
- Stigningen i prisen på olie og andre råvarer på det seneste kan imidlertid sammen med den svage svenske krone (SEK) trække inflationen op i hvert fald midlertidigt. Vi venter, at råvarepriserne stiger en anelse, men også at SEK vil blive styrket lidt fremover. Samlet set betyder dette, at inflationen stiger lidt fra sommeren 2017.
- Vi venter derfor, at Riksbanken forlænger obligationsopkøbene igen, så de øges med mindst 30 mia. SEK, inden for de kommende seks måneder, samt at renten nedsættes en sidste gang med 0,1 procentpoint.

Ændringer i forhold til seneste prognose

	Sverige			
	Nuværende prognose		Tidligere prognose	
% å/å	2017	2018	2017	2018
BNP, kalenderjusteret	2,0	2,0	2,0	-
Privatforbrug	1,5	2,0	1,1	-
Offentligt forbrug	2,0	1,3	2,1	-
Faste bruttoinvesteringer	1,9	2,1	2,3	-
Eksport	3,5	4,1	3,0	-
Import	3,4	4,4	3,4	-
Ledighedsprocent	7,2	7,1	6,8	-
Inflation	1,3	1,4	0,8	-
Offentlig saldo, % af BNP	-0,7	-0,5	-0,5	-
Betalingsbalance, % af BNP	4,5	4,5	5,0	-

Kilde: Danske Bank

BNP, antal arbejdstimer og produktivitet



Kilde: Konjunkturinstitutet (KI), Sveriges Statistik (SCB), Danske Bank

Vi venter flere pengepolitiske lempelser



Kilde: National Institute for Economic and Social Research (NIESR), KI, SCB, Danske Bank

Lys for enden af tunnelen?

Vores nye internationale vækstprognose tegner et mere positivt billede af den globale efterspørgsel. Det er især USA og euroområdet, der forventes at vokse hurtigere end i de foregående år, mens vækstmarkederne vender tilbage til en situation med højere vækst. Det er utvetydigt positivt, da de udviklede økonomier tegner sig for den største del af det svenske eksportmarked. Det skal dog også med, at vi venter relativt lav investeringsvækst på globalt plan, mens forbruget ventes at accelerere. Det er mindre positivt set i svensk industris perspektiv, da svensk eksportindustri overvejende er rettet mod råvarer og investeringsgoder.

Vi venter en importvækst på de svenske eksportmarkeder på 3,5 % både i 2017 og 2018 efter en relativt sløj vækst på 2,5 % i 2016. De svenske eksportvirksomheder vandt markedsandele både i 2014 og 2015, og vi venter, at de vil fastholde markedsandelen i prognoseperioden. Eksporten ser ud til at være vokset mindst 2,7 % i 2016 og ventes at accelerere til en vækst på 4,0 % i 2017 og 4,1 % i 2018 (i mængder og korrigeret for antal arbejdsdage).

De finansielle forhold vil fortsat være lempelige i 2017

Vi har lige siden finanskrisen i 2007/08 sagt, at de nominelle renter og realrenterne skulle ned – i hvert fald så længe det var foreneligt med den økonomiske politik. Vi tror imidlertid, at det er ved at være slut med de ukonventionelle pengepolitiske midler som obligationsopkøb, da Riksbanken og andre centralbanker åbent taler om 'pengepolitisk træthed', dvs. en bevidsthed om, at centralbankerne ikke kan vedblive med at opkøbe obligationer og nedsætte renten i det uendelige. Det er selvfølgelig stadig muligt, at man tager andre og endnu mere kontroversielle midler i brug, men de er formentlig reserveret til en potentiel recession el.lign.

I betragtning af den relativt stærke udvikling i svensk økonomi venter vi, at Riksbanken vil være forrest i denne udvikling. Under alle omstændigheder vil investorerne forlange en højere risikopræmie bl.a. på at ligge med lange obligationer, når centralbankernes skævvridning af markedets forventninger til centralbankrenterne reduceres. Det afgørende spørgsmål er, om risikopræmien stiger hurtigere end indkomsterne og dermed holder efterspørgselsvæksten nede. Det er ikke vores hovedscenarie, at det sker, men det er noget, vi vil holde nøje øje med i de kommende måneder og år.

Det betyder, at de lange markedsrenter stiger, mens de korte renter vil ligge fastforankrede omkring det nuværende niveau, og vi får dermed en endnu stejlere rentekurve. Kreditpræmien vil også stige, så de finansielle forhold strammer yderligere til.

Nominelt set er den svenske kronekurs utvivlsomt svag, og vi mener også, at der er fundamentale faktorer, der taler for en styrkelse af den svenske valuta. Vi har imidlertid også visse forbehold over for det generelle indtryk af, at den svenske krone er meget svag. Det hænger bl.a. sammen med eksportsektorens konkurrenceevne, og at centralbankernes indgreb skævvrider prisdannelsen på valutamarkederne. Vi har derfor kun indregnet en meget lille styrkelse af den svenske kronekurs i vores prognose.

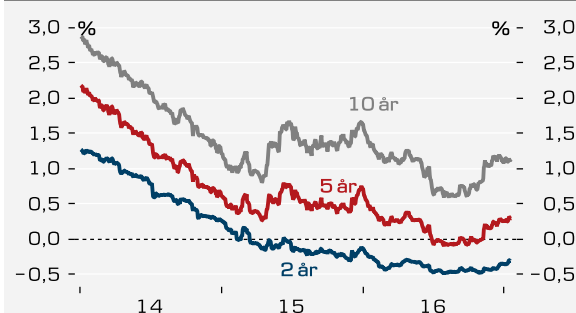
Det svenske aktiemarked er steget imponerende i de seneste år, men stigningerne ventes fremover at ligge på niveau med den nominelle økonomiske vækst i Sverige, da mulighederne for at øge virksomhedernes overskud via omkostningsreduktioner nu i det store og hele er ved at være udtømt.

Svensk eksport accelererer i 2017 og 2018



Kilde: NIESR, KI, SCB, Danske Bank

Renterne stiger igen



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Vi har set en bedring på boligmarkedet, efter at kravene til afdragsbetalingerne på boliglån blev strammet i juni 2016. Boligprisstigningerne ser imidlertid ud til at være aftaget siden begyndelsen af 2015, hvilket er sammenfaldende med en meget stor fremgang i boliginvesteringerne. Vi venter at prisstigningerne vil aftage yderligere fremover, og at boligpriserne i stigende grad vil afspejle de fundamentale indkomstforventninger. Boligpriserne steg omkring 4 % sidste år, men ventes at holde sig på et stabilt niveau fremover, hvor indkomstudviklingen når op på niveau med udviklingen i boligpriserne. Udsigten til, at det sker, understøttes af, at tilsynsmyndighederne øjensynligt er fast besluttet på at holde boligpriserne og kreditvæksten i ave.

De svenske offentlige finanser er i god form, især sammenlignet med mange andre lande. Skatteindtægterne er vokset kraftigt i de seneste år, hvilket først og fremmest skyldes en solid job- og forbrugsfremgang.

De finansielle forudsætninger for vores prognose kan – lidt groft tegnet – opsummeres i et indeks for de finansielle forhold. Som det fremgår af figuren, understøtter de finansielle forhold i øjeblikket den økonomiske vækst, og de vil fortsat være lempelige frem til 2018, hvor de bliver mere afbalancerede.

Investeringsvæksten skuffer

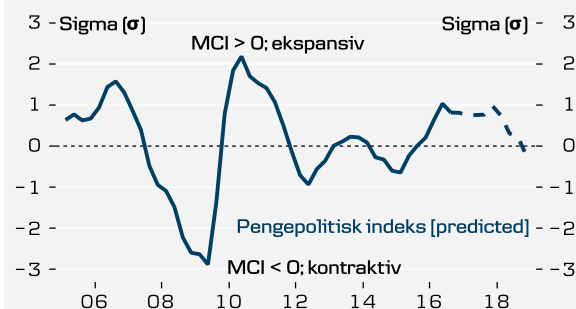
Investeringsvæksten har været bemærkelsesværdig høj i Sverige i det sidste par år, hvilket først og fremmest skyldes en stor fremgang i boliginvesteringerne. Kvartalsvæksten i boliginvesteringerne har i perioder ligget over 30 % (omregnet til årsvækstrate, opgjort i mængder og korrigeret for antal arbejdsdage). Boliginvesteringerne voksede over 20 % i de første tre kvartaler af 2016 (omregnet til årsvækstrate, opgjort i mængder og korrigeret for antal arbejdsdage), men billedet har været langt mindre positivt for de øvrige investeringer, og den vigtigste kilde til investeringsudviklingen, investeringsundersøgelsen fra Sveriges Statistik, har løbende vist en tilbagegang.

Samlet set regner vi med, at boliginvesteringerne gennemsnitligt voksede 18 % i 2016 (i mængder og korrigeret for antal arbejdsdage), og vi venter en solid fremgang på 8 % i 2017. Der er imidlertid udsigt til en væsentligt mindre vækst på 2,1 % i 2018, når boligmarkedet sætter sig, og en række byggeprojekter afsluttes. Det skal understreges, at vi ser en vis risiko for, at boliginvesteringsvæksten bliver højere, især som følge af det fortsat lave udbud af boliger og de lave finansieringsomkostninger.

Den 'underliggende' investeringsvækst – dvs. væksten i erhvervsinvesteringerne – er dog forbløffende lav og har sjældent ligget over 5 % i gennemsnit (på årsbasis, i mængder og korrigeret for antal arbejdsdage). Vores beregninger indikerer, at det har været for lidt til at hindre en nedslidning af det svenske kapitalapparat i de seneste år, og vi ser desværre ingen tegn på, at der kommer mere gang i investeringerne i prognoseperioden.

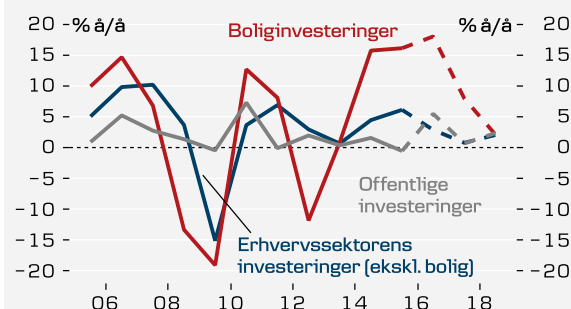
De samlede investeringer i Sverige ventes derfor blot at vokse 2,3 % i 2017 efter en relativt solid vækst på 6,2 % i 2016. I 2018 ventes investeringerne at vokse 2,1 % (alle tal i mængder og korrigeret for antal arbejdsdage) i tråd med udviklingen i investeringsundersøgelsen fra Sveriges Statistik.

De finansielle forhold bliver mere afbalancerede



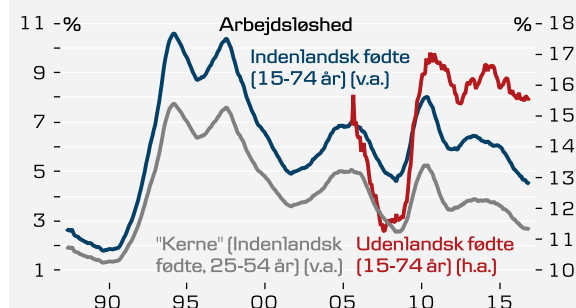
Note: Det pengepolitiske indeks (MCI) beregnes som afvigelsen i en række rentesatser og et valutakursindeks set i forhold til en filtreret trend (alle variable normaliseres og renses for inflation).
Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Investeringsvækst fordelt på sektorer



Kilde: KI, SCB, Danske Bank

'Kernearbejdsmarkedet' er så stærkt som nogensinde



Kilde: SCB, Macrobond Financial, den svenske arbejdsmarkedsstyrelse (AMS), Danske Bank

Delt arbejdsmarked, lunken forbrugsvækst

Ledigheden på 'kernearbejdsmarkedet' (indenlandsk fødte personer mellem 25 og 54 år) er nu nede på et niveau, der ikke er set i længere tid ad gangen, siden begyndelsen af 1990'erne. Beskæftigelseskvoten er samtidig blandt de højeste nogensinde, og jobvæksten er fortsat høj. Det skal dog tilføjes, at unge og ikke mindst personer, der er født uden for Sverige, har svært ved at få fodfæste på det svenske arbejdsmarked. Det forklarer til dels, hvorfor ledigheden fortsat har været høj i 2016.

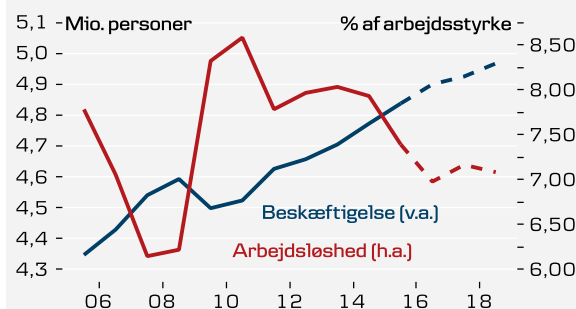
Der vil stadig være udfordringer fremover. Den store tilstrømning af immigranter i de seneste år betyder, at der kommer mange nye ind på arbejdsmarkedet fremover, i takt med at de nye svenskere bliver færdige med sprogkurser og jobtræning. Da der samtidig er mange unge på vej ind på arbejdsmarkedet, kan arbejdsstyrken meget vel vokse lige så meget som – eller endda mere end – beskæftigelsen. Samlet set venter vi en relativt lav jobvækst på 0,5 % i 2017, men der kommer mere gang i jobmarkedet i 2018, hvor beskæftigelsen ventes at vokse 0,9 %. Samtidig ligger den samlede ledighed på et højt niveau, og vi venter faktisk først, at den begynder at nærme sig vores skøn for det 'naturlige' ledighedsniveau (NAIRU) på 6,5 % på den anden side af prognoseperioden.

En relativt stor andel af de nye job, der er skabt i de seneste år, har været kendetegnet ved lav værditilvækst og har også været lavt betalte. Det er en del af grunden til, at den nominelle vækst i timelønningerne har været relativt lav, men realindkomsterne er samtidig steget pænt som følge af høj vækst i antallet af arbejdstimer og lav inflation. Vi tror ikke, at billedet vil se meget anderledes ud i de næste par år, da mange af de nye på arbejdsmarkedet nu tager deres første karriereskridt og skal samle viden og erfaring. Alt i alt ventes de disponible indkomster at vokse 2 % både i 2017 og 2018 (i mængder og korregeret for antal arbejdsdage).

