

Research Norge

Moderat vekst

- Alle indikatorer tyder på at veksten tar seg opp, men noe saktere enn antatt
- Det er fortsatt ingen tegn til alvorlige andrerundeeffekter fra oljebremsen, verken sektormessig eller geografisk. Snarere tvert imot ser det ut til at veksten utenfor olje akselerer.
- Selv om aktiviteten i oljesektoren vil falle videre, er mye av fallet bak oss. Motvinden er nå mindre, og vi tror denne utviklingen fortsetter. Men utviklingen utover høsten har vist at faren langt fra er over.
- Høy boligbygging og en ekspansiv finanspolitikk holder veksten oppe, mens privat etterspørsel fortsatt er svak.
- Neste år vil motvinden fra olje bli noe mindre, men den finanspolitiske stimulansen blir også lavere. Høyere vekst i privat forbruk og investeringer vil likevel gi høyere vekst i 2017.
- Ledigheten har steget moderat og antall ledige stillinger øker noe saktere enn tidligere i år. Ledende indikatorer tyder derimot på at sysselsettingen vil ta seg opp utover 2017.
- Inflasjonen har avtatt raskere enn ventet, men det skyldes kun raskere gjennomslag fra kronestyrkingen. Den underliggende inflasjonen har vært omtrent uendret.
- Lavere inflasjon vil gradvis bedre kjøpekraften, selv om reallønnsveksten fortsatt blir moderat.
- Boligmarkedet har blitt svært stramt, men vi ser tegn til at tilbudssiden begynner å røre på seg. Sammen med nye kredittrestriksjoner vil dette etter hvert gi lavere boligprisvekst.
- Norges Bank holdt renten uendret i desember, og vi tror rentebunnen er nådd. Det blir neppe noen renteøkninger i 2017.
- Høyere oljepris og høyere vekst har gitt sterkere kronekurs, og denne tendensen vil fortsette utover i 2017.

Lysere utsikter

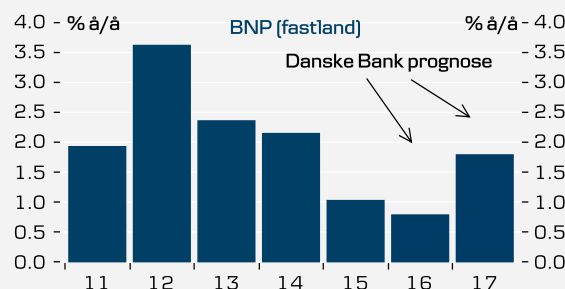
Veksten i norsk økonomi ser ut til å ta seg sakte men sikkert opp igjen, men har vært noe svakere enn ventet. Fastlands-BNP vokste 0,2 % kv/kv i 3. kvartal. Vi venter nå en vekst i fastlands-BNP på 0,8 % i 2016, en nedjustering på 0,2 pp. siden september. Nedjusteringen skyldes i hovedsak noe svakere vekst i privat forbruk, og en god del svakere utvikling i fastlands-eksporten enn ventet. Det siste skyldes i stor grad et kraftig fall i eksporten fra oljerelaterte fastlands-bedrifter.

Endringer i forhold til siste prognose

% å/å	Norge			
	Nuværende prognose		Tidligere prognose	
	2017	2018	2017	2018
BNP (fastland)	1,8	2,2	2,3	-
Privatforbruk	2,0	2,2	2,2	-
Offentligt forbruk	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	-
Inflasjon	2,2	2,1	2,2	-

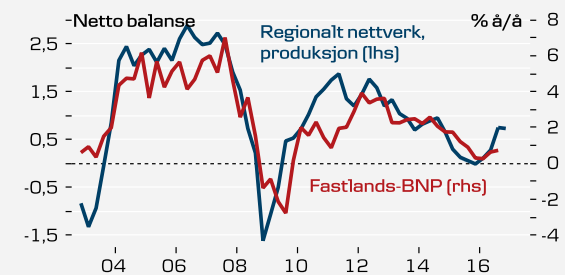
Kilde: Danske Bank

Bunnen passeres



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Vekstutsiktene er bedre



Kilde: Macrobond Financial

Sjeføkonom
Frank Juillum
+47 85 40 65 40
fju@danskebank.com

Oljeinvesteringene faller fortsatt, men klart saktere enn ved inngangen til året. I 3. kvartal var fallet i oljeinvesteringene det laveste på nesten tre år. Likevel var industriaktiviteten klart svakere enn ventet i samme periode. Også ledende indikatorer har forverret seg, og økt risikoen for et fornyet tilbakeslag i industrien. Konjunkturbarometeret fra SSB falt kraftig i 3. kvartal, noe som i sin helhet skyldtes et fall i ordreservene. Det kan tyde på at ordreinngangen, selv om den tar seg opp, ikke er tilstrekkelig til å erstatte prosjekter som blir ferdigstilt. I så fall kan det tyde på at aktiviteten vil falle framover. I Regionalt nettverk fra Norges Bank så man imidlertid svært lite til dette kraftige aktivitetsfallet, noe som kan tyde på at avslutningen på året blir noe bedre enn fryktet.