Udviklingen i opsparingskvoten har været ret usædvanlig – nærmest kontraintuitiv – i de seneste år. Opsparingskvoten tog et hop i forbindelse med den globale finanskrisen, fordi husholdningerne og virksomhederne blev mere forsigtige med at bruge penge, men både vi og de fleste andre analytikere havde ventet, at opsparingskvoten så ville falde mod det langsigtede gennemsnit. Det er imidlertid ikke sket. Opsparingskvoten er tværtimod fortsat med at stige og ligger nu på omkring 16 % af de disponible indkomster. Man kunne så tro, at opsparingskvoten nu vil begynde at falde og dermed bane vej for større forbrug. Vi tøver imidlertid med at konkludere dette og har – belært af tidligere erfaringer – valgt at holde opsparingskvoten nogenlunde uændret i prognoseperioden.

Givet vores forventninger til indkomstudviklingen og opsparingstilbøjeligheden blandt husholdningerne på kort sigt venter vi, at forbruget vil vokse 1,6 % i 2017 (i mængder og korregeret for antal arbejdsdage). Det er en anelse skuffende, men skyldes først og fremmest en svag udvikling mod slutningen af 2016. I 2018 vil forbrugsvæksten igen ligge tæt på det langsigtede gennemsnit på 2,1 %.

Høj jobvækst vil hjælpe nye ind på arbejdsmarkedet



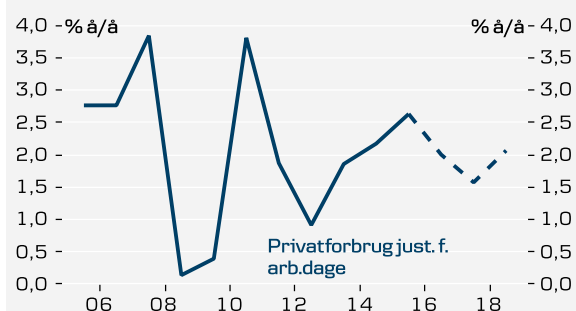
Kilde: KI, SCB, Danske Bank

Disponible indkomster og opsparingskvote



Kilde: SCB, NIER, Danske Bank

Stabile forbrugsudsigter



Kilde: KI, SCB, Danske Bank

Lavt inflationspres – Riksbanken lempet igen, men næppe til megen nytte

Vi har ovenfor gennemgået de vigtigste forudsætninger bag vores prognose samt vores forventninger til udviklingen i de forskellige sektorer i svensk økonomi. Når vi ser på komponenterne i BNP tegner der sig et velkendt billede: en svensk økonomi i dvale. Efter en vækst på 3 % i 2016 er der nu udsigt til et fald i væksten til 2 % i 2017 (i mængder og korregeret for antal arbejdsdage) og uændret vækst i 2018. Det er ikke prangende, men dog lidt over vores skøn for den potentielle vækst i svensk økonomi på 1,5 %. Det er værd at bemærke, at den faktiske vækst ofte har ligget over den potentielle vækst i de seneste år, hvor den indenlandske efterspørgsel eller rettere privatforbruget og boliginvesteringerne har været de eneste vækstmotorer i økonomien. Det skyldes næsten udelukkende den usædvanligt lempelige penge- og finanspolitik. Da der nu stort set ikke er plads til flere stimuli via den økonomiske politik, og der faktisk allerede er strammet op, venter vi, at efterspørgselsvæksten falder til et niveau, der er holdbart på lang sigt. Den skæve fordeling af væksten har desuden betydet, at produktiviteten har været under det normale, mens nominelle stivheder i økonomien har holdt lønvæksten på et mere normalt niveau.

Sverige ventes at følge det mønster, der kan forventes i en lille, åben økonomi. Den lave internationale efterspørgsel betyder sammen med lav indenlandsk produktivitet og høj reallønsvækst, at virksomhedernes indtjening er kommet under pres (især i fremstillingsindustrien). For at få overskudsandelen op på det normale niveau igen må virksomhederne sikre sig en større andel af de forventede lave produktivetsgevinster, hvilket så går ud over lønvæksten. Det vil formentlig ske over de kommende år, og vi tror derfor fortsat, at væksten i timelønningerne vil være lav.

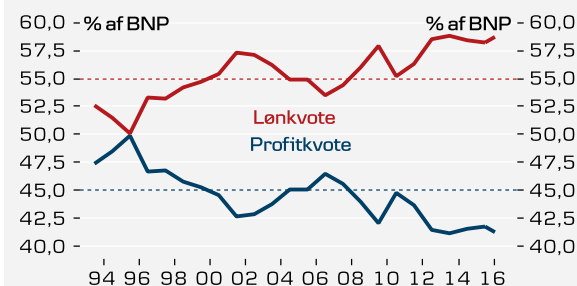
Vi venter med andre ord, at både virksomhederne og husholdningerne vil have stærkt fokus på omkostningerne, og inflationspresset vil derfor fortsat være meget lavt.

Denne forventning kan imidlertid blive gjort til skamme, især hvis fagforeningerne f.eks. i byggeriet, hvor aktiviteten er høj, eller i den offentlige sektor, der presses af den demografiske udvikling med flere ældre, ikke følger eksportindustrien, der normalt sætter rammerne for lønudviklingen. Risikoen herfor er dog formentlig relativt lille, da den generelle vurdering er, at Sveriges økonomiske succes i de seneste årtier i høj grad netop bygger på, at de andre sektorer følger eksportindustrien.

Vi venter derfor, at inflationen vil ligge under Riksbankens aktuelle prognose og – ikke mindst – under inflationsmålet. Den gennemsnitlige inflation ventes at være på beskedne 1,3 % i 2017 og 1,4 % i 2018. Og den underliggende inflationsudvikling bliver endnu værre.

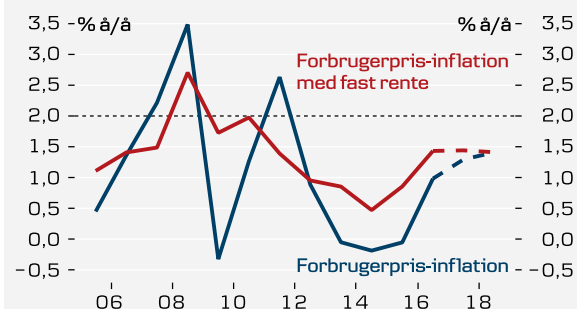
Det betyder efter vores vurdering, at Riksbanken ikke har andet valg end at fortsætte med at holde hånden under svensk økonomi. Vi venter, at den ledende rente nedsættes til -0,6 %, og at opkøbene af statsobligationer forlænges med mindst seks måneder og øges med mindst 30 mia. SEK. Vi har ikke indregnet yderligere stimuli i vores prognose, men det er uden tvivl et emne, vi vil vende tilbage til, når vi kommer længere ind i 2017, hvis udviklingen realt set skuffer, eller inflationsforventningerne falder igen. Det skal da også afslutningsvis nævnes, at Riksbanken har betydeligt mere aggressive pengepolitiske midler til rådighed.

Stakkels svenske kapitalister



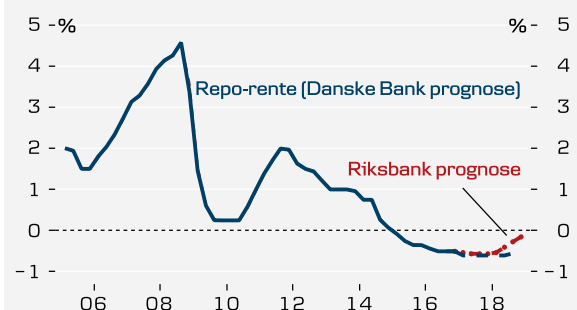
Kilde: KI, SCB, Danske Bank

Inflationen hænger fast under inflationsmålet



Kilde: SCB, Riksbanken, Macrobond, Financial, Danske Bank

Renteforhøjelser er stadig langt væk



Kilde: Riksbanken, Macrobond Financial, Danske Bank

Sverige: Prognosen i tal

Forsyningsbalance	2015	2015	Prognose		
			2016	2017	2018
	mia. SEK (løbende priser)		% å/å		
Privatforbrug	1884,2	2,7	2,1	1,5	2,0
Offentligt forbrug	1086,4	2,5	3,5	2,0	1,3
Faste bruttoinvesteringer	988,7	7,0	6,5	1,9	2,1
Væksbidrag fra lagerændringer	23,4	0,3	0,2	-0,1	0,1
Indenlandsk efterspørgsel	3982,6	3,7	3,6	1,7	1,9
Eksport	1906,2	5,6	3,1	3,5	4,1
Samlet efterspørgsel	5888,8	4,0	3,8	1,6	2,0
Import	1707,7	5,5	4,3	3,4	4,4
Vækstbidrag fra nettoeksporten	198,5	0,3	-0,3	0,2	0,1
BNP	4181,1	4,1	3,3	1,7	1,9
BNP, kalenderjusteret		3,8	3,0	2,0	2,0

Økonomiske nøgletal	2015	2016	2017	2018
Handelsbalance, mia. SEK	125,5	78,0	79,6	78,1
- % af BNP	3,0	1,8	1,8	1,7
Betalingsbalance, mia. SEK	195,5	198,0	201,6	209,2
- % af BNP	4,7	4,6	4,5	4,5
Offentligt budgetoverskud, mia. SEK	-4,2	-26,1	-31,4	-20,9
- % af BNP	-0,1	-0,6	-0,7	-0,5
Offentlig gæld, % af BNP*	43,4	42,0	41,8	40,7
Ledighed, % af arbejdsstyrke	7,4	7,0	7,2	7,1
Timeløn, % å/å	3,0	2,5	2,8	3,0
Forbrugerpriser, % å/å	0,0	1,0	1,3	1,4
Huspriser, % å/å	10,8	4,0	0,0	0,0
* Maastrichtdefinition				

Finansielle nøgletal	19-01-2017	+3 mdr.	+6 mdr.	+12 mdr.
Repo-rente	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
2-årig swap-rente	-0,30	-0,40	-0,30	-0,35
10-årig swap-rente	1,16	1,20	1,20	1,60
EUR/SEK	9,52	9,40	9,30	9,20
USD/SEK	8,94	8,95	8,61	8,21

Anm.: Nationalregnskabstallene viser faktiske vækstrater (ikke korrigerede for kalender eller antal arbejdsdage)

Kilde: Sveriges Statistik, Danske Bank

Norge

Moderat vækst

- Alle indikatorer peger på stigende vækst, selv om det går langsommere end tidligere ventet.
- Der er stadig ingen tegn på alvorlige andenrunde-virkninger af olienedturen, hverken i de enkelte sektorer eller regionalt, og det ser faktisk ud til, at væksten accelererer uden for oliesektoren.
- Aktiviteten i oliesektoren vil formentlig falde yderligere, men det værste ser nu ud til at være ovre. De faktorer, der trækker i negativ retning for olieindustrien, er aftaget, og denne udvikling ventes at fortsætte fremover. Men udviklingen hen over efteråret har vist, at faren langt fra er drevet over.
- Væksten holdes oppe af et højt boligbyggeri og en ekspansiv finanspolitik, mens den private efterspørgsel stadig er lav.
- Oliesektoren giver et lidt mindre negativt vækstbidrag i år end tidligere, men de finanspolitiske stimuli reduceres også. Alt i alt stiger den økonomiske vækst med privatforbruget og investeringerne som vækstmotorerne.
- Ledigheden er steget moderat og antallet af ledige job voksede noget langsommere sidst i 2016 end tidligere på året. De ledende indikatorer peger imidlertid på stigende beskæftigelse i 2017.
- Inflationen er faldet hurtigere end ventet, men det skyldes udelukkende effekten af den norske kroners styrkelse. Den underliggende inflation har stort set været uændret.
- Købekraften øges gradvist af lavere inflation, men reallønningerne vil stadig kun vokse moderat.
- Boligmarkedet er strammet kraftigt til, men vi ser tegn på, at udbudssiden begynder at røre på sig. Det vil sammen med nye kreditstramninger betyde, at boligprisstigningerne gradvist aftager.
- Norges Bank holdt renten uændret i december, og vi tror, at de pengepolitiske renter nu har nået bunden. Der er ikke udsigt til renteforhøjelser i 2017.
- Den norske kronekurs er blevet styrket af stigningen i olieprisen og højere økonomisk vækst på det seneste, og vi venter, at denne tendens vil fortsætte fremover.

Lysere udsigter

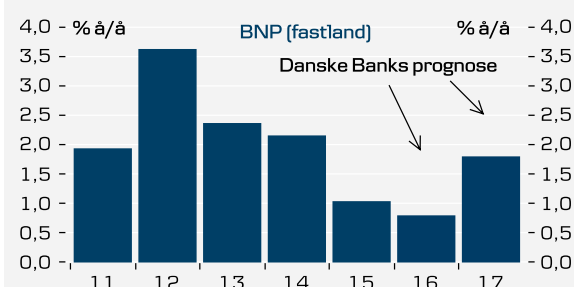
Væksten i norsk økonomi ser ud til at stige stille og roligt igen, selv om det er gået lidt langsommere fremad end ventet. Fastlandsøkonomien voksede 0,2 % i 3. kvartal set i forhold til det foregående kvartal. Vi venter nu en vækst i fastlands-BNP på 0,8 % i 2016 og har dermed nedjusteret væksten med 0,2 procentpoint i forhold til oktober-udgaven af *Nordisk Økonomi*. Nedjusteringen skyldes hovedsagelig noget lavere vækst i privatforbruget og en svagere udvikling i fastlandseksporten end ventet. Sidstnævnte skyldes ikke mindst et stort fald i eksporten blandt olievirksomhederne på det norske fastland.

Ændringer i forhold til tidligere prognose

	Norge			
	Nuværende prognose		Tidligere prognose	
% å/å	2017	2018	2017	2018
BNP (fastland)	1,8	2,2	2,3	-
Privatforbrug	2,0	2,2	2,2	-
Offentligt forbrug	2,0	2,3	3,0	-
Faste bruttoinvesteringer	1,0	2,5	-1,4	-
Eksport	1,3	1,3	1,3	-
Import	1,9	2,3	1,9	-
Ledighedsprocent (NAV)	3,0	3,0	3,3	-
Inflation	2,2	2,1	2,2	-

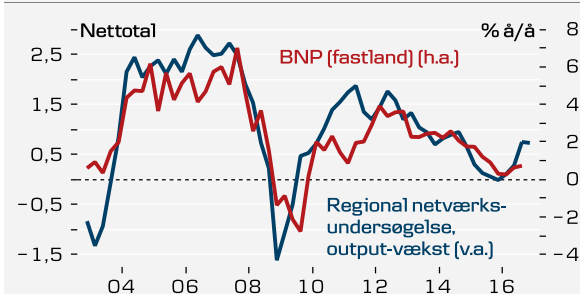
Kilde: Danske Bank

Det går fremad i norsk økonomi



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Lysere vækstudsigter



Kilde: Macrobond Financial

Olieinvesteringerne falder fortsat, men tilbagegangen er langt mindre nu end for et år siden, og i 3. kvartal 2016 så vi det mindste fald i olieinvesteringerne i tre år. Aktiviteten i industrien var imidlertid langt lavere end ventet i 3. kvartal. Også de ledende indikatorer er blevet forværret og det øger risikoen for en ny nedtur i industrien. Konjunkturbarometeret fra Norges Statistik (SSB) faldt kraftigt i 3. kvartal som følge af en nedgang i ordrebeholdningerne, hvilket tyder på, at ordreindgangen, selv om den stiger, ikke er høj nok til at erstatte de projekter, der afsluttes. Det betyder i givet fald, at der er risiko for et fald i aktiviteten fremover. Meldingerne fra Norges Banks regionale netværk af virksomheder viser imidlertid ikke tegn på et større fald i aktiviteten, så udviklingen har formentlig været lidt bedre end frygtet i slutningen af 2016.

Væksten i privatforbruget har skuffet siden forrige udgave af *Nordisk Økonomi*. Ikke mindst vareforbruget har været lavt, hvilket formentlig skal ses i sammenhæng med, at den høje inflation betyder, at reallønnen falder, hvilket lægger en dæmper på købekraften. Forbrugertilliden steg hen over efteråret, og opsparingskvoten faldt. Dermed ser det ikke ud til, at husholdningerne er særligt tilbageholdende med at bruge penge eller prægede af nervøsitet. Den årlige vækst i det private forbrug i nominelle priser holder sig da også over 3 %, mens realvæksten er nul. Det indikerer også, at det er købekraften, der er det reelle problem. Forbruget af serviceydelser vokser fortsat kraftigt, blandt andet fordi der kommer flere turister til Norge.

Væksten i fastlandseksporten har skuffet kraftigt siden sidste prognose. Det skyldes nok først og fremmest, at dele af den eksport, der er relateret til oliesektoren, regnes som fastlands-eksport i nationalregnskabet, og at der har været en ny tilbagegang her siden sommeren.

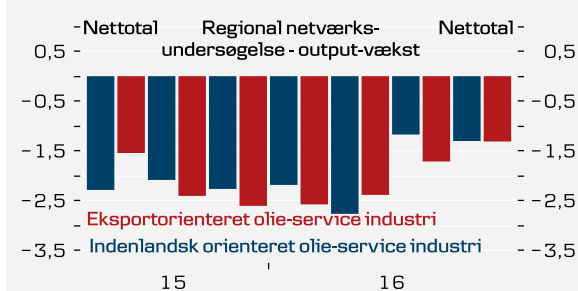
Det er som tidligere nævnt især høj vækst i den offentlige efterspørgsel og boliginvesteringerne, der holder den økonomiske vækst oppe i øjeblikket. De finanspolitiske stimuli skønnes at have svaret til 1 % af fastlands-BNP i 2016, så uden de finanspolitiske lempelser ville væksten isoleret set have været negativ. Det skal dog tilføjes, at renterne formentlig ville have været lavere og den norske krone svagere uden de finanspolitiske stimuli, hvilket ville have trukket lidt i modsat retning. Vi har desuden opjusteret væksten i boliginvesteringerne fra lidt over 7 % til tættere på 9 % i 2016. De stadig højere priser på eksisterende boliger har sat mere gang i salget af nye boliger og gjort det mere attraktivt at bygge nyt.

Det er også stærkt opmuntrende, at erhvervsinvesteringerne nu er steget i fire kvartaler i træk. Der var høj vækst i industriinvesteringerne i 2016 blandt andet som følge af store enkeltprojekter i procesindustrien, men det er ikke mindst energisektoren, der trækker investeringerne op i øjeblikket.

Meldingerne fra Norges Banks regionale netværk indikerer stadig, at den økonomiske vækst vil fortsætte med at stige i de næste seks måneder, om end i et noget lavere tempo, end vi havde ventet. Det samlede produktionsindeks lå i november på 0,73, hvilket var marginalt lavere end i august. Når vi korregerer for væksten i den offentlige efterspørgsel, peger tallene på en vækst på lidt under 0,5 % opgjort på kvartalet i de næste to kvartaler.

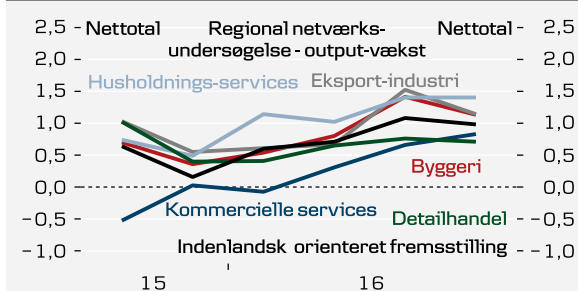
De detaljerede tal viser, at tilbagegangen i olieerhvervene fortsætter i omtrent samme tempo som ved forrige opgørelse, dvs. at det går lidt langsommere tilbage end i 1. halvår 2016. Det stemmer fint med vores forventning om, at olieinvesteringerne nu vil flade ud efter at være faldet siden 2013.

De olierelaterede sektorer trækker ikke så meget ned som tidligere



Kilde: Macrobond Financial

Billedet har været lidt mere broget på det seneste



Kilde: Macrobond Financial

Lige så vigtigt er det imidlertid, at vi ser en tydelig tendens til, at væksten fortsat accelererer uden for oliesektoren. Virksomhederne melder generelt om stort set lige så pæne vækstudsigter som i august. Dermed ser det ud til, at faren for, at norsk økonomi skal blive trukket ind i en dyb og langvarig recession som følge af andenrunde-virkninger af oliechokket, nu er ved at være overstået. Det skyldes, at de positive faktorer som lavere renter, en svag valutakurs og ikke mindst en ekspansiv finanspolitik vejer tungere end faldet i olieaktiviteten.

Samtidig venter virksomhederne for første gang i næsten to år højere beskæftigelse fremover. Selv om forventningerne var lidt lavere i november end i august, ser det ud til, at beskæftigelsen vil stige i de næste to kvartaler for første gang i to år. Desuden meldte virksomhederne i november om stigende kapacitetsudnyttelse igennem 2016. Højere kapacitetsudnyttelse, men lavere økonomisk vækst kan desværre tyde på, at trendvæksten i norsk økonomi er lavere end tidligere antaget.

Den private efterspørgsel tager over i 2017

Olieinvesteringerne flader ud i år som følge af højere oliepriser og store omkostningsreduktioner på den norske sokkel. Det negative vækstbidrag til fastlandsøkonomien fra olieaktiviteten vil derfor blive betydeligt lavere. Vi har imidlertid nedjusteret skønnet for væksten i olieinvesteringerne i 2017 fra -6 % til -9 % efter den seneste investeringsundersøgelse. Det er især lavere investeringer i olieudforskning, der har gjort os mere pessimistiske på olieinvesteringerne. Der er naturligvis en vis usikkerhed om udviklingen i olieprisen, men medmindre den stiger brat her i starten af året, tror vi ikke, at investeringsniveauet bliver påvirket i større grad.

Nedjusteringen af forventningerne til olieinvesteringerne er den vigtigste grund til, at vi har nedrevideret vores skøn for den økonomiske vækst i år, idet de lavere olieinvesteringer smitter af på aktiviteten blandt olieleverandørerne. Det ser imidlertid samtidig ud til, at finanspolitikken bliver betydeligt mindre ekspansiv i år end sidste år, og i de offentlige budgetter er finanseffekten reduceret til omkring 0,4 % i 2017 fra 1,0 % i 2016.

Samtidig ventes inflationen at falde gradvist, i takt med at effekten af den norske kronens svækkelse aftager. Det er positivt for privatforbruget, der også vil nyde godt af en bedring på arbejdsmarkedet. Vi regner med, at væksten i privatforbruget stiger fra 1,5 % i 2016 til 2,0 % i 2017. Det er hovedårsagen til, at vi venter højere økonomisk vækst i Norge i 2017 end i 2016. Men samtidig venter vi nu betydeligt højere vækst i erhvervsinvesteringerne i 2017 som følge af større optimisme, bedre indtjening i virksomhederne og højere kapacitetsudnyttelse. Desuden venter vi et betydeligt vækstbidrag fra investeringerne i energisektoren både inden for den traditionelle vandkraft og inden for anden vedvarende energi.

Samlet venter vi derfor en vækst i fastlands-BNP på 1,8 % i 2017.

Arbejdsmarkedet viser tegn på stabilisering

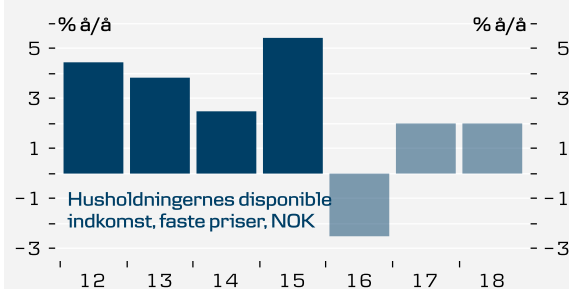
Det ser ud til, at det værste nu er ovre på arbejdsmarkedet. Dette skyldes delvis, at de store fyringsrunder i oliesektoren lå fra påsken og frem til sensommeren 2015. Vi har dog alligevel set en tendens til stigende ledighed i de seneste måneder, og da stigningen især er koncentreret i typisk olie dominerede erhverv og regioner, er det nærliggende at tro, at årsagen er nye runder med tilpasninger inden for oliesektoren.

Olieinvesteringerne er blevet nedjusteret, men når snart bunden



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Kobekraften stiger



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Antallet af fyringsvarsler og opsigelser, der er indberettet til NAV (det norske arbejds- og velfærdsdirektorat) er imidlertid faldet i de seneste to måneder, hvilket kan tyde på, at den seneste runde med personalenedskæringer nu er ved at være slut. Det indikerer, at ledigheden vil falde igen her i starten af 2017.

De to kilder til udviklingen på arbejdsmarkedet, NAV og AKU (arbejdskraftundersøgelsen), tegner stadig et ret forskelligt billede af det norske arbejdsmarked. Dette kan skyldes, at flere unge har problemer med at skaffe et job, og derfor regnes som ledige i AKU-tallene. Hvis de ikke registrerer sig som ledige hos NAV, vil de imidlertid ikke indgå i tallene derfra. De to opgørelser af ledigheden har dog nærmet sig hinanden i de sidste måneder og viser nu stort set samme udvikling det seneste år.

Som vi længe har peget på, indikerer det hastigt stigende antal nye stillinger, der slås op hos NAV, at der trods alt har været relativt pæn efterspørgsel efter arbejdskraft. Stigningen i stillingsopslagene er ganske vist stagneret lidt i de sidste par måneder, men niveauet er fortsat relativt højt.

Samtidig peger de ledende beskæftigelsesindikatorer nu klart på stigende beskæftigelse fremover. Forventningerne til beskæftigelsesudviklingen har f.eks. ligget på det højeste niveau i to år i de sidste to rapporter fra Norges Banks regionale netværk.

Vi tror fortsat, at olieerhvervene vil skære ned på medarbejderstyrken i 2017, men i et betydeligt mindre omfang end i 2016. Ledigheden ventes derfor at toppe på lige over 3 % (NAV), når der er kommet mere gang i den økonomiske vækst. Men vi ser tegn på, at produktivitetsvæksten nu stiger igen, og at arbejdsudbuddet også er på vej op. Begge faktorer vil modvirke faldet i ledigheden, selv om den økonomiske vækst stiger.

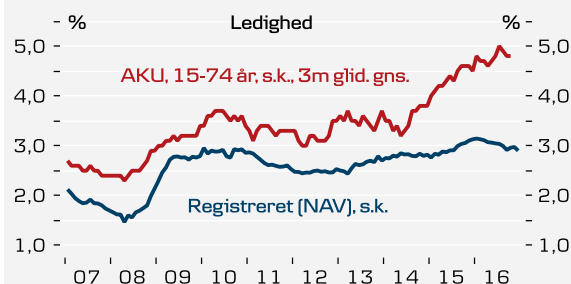
Inflationen falder

Inflationen er faldet langt mere end ventet i de sidste fire måneder. Den årlige kerneinflation toppede på 3,7 % i juli 2016 og nåede ned på 2,6 % i november. Det er omkring 0,5 procentpoint mindre, end Norges Bank ventede i den pengepolitiske rapport fra september. Det er især den importerede inflation, der har været overraskende lav, mens den indenlandske inflation har udviklet sig omtrent som ventet og nu ligger i overkanten af 2,5 %. Vi mener derfor ikke, at det underliggende inflationsbillede har ændret sig meget. Afsmittningen fra valutakursen er bare slået hurtigere igennem på importpriserne end tidligere ventet.

Vi regner fortsat med, at de underliggende prislefaktorer – lavere lønvækst og højere produktivitetsvækst – vil lægge en dæmper på den indenlandske prisvækst fremover. Samtidig venter vi en styrkelse af den norske krone som følge af en gradvis stigning i olieprisen. Importpriserne ventes derfor at fortsætte med at falde. Vi tror desuden, at kerneinflationen falder i løbet af året, og at den nærmer sig 2 % mod slutningen af 2017.