Veksten i privat forbruk har skuffet siden forrige rapport. Særlig er det vareforbruket som holder seg svakt, noe som antagelig må ses i sammenheng med at høy inflasjon demper kjøpekraften gjennom negativ reallønnsvekst. Forbrukertilliten har bedret seg i løpet av høsten, og spareraten har falt. Begge deler tyder på at det ikke er forsiktighet og frykt som preger husholdningene. Vi ser da også at årsveksten i nominelle priser holder seg over 3 %, men at realveksten er rundt null. Dette tyder også på at det er kjøpekraften som er det reelle problemet. Tjenesteforbruket vokser fortsatt sterkt, blant annet som følge av en økende turiststrøm til Norge.

Veksten i fastlands-eksporten har skuffet stort siden sist. Årsaken er nok først og fremst at deler av oljerelatert eksport regnes som fastlands-eksport i BNP-tallene, og at disse sektorene har opplevd en fornyet nedgang etter sommeren.

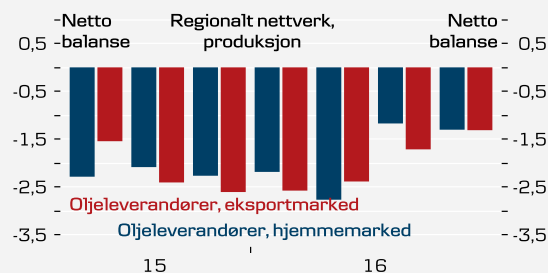
Som nevnt innledningsvis er det i hovedsak sterk vekst i offentlig etterspørsel og boliginvesteringene som driver veksten i norsk økonomi i øyeblikket. Den finanspolitiske impulsen er beregnet til 1 % av fastlands-BNP i år, det vil si at uten denne stimulansen ville BNP-veksten isolert sett blitt negativ. Nå skal det legges til at i et slikt scenario ville nok rentene vært lavere og kronkursen svakere, noe som ville ha trukket litt i motsatt retning. Vi har dessuten oppjustert boliginvesteringene fra litt over 7 % til nærmere 9 % vekst i år. De stadig høyere prisene i annenhåndsmarkedet har økt salget av nye boliger og økt den forventede lønnsomheten ved å bygge mer.

Svært oppmuntrende er det også at næringslivsinvesteringene nå har økt i fire kvartaler på rad. Det har vært høy vekst i industriinvesteringene i år, blant annet drevet av store enkeltprosjekter i prosessindustrien, men det er særlig kraftbransjen som for tiden løfter investeringsnivået.

Det regionale nettverket fra Norges Bank tyder fortsatt på at veksten vil ta seg ytterligere opp de neste seks månedene, men noe mindre enn vi hadde ventet. Den aggregerte produksjonsindeksen var i november på 0,73, marginalt svakere enn i august. Justert for veksten i offentlig etterspørsel indikerer tallene en BNP-vekst på noe under 0,5 % kv/kv også de neste to kvartalene.

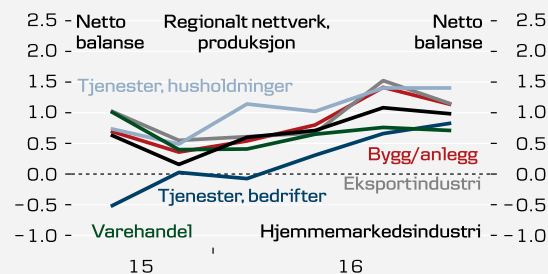
Detaljene viser at fallet i oljerelaterte næringer fortsetter i omtrent samme tempo som ved forrige måling, dvs. noe mindre fall enn i første halvdel av året. Dette stemmer bra med våre forventninger om at oljeinvesteringene er i ferd med å flate ut etter å ha falt siden 2013.