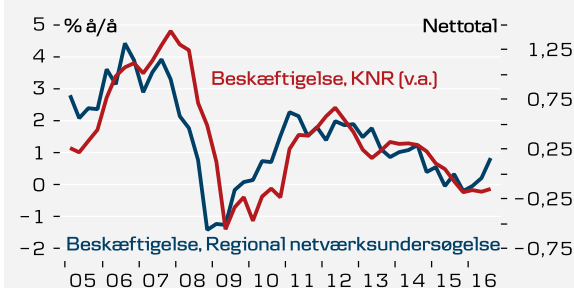
Lavere ledighed og højere indtjening i virksomhederne indikerer, at lønvæksten stiger fremover. De seneste meldinger tyder imidlertid på, at lønforventningerne både på arbejdsgiver- og arbejdstagerside er lavere end ventet. Vi har derfor nedjusteret vores skøn for lønvæksten i 2017 til 2,8 %.

Ledigheden stabiliserer sig



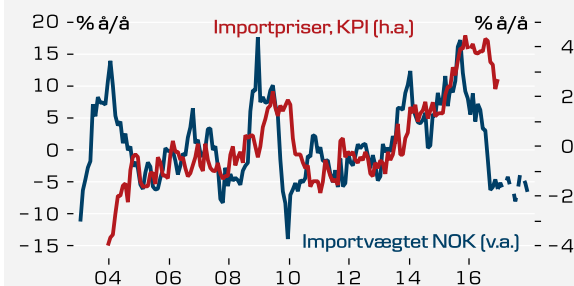
Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Udsigt til højere beskæftigelse



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Den norske kronkurs vil trække inflationen yderligere ned



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Glohedt boligmarked

Situationen på boligmarkedet strammede betydeligt til hen over efteråret sidste år. Boligpriserne er steget langt hurtigere end ventet, især i de store byer, og omsætningen af boliger har været høj sammenlignet med antallet af boliger til salg. I november var den årlige prisstigning på boliger i Norge som helhed 11,5 %, hvilket var den største stigning i syv år. Priserne i Oslo steg i samme måned 22 % å/å, og det var den største stigning siden 2000.

Årsagen til de store prisstigninger er, at efterspørgslen efter boliger er steget kraftigt som følge af befolkningstilvæksten, og at boligkøberne kan betale mere for boligerne som følge af de lave boligrenter, samt at udbuddet af boliger ikke har kunnet følge med efterspørgslen.

Det har skabt stigende bekymring for, at den høje prisvækst og den medfølgende stigning i gældsætningen blandt husholdningerne vil skabe finansielle ubalancer. Det norske finanstilsyn har derfor foreslået flere stramninger i bankernes udlånspolitik og denne gang direkte indgreb over for boliglån i Oslo Kommune. Højere egenkapitalkrav ved køb af en sekundær bolig og maksimum belåning på 5 gange indkomsten er formentlig de indgreb, der vil have størst virkning.

Vi tror faktisk, at disse indgreb vil kunne lægge en dæmper på boligprisstigningerne i Oslo, da det bliver vanskeligere at finansiere køb af en sekundær bolig. Ifølge Norges Bank havde 6,9 % af de nye lån i 2014 en samlet gældsgrad på over 5 gange indkomsten, men tallet er nok højere nu.

Samtidig er lånerenten hørt op med at falde, og befolkningstilvæksten er aftaget, mens byggeriet af nye boliger vokser. Boligbyggeriet er faktisk nu højere end væksten i antallet af husholdninger. Det kan alt i alt give en bedre balance på boligmarkedet i løbet af 2017 og 2018. Boligbyggeriet er imidlertid stadig utilstrækkeligt i Oslo, så her vil markedet muligvis stramme yderligere til i 2017, medmindre de ovennævnte kreditstramninger får større effekt, end vi regner med.

Vi venter under alle omstændigheder ikke en større korrektion i boligpriserne, så længe renteniveauet er lavt, og ledigheden stabiliserer sig.

Renterne har nået bunden

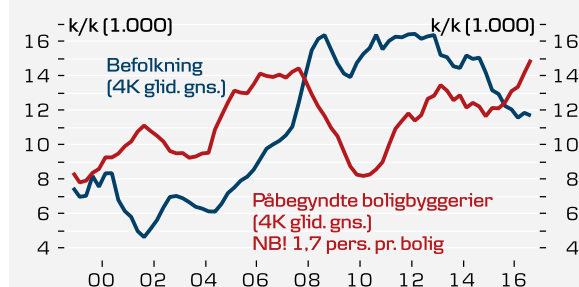
Norges Bank holdt som ventet renten uændret på 0,5 % på rentemødet både i oktober og december. Da der nu er tydelige tegn på, at den økonomiske vækst er på vej op, er det ikke længere så nødvendigt at nedsætte renten. Samtidig viste udviklingen i boligpriserne hen over sommeren sidste år, at omkostningerne ved den ekstremt ekspansive pengepolitik er stigende.

Dette kommer nu eksplicit til udtryk, ved at Norges Bank medtager hensynet til den finansielle stabilitet, dvs. udviklingen i boligpriserne og gældsætningen, direkte i prognosen for den ledende rente. Uden denne justering ville der faktisk være lagt op til en rentenedsættelse inden for en overskuelig fremtid.

I den seneste pengepolitiske rapport ser Norges Bank stadig en sandsynlighed på omkring 40 % for, at renten skæres ned endnu engang inden sommer.

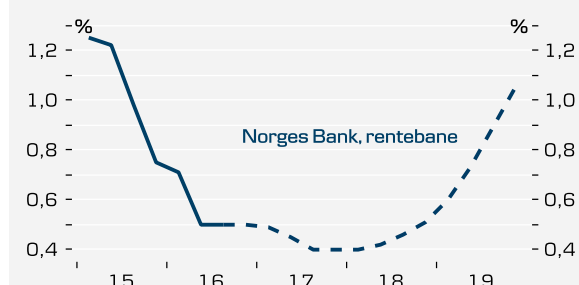
Vi tror imidlertid, at Norges Bank holder renten uændret på 0,5 % året ud. Det er formentlig kun en betydelig styrkelse af den norske kronekurs, der vil kunne udløse en rentenedsættelse, og det er nok hovedårsagen til, at Norges Bank

Boligmarkedet mere i balance



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Den pengepolitiske rente har nået bunden



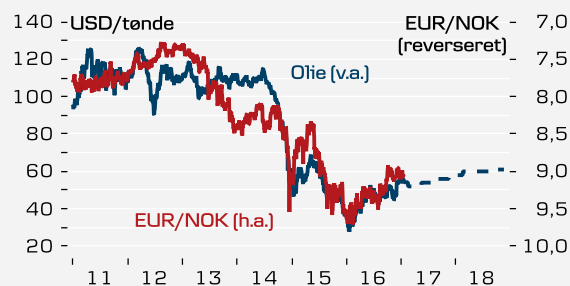
Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

stadig indarbejder en vis sandsynlighed for endnu en rentenedsættelse i deres prognose.

Selv om olieprisen har holdt sig relativt stabil siden vores forrige prognose, er den norske krone som ventet blevet styrket. Det skal ses i lyset af, at norsk økonomi har klaret sig bedre, end mange havde frygtet. Forventningerne om flere rentenedsættelser er aftaget, og risikoen for, at norsk økonomi skuffer, er nu langt mindre end tidligere.

Da vi samtidig venter højere oliepriser og gradvist stigende indenlandsk vækst, regner vi med, at den norske krone vil blive styrket yderligere i de kommende 12 måneder. Kronestyrkelsen vil dog formentlig være relativt begrænset, da rentespændet til Norges handelspartnere stort set vil være uændret, og olieprisen kun ventes at stige moderat. Vi venter, at den norske kronekurs vil ligge i 8,80 mod euroen ved udgangen af 2017.

Olieprisen vil styrke den norske krone yderligere



Kilde: Macrobond Financial

Norge: Prognosen i tal

				Prognose	
Forsyningsbalance	2015 (2014-priser)	2015	2016	2017	2018
% å/å					
Privat forbrug	1254,1	2,1	1,5	2,0	2,2
Offenligt forbrug	652,3	2,1	2,3	2,0	2,3
Faste bruttoinvesteringer	717,4	-3,8	-0,3	1,0	2,5
- Investeringer i olie og søfart	213,3	-15,0	-16,0	-9,0	2,5
- Fastlands-Norge	503,1	0,6	4,5	4,2	3,0
Boliginvesteringer	152,3	1,6	8,8	6,1	2,0
Virksomheder	219,1	-1,6	2,0	3,0	3,5
Offentlig forvaltning	131,7	3,0	4,5	4,0	2,5
Endelig Indenlandsk efterspørgsel - fastland	2742,9	1,8	2,6	2,3	2,3
Lagerinvesteringernes vækstbidrag			0,2	0,0	0,0
Eksport i alt	1203,7	3,7	-1,5	1,3	1,3
- Olie og gas	581,3	3,2	1,0	-0,3	-0,6
- Traditionelle varer	321,8	5,8	-4,9	2,8	2,8
Import i alt	875,5	1,6	1,0	1,9	2,3
- Traditionelle varer	510,7	1,9	0,2	1,8	2,5
		0,0			
Bruttonationalproduktet	3071,1	1,6	0,6	1,5	1,5
- Bruttonationalprodukt Fastlands-Norge	2418,8	1,1	0,8	1,8	2,2

Økonomiske nøgletal	2015	2016	2017	2018
Beskæftigelse, % å/å	0,3	0,0	1,0	1,0
Ledighedsprocent (NAV)	3,0	3,0	3,0	3,0
Årsløn, % å/å	2,8	2,4	2,8	3,0
Forbrugerpriser, % å/å	2,1	3,5	2,2	2,1
Huspriser, % å/å	2,7	8,0	7,0	1,0
Kerneinflation (KPIJAE), % å/å	2,7	3,1	2,3	2,0

Finansielle nøgletal	19-01-2017	+3 mdr.	+6 mdr.	+12 mdr.
Repo-rente	0,50	0,50	0,50	0,50
2-årig swap-rente	1,23	1,25	1,30	1,40
10-årig swap-rente	1,93	1,90	2,00	2,40
EUR/NOK	9,02	8,90	8,80	8,70
USD/NOK	8,47	8,48	8,15	7,77

Kilde: Norges Statistik, Danske Bank

Finland

Væksten får bedre fat

- Finsk økonomi overraskede positivt i 2016, selvom den økonomiske vækst fortsat ligger under niveauet fra før krisen. Vi har opjusteret vores prognose en smule og forventer nu en økonomisk vækst i Finland på 1,3 % i 2017 og 2018. Væksten i 2016 var primært drevet af forbrug og byggeri, og vi venter, at en bedring i Finlands konkurrenceevne i kombination med stigende forventninger til fremtiden vil give eksporten og investeringerne et løft i 2017.
- Privatforbruget bidrager stadig til at holde gang i økonomien. Hvis forbrugsvæksten fortsætter i det aktuelle høje tempo de kommende år, vil det formentlig smitte positivt af på eksporten og beskæftigelsen. Forbruget holdes oppe af lave renter og faldende ledighed, men inflationen ventes igen at blive positiv samtidig med, at lav vækst i reallønnen og pensionerne vil presse købekraften.
- Eksporten har haltet bagefter i de senere år. Udsigterne for 2017 er imidlertid pæne pga. en fremgang på eksportmarkederne og bedre finsk konkurrenceevne. Vi venter, at der kommer mere gang i russisk økonomi og dermed stigende efterspørgsel efter finske eksportvarer. Antallet af turister fra Rusland steg en smule mod slutningen af 2016.
- Byggeriet er kommet markant op i gear, og vi forventer, at industriens investeringer følger efter i 2017.
- Premierminister Juha Sipiläs regering er reformorienteret og planlægger at forbedre de offentlige finanser med 10 mia. euro (5 % af BNP) i sin fireårige regeringsperiode. Budgettet for 2017 er ikke så stramt som forventet og sigter mod at skabe øget indenlandsk efterspørgsel. Den offentlige gæld vokser fortsat, og Finland har mistet sin status som AAA-land. Reformene bør videreføres for at fastholde kreditvurderingen på AA. Statsobligationsrenterne ser dog ud til at forblive lave i 2017.

Væksten har overrasket positivt

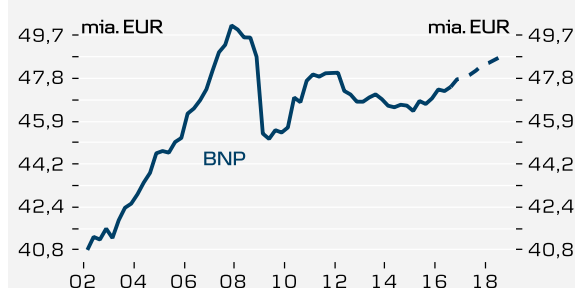
Ifølge de seneste nationalregnskabstal steg den økonomiske aktivitet med 1,5 % i januar-september 2016. Væksten på årsbasis for første halvår 2016 blev opjusteret (1,5 %) i forhold til det tal, vi anvendte som udgangspunkt i vores tidligere prognose (0,8 %). Trods de bedre væksttal ligger BNP fortsat omkring 5 % under niveauet fra før recessionen i 2008, og økonomien slæber sig afsted under det potentielle niveau. Den indenlandske efterspørgsel fortsatte med at stige i 2016, men udenrigshandlen har igen skuffet. Erhvervsinvesteringerne har ligget på et lavt niveau som følge af lav efterspørgsel i forhold til den nuværende kapacitet og usikre fremtidsudsigter. Situationen på arbejdsmarkedet har stabiliseret sig, og ledigheden er faldet en smule. Selvom vi venter en fortsat bedring i 2017-18, og man ikke kan udelukke en positiv overraskelse, er vækstudsigterne samlet set stadig ikke prangende. Befolkningens aldring reducerer udbuddet af arbejdskraft, og produktivtetsvæksten er bremset op. Arbejdsmarkedsreformer kan øge erhvervsfrekvensen og løfte den økonomiske vækst, men vækstpotentialet vil formentlig være under 2 % på årsbasis.

Ændringer i forhold til tidligere prognose

	Finland		Tidligere prognose	
	Nuværende prognose		2017 2018	
% å/å	2017	2018	2017	2018
BNP	1,3	1,3	1,0	-
Privatforbrug	0,8	1,0	0,7	-
Offentligt forbrug	0,0	0,2	-0,5	-
Faste bruttoinvesteringer	3,5	2,5	3,0	-
Eksport	3,0	3,5	2,5	-
Import	2,5	3,0	2,0	-
Ledighedsprocent	8,3	8,0	8,6	-
Inflation	1,3	1,5	1,0	-
Offentlig saldo, % af BNP	-2,4	-2,2	-2,4	-
Betalingsbalance, % af BNP	-0,7	-0,7	0,0	-

Kilde: Danske Bank-skøn

Mere end et fortabt årti for finsk økonomi



Kilde: Macrobond Financial, Finlands Statistik

Vi regner med, at den økonomiske vækst er toppet på 1,6 % i 2016, og at væksten falder til 1,3 % i 2017 og 2018. Husholdningerne har holdt forbruget og byggeriet i gang, men lav reallønsvækst vil bremse væksten i privatforbruget markant i 2017. Samtidig begynder 'konkurrenceevnepakken' og vækst i den globale økonomi at løfte finsk eksport. De negative faktorer vil aftage, da vi forventer, at Rusland, som er et vigtigt eksportmarked for Finland, vil opleve økonomisk fremgang i 2017. Den finske finanslov for 2017 vil stimulere den private efterspørgsel lidt, men kommunerne står over for besparelser. De primære risikofaktorer knytter sig til den globale efterspørgsel.

Forbrugsvæksten bremser op

Når man tager den lange periode med økonomisk afmatning i betragtning, har privatforbruget i Finland været overraskende robust. Privatforbruget holdt sig desuden pænt oppe i 2016 med en stigning på 2,1% på årsbasis i 3. kvartal. Forbrugerne har nydt godt af lave renter, moderat inflation og faldende ledighed. Forbrugertilliden er meget høj i Finland – faktisk den højeste i hele EU.

En del af privatforbruget er gældsfinansieret, og stigningen i husholdningernes gældsætning er fortsat til nye rekordhøjder. Trods den stigende gældsætning er husholdningernes rentebyrde på et rekordlavt niveau takket være det lave renteniveau. I Finland er husholdningernes gældskvote en smule højere end gennemsnittet for euroområdet, men lavere end i de øvrige nordiske lande.

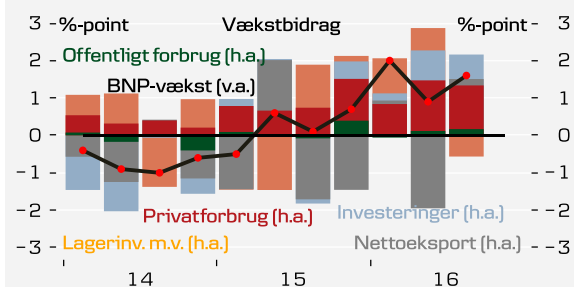
Hvis forbrugsvæksten skal fortsætte på det nuværende høje niveau i de kommende år, vil det formentlig kræve, at eksporten og beskæftigelsen kommer op i gear. Forbrugerne nyder godt af lave renter og faldende ledighed. Som følge af 'konkurrenceevnepakken', der blev indgået i juni 2016, ventes lønningerne at blive fastfrosset i 2017, og medarbejdernes andel af de sociale sikringsydelser vil blive forhøjet. For at kompensere herfor har regeringen indført skattelettelser, som træder i kraft i 2017. Inflationen stiger til 1,3 % i 2017, og det meste af bedringen i købekraften vil derfor blive opslugt af prisstigninger. Alt i alt venter vi derfor, at væksten i privatforbruget falder fra 2,2 % i 2016 til 0,8% i år og 1,0 % næste år.

Eksporten trækkes op af en række faktorer i 2017

Den samlede finske eksport voksede 1,2 % fra januar til september 2016. Eksporten blev løftet af afviklingen af en stor skibsoverdragelse, men generelt set kan udviklingen i vareeksporten i bedste fald beskrives som flad. Ifølge toldmyndighedernes statistikker faldt værdien af vareeksporten med 5 % i januar-oktober 2016. Importen steg 1,6 % i januar-september, og nettoeksporten gav et negativt vækstbidrag til finsk økonomi. Toldmyndighedernes statistikker for oktober viste en sløj udvikling uden tegn på bedring – med undtagelse af eksporten til Rusland, som er kommet ud af recessionen.

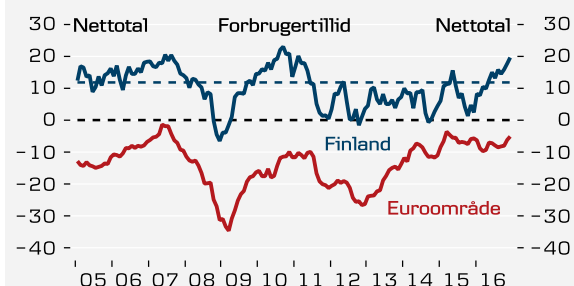
Finland er fortsat et af de meget få eurolande, der stort set ikke har haft realvækst i eksporten i de seneste tre år. Den samlede eksport ligger ca. 20 % under niveauet fra 2008 til trods for, at den globale økonomi er kommet pænt ovenpå igen. Vareeksporten har lidt kraftigt under Nokias nedtur, men selv uden denne faktor har udviklingen været sløj. Faldende efterspørgsel efter avisepapir er et kronisk problem, men skovbrugsindustrien arbejder hårdt på omstruktureringer og udvikling. Samtidig lider eksporten under en høj andel af investeringsgoder, hvor den globale efterspørgsel har været lav på det seneste. Forværringen af Finlands konkurrenceevne spiller også en rolle her.

Forbrugsdrevet vækst (i 2016)



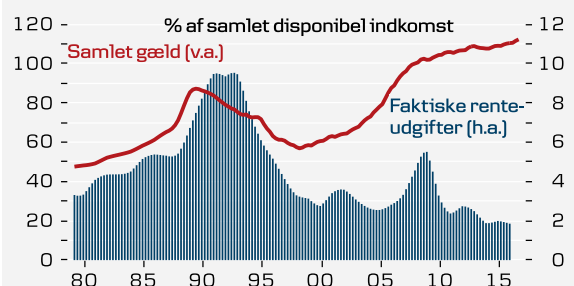
Kilde: Macrobond Financial

Forbrugertillid på højt niveau



Kilde: Macrobond Financial, Finlands Statistik

Gældsætning og rentebyrde



Kilde: Macrobond, Bank of Finland

Eksporten til Rusland stabiliserer sig



Kilde: Macrobond Financial

Konkurrenceevnen er blevet forringet i forhold til Tyskland og Sverige i de seneste 10 år. Finlands konkurrenceevne er dog langsomt ved at rette sig takket være løntilbageholdenhed blandt de finske lønmodtagere, højere lønstigninger i Tyskland og 'kreativ destruktion', som gør produktionen mere effektiv. I tidligere konjunkturforløb er problemet ofte blevet løst på få år ved hjælp af en devaluering eller store omstruktureringer i industrien. Denne gang har processen dog været usædvanlig langsommelig.

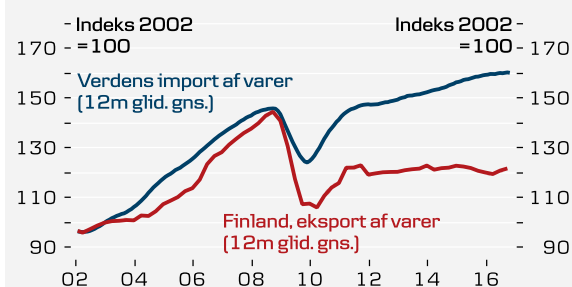
Konkurrenceevnen er et af hovedpunkterne i regeringens plan for at fremme væksten. Da Finland er afskåret fra at gennemføre en devaluering, har regeringen søgt at sikre en 'intern devaluering'. Efter et år med intensive forhandlinger blev der i juni indgået en 'konkurrenceevnepakke'. Som led i pakken fastfryses lønningerne i ét år (primært 2017). Derudover skal medarbejderne selv betale en større andel af omkostningerne til social sikring, og den årlige arbejdstid hæves med 24 timer uden lønkompensation. Desuden beskæres de offentligt ansattes feriepenge, og der gives mere fleksibilitet i lokale overenskomster. Det finske finansministerium anslår, at 'konkurrenceevnepakken' vil reducere enhedslønsmkostningerne med 3,7 %, og det ventes i kombination med højere lønstigninger bl.a. i Tyskland at styrke Finlands konkurrenceevne ganske pænt inden udgangen af 2017. Vi forventer, at pakken vil få en moderat positiv indvirkning på eksporten og investeringerne i anlægsaktiver.

Indtil da afhænger eksportudsigterne i høj grad af efterspørgslen på de primære eksportmarkeder. Udsigterne for de vigtigste finske eksportmarkeder (Tyskland, Sverige, USA) er fortsat relativt positive, og i Rusland ventes en moderat fremgang i 2017. Antallet af besøgende turister fra Rusland er allerede steget en smule. Nye produktionslinjer forventes at øge eksporten af varer fra skovbrugsindustrien og biler, og ordrer på nye krydstogtskibe vil også give eksporten et løft i 2018. Samtidig viser indikatorerne, at de små og mellemstore virksomheder har planer om nye investeringer. Eksportudsigterne sløres lidt af Storbritanniens farvel til EU på mellemlangt sigt, men effekten af Brexit i 2017 ser ud til at blive mindre end oprindeligt antaget. Vi regner med, at eksporten er vokset 3,0 % i 2017, og 3,5 % i 2018.

Mere appetit på investeringer

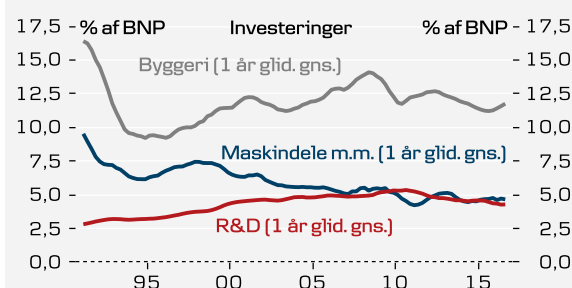
Finland har igennem længere tid kæmpet med lave investeringer som følge af den langvarige recession og sløj eksport. Investeringsniveauet er faldet fire år i træk, og investeringerne lå i 2015 på nogenlunde samme niveau som i 2003. De samlede investeringer begyndte at stige i 2016, primært som følge af udviklingen i byggeriet. Boligbyggeriet voksede 6,5 % og det øvrige byggeri 4,2 % i januar-september 2016, mens investeringerne i maskiner og driftsmidler faldt 1,4 %. Samtidig faldt investeringerne i immaterielle rettigheder som f.eks. forsknings- og udviklingsaktiviteter med 1,9 %. Den store nedgang i erhvervsinvesteringerne udhuler vækstpotentialet i finsk økonomi. Undersøgelser fra Finsk Industri (EK) og Finsk Erhverv viser også små positive tegn, når det gælder de finske virksomheders investeringsplaner. Med udsigt til en fremgang i eksporten samt bedre konkurrenceevne, relativt gode finansieringsmuligheder og en nedslidning af driftsmidler m.v. forventer vi, at investeringerne i anlægsaktiver igen vil tage fart i 2017. Der er endnu ikke udsigt til en tilsvarende stigning i forsknings- og udviklingsinvesteringerne, og Finland risikerer dermed at sakke bagud i forhold til andre lande med store innovationskompetencer. Finland har f.eks. mistet sin position som et af de mest innovative lande på World Economic

Finsk eksport halter fortsat bagefter



Kilde: Macrobond Financial, Finlands toldvæsen

Investeringsaktivitet



Kilde: Macrobond Financial, Finlands Statistik

Forums rangliste, og det har tilsyneladende også haltet med at omsætte innovative opfindelser til kommerciel succes i de senere år.

Vi venter igen en stærk udvikling i boligbyggeriet i 2017, men væksten er formentlig ved at have toppet. Antallet af færdigbyggede lejligheder stiger fortsat, hvilket lægger låg over boligpriserne og huslejeniveauet. Antallet af udstedte byggetilladelser og det påbegyndte byggeri indikerer fortsat en stor stigning i lejlighedsbyggeriet i vækstcentrene, særligt i Helsinki-området, mens det går trægt med parcelhusbyggeriet. Demografiske ændringer og økonomiske begrænsninger skaber stor efterspørgsel efter mindre lejligheder. Vi forventer, at de samlede investeringer vil vokse 3,5 % i 2017 for derefter at vokse med 2,5 % i 2018, når byggeriet har toppet.

Ledigheden falder fortsat

Den officielle ledighed er faldet gradvist igennem halvandet år, hvilket er godt nyt for finsk økonomi. Den sæsonkorrigerede ledighed faldt til 8,7 % i november. Antallet af ansatte i den private sektor er steget en smule i forhold til året før, mens det er faldet i den offentlige sektor. Ungdomsledigheden er også begyndt at falde, særligt blandt mændene. Ledigheden i Finland ligger under gennemsnittet for euroområdet, men over skønnet for Finlands 'naturlige' ledighed (NAIRU).

Beskæftigelsen er steget en smule (67,7 % i november) men ligger fortsat noget under regeringens målsætning på 72 %. Beskæftigelsen er lavere i Finland end i de andre nordiske lande, så målsætningen vil muligvis være endnu højere på længere sigt. Det bliver svært for den nuværende regering at indfri målet.

Til trods for den faldende ledighed ser vi nogle bekymrende underliggende tendenser: Der er mange langtidsledige og personer uden for arbejdsmarkedet. Finland har i dag mere end 120.000 langtidsledige, hvilket er det højeste antal siden 1997. Antallet af personer uden for arbejdsmarkedet (personer som gerne vil have et job, men som har opgivet at søge arbejde) er næsten fordoblet, siden recessionen begyndte. Disse tal viser, at den 'naturlige' ledighed er stigende. Heldigvis aftager stigningen i antallet af langtidsledige og personer uden for arbejdsmarkedet.

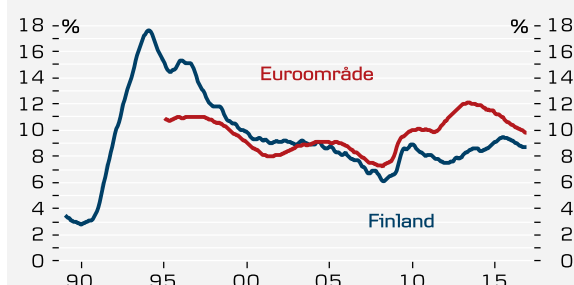
Vi venter, at den gennemsnitlige ledighed falder til 8,3 % i 2017 og fortsætter ned til 8,0 % i 2018, forudsat at der kommer mere gang i økonomien.

Fortsat divergens på boligmarkedet

Huspriserne i Finland har været stort set uændrede igennem fem år. Denne udvikling er kommet som en overraskelse for mange, da priserne tidligere er steget relativt konstant siden depressionen i 1990'erne. Udviklingen i boligpriserne har været meget forskellig fra region til region, og priserne i Helsinki-området og andre større byer har holdt sig pænt oppe i sammenligning med resten af landet. Dette fænomen vil efter vores vurdering ikke ændre sig, da demografiske ændringer og bedre beskæftigelsesmuligheder trækker befolkningen mod byerne.

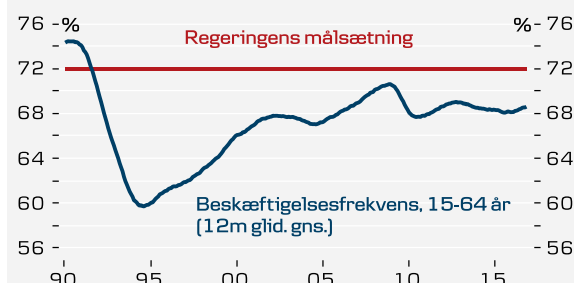
Vi ser dog nu spæde tegn på, at situationen generelt set vender i takt med bedringen i finsk økonomi. Prisen på eksisterende boliger steg i 3. kvartal 2016 med 1,4 % på årsbasis. I Helsinki-området steg priserne 2,8 %, mens de i resten af landet kun steg 0,2 %. Huspriserne forventes i gennemsnit at stige 1,0 % i 2017 og 1,5 % i 2018.

Ledigheden falder



Macrobond Financial, Finlands Statistik

Beskæftigelsen fortsat under det officielle mål



Kilde: Macrobond Financial, Finlands Statistik

Regionale forskelle i boligpriserne



Kilde: Macrobond Financial, Finlands Statistik

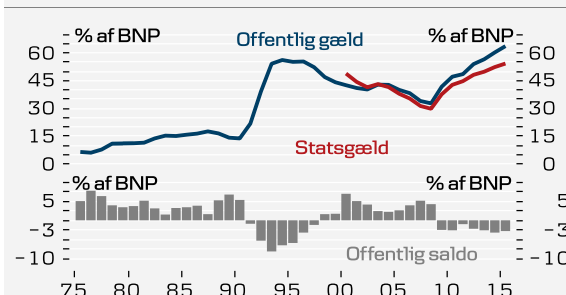
Lav vækst ikke godt for de offentlige finanser

Finlands offentlige gæld er vokset kraftigt i de senere år. Ifølge de seneste tal oversteg gældskvoten (63,6 %) i 2015 EU-grænsen på 60 %. Det var officielt første gang, siden Finland blev medlem af EU, men gældskvoten for 2014 blev efterfølgende også opjusteret til over 60 %. Den offentlige gæld udgjorde ca. 133 mia. euro ved udgangen af 2016. Vi forventer, at gælden vil fortsætte med at vokse, og at den når 67 % af BNP i 2018. Gældskvoten er ganske vist fortsat moderat efter international målestok, men stigningstakten er bekymrende. Da den økonomiske vækst i Finland fortsat er lav, bliver det en vanskelig opgave for regeringen at standse væksten i gældskvoten. De offentlige finanser er også blevet forværret under recessionen, og 2016 bliver Finlands ottende år i træk med budgetunderskud. Der var dog en lille positiv overraskelse i, at EU's grænse for budgetunderskuddet på 3 % ikke blev overskredet i 2015. De offentlige indtægter steg mere end tidligere ventet, og det offentlige underskud ser også ud til at have holdt sig under 3 %-grænsen i 2016.

Den konservative trepartiregering med premierminister Juha Sipilä i spidsen er reformorienteret, og finanspolitikken blev indledningsvist strammet. Regeringen vil med en kombination af kortsigtede og langsigtede tiltag justere de offentlige finanser med i alt 10 mia. euro, herunder offentlige besparelser. Finansloven for 2017 indeholder imidlertid ikke yderligere besparelser og stiler mod at fastholde den indenlandske efterspørgsel, hvilket i store træk skal ske via skattelettelser og fradragsmuligheder. En nedsættelse af de offentligt ansattes feriepenge og afskedigelser i den offentlige sektor kan være med til at sænke de offentlige personaleomkostninger i 2017. Det ser ikke ud til, at den økonomiske vækst fremover vil være høj nok til at løse gældsspiralen alene. Regeringen må enten gennemføre nye besparelser eller flere strukturreformer, som kan øge beskæftigelsen i den private sektor eller reducere de offentlige udgifter.

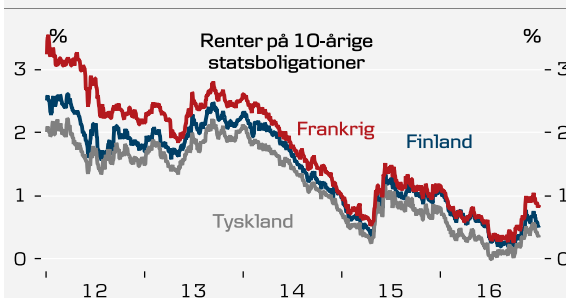
De store ratingbureauer har alle nedjusteret Finlands kreditvurdering til AA+/Aa1, siden Moody's annoncerede en nedjustering den 3. juni 2016. De tre store ratingbureauer giver Finland en rating med stabile udsigter, efter at S&P i september ændrede udsigterne fra negative til stabile. Med øget gældsætning og sløj potentiel vækst vil finsk økonomi være mindre modstandsdygtig over for en ny krise. Vi forventer, at Finland med fortsatte strukturreformer og en vækstfremgang vil kunne fastholde de nuværende ratings. For igen at få en AAA-rating skal Finland levere bevis for bæredygtig vækst og en faldende gældskvote, hvilket næppe vil ske før 2019. Nedjusteringerne af Finlands kreditvurdering ser imidlertid ikke ud til at have påvirket statens låneomkostninger i synderlig grad. Finland har stadigvæk et godt omdømme, og Den Europæiske Centralbanks obligationsopkøb hjælper også. Rentespændet til de 10-årige tyske statsobligationer ligger nu igen tæt på 20bp efter at være kørt ud i en periode frem mod sommeren sidste år.

Gældskvoten stiger trods økonomisk vækst



Kilde: Macrobond Financial, Finlands Statistik

10-årige statsobligationsrenter



Kilde: Macrobond Financial

Finland: Prognosen i tal

			Prognose		
Forsyningsbalance	2015	2015	2016	2017	2018
	mia. EUR (løbende priser)		% å/å		
BNP	209,1	0,2	1,6	1,3	1,3
Import	77,5	1,9	1,5	2,5	3,0
Eksport	76,6	-0,2	0,8	3,0	3,5
Forbrug	166,7	1,1	1,6	0,6	0,8
- Privat	115,7	1,5	2,2	0,8	1,0
- Offentlig	51,0	0,4	0,2	0,0	0,2
Investeringer	42,7	0,7	3,0	3,5	2,5

Økonomiske nøgletal	2015	2016	2017	2018
Ledighed, %	9,4	8,8	8,3	8,0
Lønninger, % å/å	1,4	1,2	0,6	0,8
Inflation, % å/å	-0,2	0,4	1,3	1,5
Huspriser, % å/å	-0,6	1,0	1,0	1,5
Betalingsbalance, mia. EUR	-0,9	-1,5	-1,5	-1,5
- % af BNP	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7
Offentligt budgetunderskud, % af BNP	-2,8	-2,5	-2,4	-2,2
Offentlig gæld, % af BNP	63,6	65,0	66,5	67,0

Finansielle nøgletal	19-01-2017	+3 mdr.	+6 mdr.	+12 mdr.
Repo-rente	0,00	0,00	0,00	0,00
2-årig swap-rente	-0,17	-0,10	-0,10	0,00
10-årig swap-rente	0,74	0,80	0,90	1,30
EUR/USD	1,07	1,05	1,08	1,12

Kilde: Finlands Statistik, Danske Bank

Globalt overblik

Opsving, reflation og politisk usikkerhed

- Vi har oprevideret prognosen for den globale vækst i 2017 en anelse til 3,5 % fra 3,4 % i forventning om lidt højere vækst i USA og euroområdet end tidligere ventet.
- Der er udsigt til et synkront opsving i verdensøkonomien i 2017 trukket af den globale investeringsaktivitet, der stiger fra et meget lavt niveau. Men den økonomiske vækst vil fortsat være moderat og skrøbelig.
- USA og euroområdet er på vej op i gear, mens væksten i Kina ser ud til at bremse lidt op i 2017 efter en fremgang i 2016. Rusland og Brasilien har lagt recessionen bag sig, men vil fortsat have lav vækst.
- Vi venter en holdbar stigning i inflationen i USA, men euroområdet må vente lidt endnu på reflationen. Den amerikanske centralbank går forsigtigt frem med renteforhøjelserne, og Den Europæiske Centralbank fortsætter obligationsopkøbene om end på et lidt lavere blus end tidligere.
- Europa vil fortsat være præget af politisk usikkerhed i 2017. Kina må formentlig indstille sig på kapitaludstrømning som følge af den forventede opbremsning i økonomien.

2017 starter med et synkront opsving

Væksten i den globale økonomi var afdæmpet i 2015 og det meste af 2016, og der var forskelle fra den ene region til den anden. Amerikansk økonomi var i modvind pga. den meget lave oliepris, mens Europa var tyngt af politisk usikkerhed og uroen i vækstøkonomierne i 1. kvartal 2016. Kina oplevede en bedring fra begyndelsen af 2016, da der kom mere gang i boligmarkedet, og infrastrukturinvesteringerne fik en vitaminindsprøjtning for at forhindre, at kapitaludstrømningen skulle udløse en hård landing i økonomien.

Vi har imidlertid set en positiv udvikling i alle regioner fra starten af 2017. I USA er det nu slut med det sidste halvandet års opbremsning, der blev udløst af et betydeligt fald i energiinvesteringerne. Privatforbruget vokser pænt, boligmarkedet ser robust ud, og der er nu tegn på en vending i investeringsvæksten efter faldet i de seneste år. Vi venter, at Donald Trump lempet finanspolitikken, selv om det formentlig ikke vil kunne mærkes for alvor før i 2018. De finanspolitiske lempelser vil bidrage til at holde opsvinget kørende i et par år, forudsat at vi ikke får nye større stød til økonomien, og vi venter en vækst i USA på 2,8 % i 2018. Det er ganske vist lidt over konsensusforventningen på 2,2 %, men vi har en fornemmelse af, at konsensus reelt set ligger højere, men at det tager tid, før det slår igennem i de officielle konsensustal.

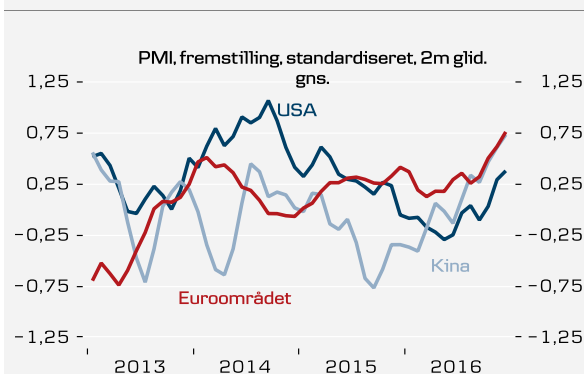
Brexit-afstemningen i Storbritannien har indtil videre haft langt mindre følger for Europa end frygtet, og vækstindikatorerne steg både i Storbritannien og euroområdet i andet halvår 2016. Det skyldes formentlig delvis, at Kina har haft en konjunkturfremgang, og at de europæiske forbrugere ikke har ændret adfærd, men er blevet ved med at bruge penge. Europa står dog snart over for nye udfordringer, idet der skal afholdes valg i flere lande i 2017

Økonomisk prognose: Forsigtigt globalt opsving

% å/å	2017		2018	
	Danske Bank	Konsensus	Danske Bank	Konsensus
USA	2,2	2,2	2,8	2,2
Euro zone	1,5	1,3	1,5	1,5
Japan	0,8	0,8	0,7	0,7
Kina	6,6	6,4	6,3	6,0
Global	3,5	3,4	3,6	3,4

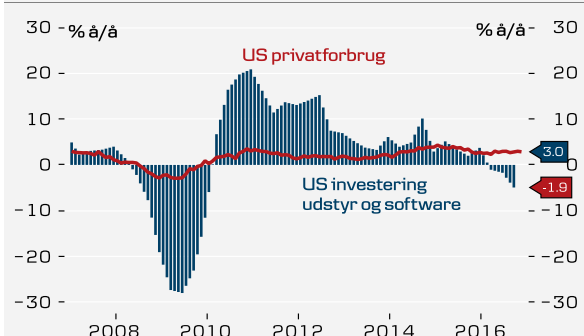
Kilde: Bloomberg, Danske Bank

PMI-indeks peger på synkront opsving i 2017



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Investeringsudviklingen i USA vil trække mindre ned, og det giver økonomien et løft



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

med valget i Frankrig som et af de vigtigste. De euroskeptiske partier har medvind for tiden, og hvis de kommer til magten, kan det blive sværere at holde sammen på EU og euroen i de kommende år (læs mere om dette nedenfor).

Kinesisk økonomi har været i fremgang i hele 2016, og nøgletallene ser ikke ud til at have toppet endnu. De ledende indikatorer for byggeriet og infrastrukturinvesteringerne – de to vækstmotorer i 2016 – peger imidlertid mod lavere vækst i 2017. Vi venter, at konjunkturerne toppe i 1. kvartal, men regner ikke med, at Kina kommer ud for en hård landing. Der bliver snarere tale om en moderat opbremsning, blandt andet fordi udbuddet af tomme boliger er faldet ganske betydeligt. Eksporten vil også udgøre en stødpude, da den kinesiske valuta er blevet svækket med 10 %, og eksportmarkederne er i bedring i USA og Europa.

Strukturelt set tegner billedet mere skrøbeligt for kinesisk økonomi, da de finansielle risici fortsat er stigende som følge af høj vækst i virksomhedernes gældsætning samt tydelige tegn på misallokering af kredit i kombination med en stor stigning i det såkaldte skyggebanksystem, dvs. finansiell virksomhed, der ikke er omfattet af den normale regulering af bankerne, og stigende finansiell gearing. Vi tror ikke, at en krise er umiddelbart forestående, men vi er bekymrede for, at der kan udvikle sig en finansiell krise i en eller anden form på 3-5 års sigt (vi ser en sandsynlighed på 50 % for, at dette scenario vil udspille sig). I takt med, at væksten bremser op i 2017, vil opmærksomheden nok igen rette sig mod de strukturelle udfordringer og risici, Kina står over for, og kapitaludstrømningen kan meget vel tage til i 2017.

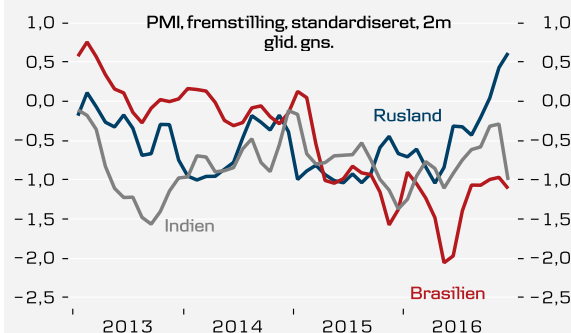
Retter vi blikket mod de øvrige vækstmarkeder, er der fremgang i Brasilien og Rusland, der har været i dyb recession siden starten af 2015. PMI-indeksene ligger i begge lande på det højeste niveau i fire år og peger på højere aktivitet. Fremgangen skyldes blandt andet højere råvareefterspørgsel i Kina.

Reflation i USA – men ikke endnu i euroområdet

Et af de nye temaer, der er kommet op på finansmarkederne på det seneste, er reflation – dvs. en mere holdbar stigning i inflationen, hvor der blandt andet også kommer gang i løninflationen. Vi ser gode muligheder for reflation i USA. Økonomien er på vej op i gear, outputgabets (den ledige produktionskapacitet) er næsten forsvundet, de globale råvarepriser stiger, og centralbanken ventes at fastholde en lempelig pengepolitik med meget gradvise renteforhøjelser, jf. *Strategy: The case for reflation – what it means and what to watch*, 18. november 2016. Vi venter kun to renteforhøjelser i USA i 2017 og dermed en historisk langsom stramning af pengepolitikken i en situation med økonomisk opsving og stigende inflation. Den såkaldte neutrale rente er imidlertid faldet betydeligt i USA, og hvis pengepolitikken strammes hurtigere, vil dollaren blive styrket for kraftigt, hvorved opsvinget og reflationen undermineres.

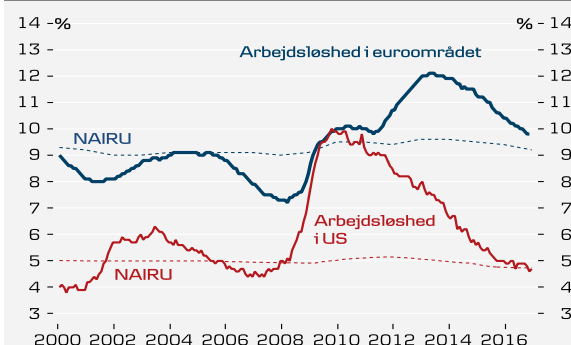
Det ligger lidt tungere med egentlig løndrevet reflation i euroområdet. Europa er ikke så langt fremme i konjunkturopsvinget som USA, og der ser stadig ud til at være betydelig ledig kapacitet i økonomien. Der er ingen tegn på tiltagende løninflation. Vi venter ganske vist en inflationsstigning i de kommende seks måneder, men det skyldes især udviklingen i råvarepriserne og altså ikke indenlandsk prispress. Kerneinflationen i euroområdet ventes at ligge på 1,1 % ved udgangen af 2017 – hvilket stadig er langt under inflationsmålet på lige under 2 %.

Kina og de øvrige vækstmarkeder har fremgang



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

USA er tæt på 'fuld beskæftigelse', men der er stadig ledig kapacitet på arbejdsmarkedet i euroområdet



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank. NAIRU er den strukturelle eller 'naturlige' ledighed.

Politisk usikkerhed fortsætter i 2017

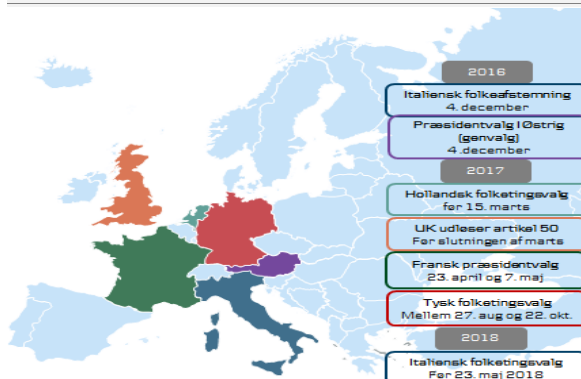
Der skal afholdes en række vigtige valg i euroområdet i det kommende år, og det giver fortsat høj usikkerhed. Italienerne stemte nej til forfatningsændringerne, der ville have reduceret Senatets indflydelse, ved folkeafstemningen den 4. december 2016. Premierminister Matteo Renzi er derfor gået af, og der vil muligvis blive udskrevet nyvalg. Italien har tre meget euroskeptiske partier – Femstjernebevægelsen, Forza Italia og Liga Nord. Et regeringsskifte kunne betyde, at der pludselig bliver stillet spørgsmålstegn ved Italiens medlemskab af euroen. Det er imidlertid vores hovedscenarie, at Italien bliver i euroen til trods for nej'et den 4. december, jf. *Research Italy: No 'Italexit' in the case of a 'No' in the referendum*, 22. november 2016.

Franskmændene skal til valgene i april i år, hvor der skal vælges ny præsident. Den euroskeptiske leder af Front Nationale, Marine Le Pen, fører ikke i meningsmålingerne i øjeblikket, men der var heller ikke mange meningsmålinger, der forudsagde, at Storbritannien ville forlade EU, eller at Trump ville vinde præsidentvalget i USA. Der er også valg i Holland og Tyskland i 2017. I Holland skal valget senest finde sted den 15. marts, og i Tyskland vil valget blive holdt mellem den 27. august og 22. oktober. Derudover vil der være fokus på forhandlingerne om Storbritanniens udtræden af EU. Artikel 50 om udtræden vil blive aktiveret inden udgangen af marts, og processen skal være afsluttet inden for en toårig periode.

Endelig kender vi endnu ikke det nærmere indhold af Donald Trumps politiske program. Hvor protektionistisk vil han være? Vil han bygge en mur til Mexico? Vil han levere de lovede finanspolitiske lempelser? Der er mange ubekendte. Vi tror ikke, at Trump vil vove at kaste sig ud i en strid med Kina, jf. *Flash Comment: What does Trump mean for China*, 9. november 2016, men vi ved det rent faktisk ikke, før han har været i embedet i nogen tid. En fortsat svækkelse af den kinesiske renminbi i forhold til dollaren vil formentlig virke som en rød klud på Trump. Udviklingen i dollarkursen i forhold til den kinesiske valuta skyldes først og fremmest, at dollaren generelt er stærk, men udviklingen skader de amerikanske virksomheders konkurrenceevne i forhold til Kina, og Trump kan meget vel finde på at udnævne Kina til valutamanipulator i 2017, jf. *FX Strategy: Rise in USD/CNY reflects stronger USD – more to come*, 17. november 2016. Trumps første 100 dage i Det Hvide Hus vil give os et indtryk af, hvilken slags præsident, vi kan forvente os, i de næste fire år.

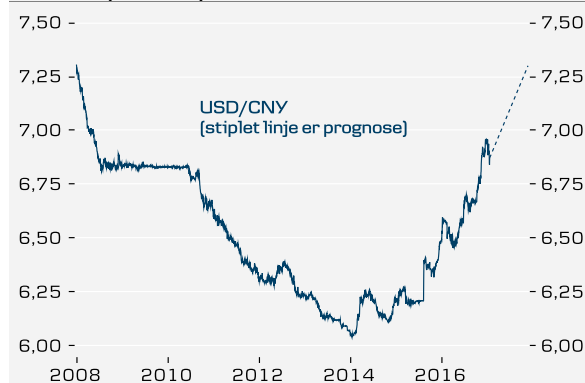
Derfor vil der i de første måneder af 2017 være stor opmærksomhed om amerikansk politik og valget i Frankrig til april.

En række europæiske lande går til valg



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

En svækkelse af renminbi mod dollar vil virke som en rød klud på Trump



Kilde: Danske Bank

Makroøkonomisk prognose

Makroprognose, Skandinavien

	år	BNP ¹	Privat-forb. ¹	Off. forb. ¹	Faste inv. ¹	Lager-inv. ²	Eks-port ¹	Import ¹	Infla-tion ¹	Ledig-hed ³	Off. budget ⁴	Off. gæld ⁴	Betal. bal ⁴
Danmark	2016	1.0	1.8	1.3	3.9	-0.4	0.1	1.3	0.3	4.2	-1.7	38.0	7.4
	2017	1.5	1.6	1.0	3.2	0.2	2.2	3.4	1.3	4.1	-1.3	37.2	7.3
	2018	1.8	2.0	0.5	3.7	0.1	2.7	3.4	1.5	3.9	-0.7	36.2	7.3
Sverige	2016	3.3	2.1	3.5	6.5	0.2	3.1	4.3	1.0	7.0	-0.6	42.0	4.6
	2017	1.7	1.5	2.0	1.9	-0.1	3.5	3.4	1.3	7.2	-0.7	41.8	4.5
	2018	1.9	2.0	1.3	2.1	0.1	4.1	4.4	1.4	7.1	-0.5	40.7	4.5
Norge	2016	0.8	1.5	2.3	-0.3	0.2	-1.5	1.0	3.6	3.0	-	-	-
	2017	1.8	2.0	2.0	1.0	0.0	1.3	1.9	2.2	3.0	-	-	-
	2018	2.2	2.2	2.3	2.5	0.0	1.3	2.3	2.1	3.0	-	-	-

Makroprognose, Euroland

	år	BNP ¹	Privat-forb. ¹	Off. forb. ¹	Faste inv. ¹	Lager-inv. ²	Eks-port ¹	Import ¹	Infla-tion ¹	Ledig-hed ³	Off. budget ⁴	Off. gæld ⁴	Betal. bal ⁴
Euroland	2016	1.7	1.7	1.9	3.0	-	2.3	3.0	0.2	10.1	-1.8	91.6	3.7
	2017	1.5	1.1	1.2	2.7	-	3.0	3.1	1.3	9.5	-1.5	90.6	3.5
	2018	1.5	1.1	1.1	3.6	-	3.6	4.0	1.2	9.1	-1.5	89.6	3.3
Tyskland	2016	1.8	1.7	4.2	2.1	-	2.3	3.0	0.4	4.3	0.6	68.1	9.0
	2017	1.9	1.4	2.2	2.0	-	3.3	3.1	1.7	4.1	0.4	65.7	8.7
	2018	1.9	1.4	1.8	4.0	-	4.0	4.8	1.5	4.1	0.3	63.1	8.5
Frankrig	2016	1.1	1.7	1.5	2.8	-	0.8	3.5	0.3	10.1	-3.3	96.4	-2.1
	2017	1.0	0.8	1.2	2.1	-	2.8	3.6	1.1	10.0	-2.9	96.8	-2.3
	2018	1.2	1.0	1.1	3.0	-	3.0	3.5	1.3	9.8	-3.1	97.4	-2.6
Italien	2016	0.9	1.4	0.6	2.0	-	1.3	1.7	-0.1	11.6	-2.4	133.0	2.8
	2017	1.0	0.7	0.6	2.1	-	3.3	3.3	1.2	11.5	-2.4	133.1	2.5
	2018	1.3	0.8	0.7	3.6	-	3.5	3.5	1.2	11.4	-2.5	133.1	2.1
Spanien	2016	3.2	3.0	1.3	3.6	-	4.0	3.0	-0.3	19.7	-4.6	99.5	1.7
	2017	2.3	2.1	1.4	2.9	-	2.6	2.1	1.8	18.3	-3.8	99.9	1.5
	2018	2.3	2.0	1.3	4.7	-	3.6	4.6	1.1	17.1	-3.2	100.0	1.5
Finland	2016	1.6	2.2	0.2	3.0	-	0.8	1.5	0.4	8.8	-2.5	65.0	-0.7
	2017	1.3	0.8	0.0	3.5	-	3.0	2.5	1.3	8.3	-2.4	66.5	-0.7
	2018	1.3	1.0	0.2	2.5	-	3.5	3.0	1.5	8.0	-2.2	67.0	-0.7

Makroprognose, Global

	år	BNP ¹	Privat-forb. ¹	Off. forb. ¹	Faste inv. ¹	Lager-inv. ²	Eks-port ¹	Import ¹	Infla-tion ¹	Ledig-hed ³	Off. budget ⁴	Off. gæld ⁴	Betal. bal ⁴
USA	2016	1.6	2.6	0.8	0.4	-0.4	0.7	0.7	1.3	4.9	-2.6	105.0	-2.7
	2017	2.2	2.2	0.6	2.8	0.1	3.2	2.3	2.4	4.7	-2.9	105.0	-2.9
	2018	2.8	2.0	2.9	6.1	0.0	3.0	3.0	2.5	4.4	-2.8	103.0	-3.3
Kina	2016	6.7	-	-	-	-	-	-	2.0	4.1	-3.0	46.3	2.4
	2017	6.6	-	-	-	-	-	-	2.0	4.3	-3.3	49.9	2.1
	2018	6.3	-	-	-	-	-	-	2.0	4.3	-3.0	53.3	1.5
UK	2016	2.0	2.8	0.8	0.9	0.5	1.0	2.7	0.7	4.9	-3.6	88.7	-5.0
	2017	1.2	1.7	0.2	0.3	0.3	1.7	2.4	2.3	5.0	-2.9	89.2	-4.9
	2018	1.0	1.0	0.4	0.7	0.0	2.8	2.0	2.6	5.3	-2.2	88.7	-3.3

Kilde: OECD og Danske Bank. 1) % å/å. 2) Vækstbidrag i procent. 3) % af arbejdsstyrke. 4) % af BNP.

Finansiell prognose

Penge-, obligations- og valutamarkedet

		Ledende rente	3 måneders rente	2-års swap rente	10-års swap rente	Valuta over for EUR	Valuta over for USD	Valuta over for DKK
USD	20-Jan	0.75	1.03	1.52	2.35	106.9	-	695.7
	+3m	0.75	1.12	1.45	2.40	105.0	-	708.1
	+6m	1.00	1.25	1.75	2.50	108.0	-	688.9
	+12m	1.25	1.52	2.15	2.90	112.0	-	664.3
EUR	20-Jan	0.00	-0.33	-0.17	0.73	-	106.9	743.7
	+3m	0.00	-0.35	-0.10	0.80	-	105.0	743.5
	+6m	0.00	-0.35	-0.10	0.90	-	108.0	744.0
	+12m	0.00	-0.35	0.00	1.30	-	112.0	744.0
JPY	20-Jan	-0.10	-0.02	0.04	0.22	122.5	114.6	6.07
	+3m	-0.10	-	-	-	123.9	118.0	6.00
	+6m	-0.10	-	-	-	127.4	118.0	5.84
	+12m	-0.10	-	-	-	132.2	118.0	5.63
GBP	20-Jan	0.25	0.36	0.67	1.39	86.5	123.6	860.1
	+3m	0.25	0.40	0.65	1.40	88.0	119.3	844.9
	+6m	0.25	0.40	0.70	1.50	86.0	125.6	865.1
	+12m	0.25	0.40	0.60	1.75	86.0	130.2	865.1
CHF	20-Jan	-0.75	-0.73	-0.62	0.18	107.3	100.4	693.1
	+3m	-0.75	-	-	-	107.0	101.9	694.9
	+6m	-0.75	-	-	-	110.0	101.9	676.4
	+12m	-0.75	-	-	-	113.0	100.9	658.4
DKK	20-Jan	0.05	-0.23	0.01	0.99	743.7	695.7	-
	+3m	0.05	-0.20	0.10	1.10	743.5	708.1	-
	+6m	0.05	-0.20	0.10	1.15	744.0	688.9	-
	+12m	0.05	-0.20	0.20	1.55	744.0	664.3	-
SEK	20-Jan	-0.50	-0.56	-0.30	1.16	954.1	892.6	77.9
	+3m	-0.50	-0.60	-0.40	1.20	940.0	895.2	79.1
	+6m	-0.50	-0.60	-0.30	1.20	930.0	861.1	80.0
	+12m	-0.50	-0.60	-0.35	1.60	920.0	821.4	80.9
NOK	20-Jan	0.50	1.04	1.25	1.94	901.3	843.2	82.5
	+3m	0.50	1.00	1.25	1.90	890.0	847.6	83.5
	+6m	0.50	1.00	1.30	2.00	880.0	814.8	84.5
	+12m	0.50	1.00	1.40	2.40	870.0	776.8	85.5

Aktiemarkedet

Regioner		Risikoprofil 3 mdr.	Kursudvikling 3 mdr.	Kursudvikling 12 mdr.	Anbefaling
USA (USD)	Konjunktur opgang og ekspansiv finanspolitik løfter væksten	Medium	5-10%	10-15%	Overvægt
Emerging Markets (Icy)	Rammes af dollarstyrkelse og øget protektionisme	Medium	-5-0%	-5-+5%	Undervægt
Japan (JPY)	Aktiemarked undervurderet og positiv valutakursudvikling	Medium	5-10%	10-15%	Overvægt
Euroområdet (EUR)	Mindre momentum i vækst og EPS end i USA	Medium	0-5%	0-5%	Undervægt
UK (GBP)	Valutakursudv. og højere infl. forventninger opvejer Brexit	Medium	3-8%	5-10%	Neutral
Norden (Icy)	Valutakursudvikling og indenlandsk eft.spg. støtter indtjening	Medium	3-8%	5-10%	Neutral

Råvarer

	20-Jan	2017				2018				Gennemsnit	
		K1	K2	K3	K4	K1	K2	K3	K4	2017	2018
NYMEX WTI	51	53	55	57	59	60	60	61	61	56	61
ICE Brent	54	53	55	57	59	60	60	61	61	56	61
Kobber	5,740	5,850	5,900	5,950	6,000	6,025	6,050	6,075	6,100	5,925	6,063
Zink	2,769	2,400	2,300	2,200	2,200	2,225	2,250	2,275	2,300	2,275	2,263
Nikkel	9,925	11,200	11,300	11,400	11,500	11,600	11,700	11,800	11,900	11,350	11,750
Aluminium	1,826	1,750	1,760	1,770	1,780	1,790	1,800	1,810	1,820	1,765	1,805
Guld	1,208	1,100	1,120	1,140	1,160	1,170	1,180	1,190	1,200	1,130	1,185
Matif Mill Hvede	170	164	166	168	168	169	169	170	170	167	170
Raps	421	420	410	410	410	415	420	425	430	413	423
CBOT Hvede	423	450	475	500	510	520	530	540	550	484	535
CBOT Sojabønner	1,064	1,150	1,100	1,100	1,100	1,125	1,125	1,150	1,150	1,113	1,138

Kilde: Danske Bank

Disclosure

Denne analyse er udarbejdet af Danske Bank Markets, en division af Danske Bank.

Analytikernes erklæring

Hver enkelt analytiker, som er ansvarlig for indholdet af denne analyse, erklærer, at de synspunkter, der udtrykkes i analysen, nøjagtigt afspejler analytikerens personlige vurdering af de finansielle instrumenter og udstedere, der er omfattet af analysen. Hver enkelt ansvarlig analytiker erklærer desuden, at ingen del af analytikerens aflønning har været, er eller vil være direkte eller indirekte relateret til de specifikke anbefalinger, der udtrykkes i analysen.

Regulering

Danske Bank er godkendt af og underlagt tilsyn af Finanstilsynet samt underlagt de regler og bestemmelser, der er udstedt af de relevante tilsynsmyndigheder i alle andre jurisdiktioner, hvor Danske Bank har aktiviteter. Danske Bank er underlagt begrænset tilsyn af det britiske finanstilsyn, Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authority. Nærmere oplysninger om omfanget af Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authoritys tilsyn kan fås ved henvendelse til Danske Bank.

Danske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer fremgår af Danske Banks Research Policy. Alle ansatte i Danske Banks analyseafdelinger er bekendt med, at enhver henvendelse, der kan kompromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyseledelsen og til Bankens Compliance afdeling. Danske Banks analyseafdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder. Analytikernes aflønning er til en vis grad afhængig af det samlede regnskabsresultat i Danske Bank, der omfatter indtægter fra investment bank-aktiviteter, men analytikerne modtager ikke bonusbetalinger eller andet vederlag med tilknytning til specifikke corporate finance- eller kredittransaktioner.

Danske Banks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Finansforeningens etiske regler og Den danske Børsmæglerforenings anbefalinger.

Finansielle modeller og/eller metoder anvendt i denne analyse

Beregninger og præsentationer i denne analyse er baserede på standard økonometriske modeller og metoder såvel som på offentligt tilgængelige data på alle værdipapirer, udstedere og/eller lande. Dokumentation kan fremskaffes ved henvendelse til analysens forfattere.

Risikoadvarsel

Væsentlige risikofaktorer i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne i denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse af relevante forudsætninger, er angivet i analysen.

Planlagte opdateringer af analysen

Analysen opdateres kvartalsvis.

Disclaimer

Denne publikation er udarbejdet af Danske Bank Markets alene til orientering. Publikationen vil kunne underbygge kortsigtede investeringsstrategier, som afviger fra bankens anbefalinger ifølge andre analysepublikationer. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter. Efter bankens opfattelse er publikationen korrekt og retvisende. Banken påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed og fuldkommenhed, ligesom Banken heller ikke påtager sig noget ansvar for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen. Danske Bank og dens datterselskaber samt medarbejdere i banken kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afslutte positioner i værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter eller på anden måde have interesse i investeringerne (herunder derivater) eller i et udstedende selskab nævnt i publikationen. Danske Banks aktie- og kreditanalytikere må ikke investere i værdipapirer, som dækkes af den pågældende eller af den analysesektion, som den pågældende er tilknyttet. Denne publikation er ikke beregnet til brug for detailkunder i Storbritannien eller til personer i USA. Danske Bank Markets er en division af Danske Bank A/S. Danske Bank A/S er underlagt Finanstilsynet i Danmark og er endvidere underlagt regler fra relevante myndigheder i alle andre retskredse, hvor Danske Bank A/S udøver forretning. Herudover er Danske Bank A/S underlagt begrænset tilsyn af det engelske finanstilsyn, Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authority. Enkeltheder vedrørende omfanget af dette tilsyn kan fås ved henvendelse til banken. Copyright © Danske Bank A/S. Danske Bank A/S har ophavsretten til publikationen, som er til kundens personlige brug og må ikke offentliggøres uden forudgående tilladelse.

INTERNATIONAL MACRO

Chief Analyst & Head of
Allan von Mehren
+45 45 12 80 55
alvo@danskebank.com

Pernille Bomholdt Henneberg
+45 45 13 20 21
perni@danskebank.com

Mikael Olai Milhøj
+45 45 12 76 07
milh@danskebank.com

DENMARK

Chief Economist & Head of
Las Olsen
+45 45 12 85 36
laso@danskebank.com

Louise Aggerstrøm Hansen
+45 45 12 85 31
louhan@danskebank.com

Björn Tangaa Sillemann
+45 45 12 82 29
bjssi@danskebank.com

SWEDEN

Chief Analyst & Head of
Michael Boström
+46 8 568 805 87
mbos@danskebank.com

Roger Josefsson
+46 8 568 805 58
rjos@danskebank.com

Michael Grahm
+46 8 568 807 00
mika@danskebank.com

Carl Milton
+46 8 568 805 98
carmi@danskebank.com

Marcus Söderberg
+46 8 568 805 64
marsd@danskebank.com

Stefan Mellin
+46 8 568 805 92
mell@danskebank.com

Susanne Perneby
+46 8 568 805 85
supe@danskebank.com

FIXED INCOME RESEARCH

Chief Analyst & Head of
Arne Lohmann Rasmussen
+45 45 12 85 32
arr@danskebank.com

Jens Peter Sørensen
+45 45 12 85 17
jenssr@danskebank.com

Christina E. Falch
+45 45 12 71 52
chfa@danskebank.com

Jan Weber Østergaard
+45 45 13 07 89
jast@danskebank.com

Anders Møller Lumholtz
+45 45 12 84 98
andjrg@danskebank.com

Hans Roager Jensen
+45 45 13 07 89
hroa@danskebank.com

Mathias Ren Mogensen
+45 45 14 72 26
mmog@danskebank.com

Thomas Hoppe Rosenlund
+45 45 14 32 85
thros@danskebank.com

NORWAY

Chief Analyst & Head of
Frank Jullum
+47 85 40 65 40
fju@danskebank.com

Jostein Tvedt
+47 23 13 91 84
jtv@danskebank.com

FINLAND

Chief Analyst & Head of
Pasi Petteri Kuoppamäki
+358 10 546 7715
paku@danskebank.com

Henna Päivikki Mikkonen
+358 10 546 6619
hmi@danskebank.com

Minna Emilia Kuusisto
+358 10 546 7955
mkuu@danskebank.com

FX & COMMODITIES STRATEGY

Global Head of FICC Research
Thomas Harr
+45 45 13 67 31
thhar@danskebank.com

Christin Kyrme Tuxen (on leave)
+45 45 13 78 67
tux@danskebank.com

Morten Thrane Helt
+45 45 12 85 18
mohel@danskebank.com

Jens Nærvig Pedersen
+45 45 12 80 61
jenpe@danskebank.com

Kristoffer Kjær Lomholt
+45 45 12 85 29
klom@danskebank.com

Aila Evchen Mihr
+45 45 13 78 67
amih@danskebank.com

EMERGING MARKETS

Chief Analyst & Head of
Jakob Ekholdt Christensen
+45 45 12 85 30
jakc@danskebank.com

Vladimir Miklashevsky
+358 (0)10 546 7522
vlmi@danskebank.com

Rokas Grajauskas
+370 5 215 6231
rgra@danskebank.com

DCM RESEARCH

Chief Analyst & Head of
Thomas Martin Hovard
+45 45 12 85 05
hova@danskebank.com

Louis Landeman
+46 8 568 80524
llan@danskebank.se

Jakob Magnussen
+45 45 12 85 03
jakja@danskebank.com

Mads Rosendal
+45 45 14 88 79
madro@danskebank.com

Gabriel Bergin
+46 8 568 806 02
gabe@danskebank.com

Brian Bersting
+45 45 12 85 19
brbr@danskebank.com

Sverre Holbek
+45 45 14 88 82
holb@danskebank.com

Niklas Ripa
+45 45 12 80 47
niri@danskebank.com

Henrik René Andresen
+45 45 13 33 27
hena@danskebank.com

Lukas Platzer
+45 45 12 84 30
lpla@danskebank.com

Katrine Jensen
+45 45 12 80 56
katni@danskebank.com

Haseeb Syed
+47 85 40 54 19
hsy@danskebank.com

Bendik Engebretsen
+47 85 40 69 14
bee@danskebank.com

Jonas Meyer
+47 92 85 85 25
mey@danskebank.com