Mindre motvind i oljesektorene



Kilde: Macrobond Financial

Litt mer blandet bilde i det siste



Kilde: Macrobond Financial

Like viktig er imidlertid den klare tendensen til at veksten utenfor oljesektoren fortsatt akselererer. Bedriftene melder jevnt over om omtrent like gode vekstutsikter som i august. Dette kan indikere at faren for at andrerunde-effekter fra oljesjokket skal lede norsk økonomi inn i en dyp og langvarig resesjon er i ferd med å forsvinne. Det skyldes at de positive vekstimpulsene fra lavere renter, en svak valutakurs og særlig en ekspansiv finanspolitikk er sterkere enn de negative impulsene fra fallende oljeaktivitet.

I tillegg venter bedriftene økt sysselsetting framover for første gang på nesten to år. Selv om forventningene var noe lavere enn i forrige runde, ser det ut til at sysselsettingen de neste to kvartalene kommer til å øke for første gang på to år. Dessuten meldte bedriftene i november at kapasitetsutnyttelsen har vært økende gjennom hele 2016. Høyere kapasitetsutnyttelse men noe lavere vekst kan dessverre tyde på at trendveksten er noe svakere enn tidligere antatt.

Privat etterspørsel overtar i 2017

Høyere oljepriser og kraftige kostnadskutt på norsk sokkel gjør at oljeinvesteringene vil flate ut i løpet av neste år. De negative vekstimpulsene fra oljeaktiviteten inn i fastlands-økonomien vil derfor bli betydelig lavere. Men basert på den siste investeringstillingen for oljevirkosomheten har vi likevel nedjustert anslaget for oljeinvesteringene i 2017 fra -6 % til -9 %. Det er særlig lavere leteinvesteringer som trekker anslaget ned. Det er selvsagt usikkerhet knyttet til utviklingen i oljeprisen, men med mindre prisen skulle stige bratt ved starten av året, tror vi ikke investeringsnivået blir særlig påvirket.

Nedjusteringen av oljeinvesteringene er den viktigste årsaken til at vi har nedjustert BNP-anslaget for neste år, gjennom effekten det har på aktiviteten i leverandørindustrien. Men samtidig venter vi at finanspolitikken blir betydelig mindre ekspansiv enn i år, ifølge Nasjonalbudsjettet 2017 blir ekspansiviteten i 2017 rundt 0,4 %, ned fra 1,0 % i 2016.

Samtidig venter vi at inflasjonen gradvis vil avta etter hvert som effekten av kronesvekkelsen fases ut, noe som sammen med en bedring i arbeidsmarkedet vil gi sterkere støtte til privat forbruk. Vi tror at veksten i privat forbruk tar seg opp fra 1,5 % i 2016 til 2,2 % i 2017. Dette er den viktigste årsaken til at veksten i 2017 antas å bli høyere enn i 2016. Men samtidig regner vi nå med betydelig høyere vekst i bedriftsinvesteringene i 2017, drevet av større optimisme, bedre lønnsomhet og høyere kapasitetsutnyttelse. I tillegg regner vi med et betydelig bidrag fra investeringene i kraftbransjen, både innenfor tradisjonell vannkraft og annen fornybar energi.

Samlet regner vi derfor med en vekst i fastlands-BNP på 1,8 % i 2017.

Arbeidsmarkedet viser tegn til stabilisering

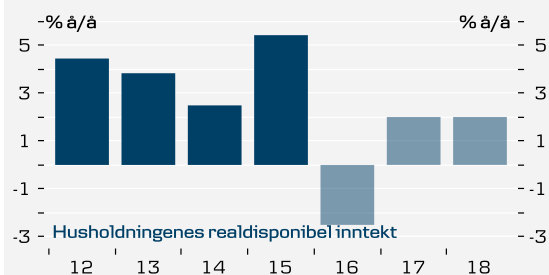
Det kan se ut som om den verste svekkelsen av arbeidsmarkedet er bak oss. Dette skyldes delvis at de store rundene med oppsigelser i oljesektoren skjedde fra påske fram til ettersommeren i 2015. Likevel har vi sett en tendens til at ledigheten har økt de siste månedene. Ettersom denne økningen i stor grad er konsentrert i typiske oljerelaterte næringer og regioner, er det nærliggende å tro at det skyldes nye runder med tilpasninger innenfor denne sektoren.

Oljeinvesteringene er nedjustert, men nærmer seg bunnen



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Bedring i kjøpekraften fremover



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Antall varsler om oppsigelser og permisjoner til NAV har imidlertid falt de siste to månedene, det kan tyde på at denne nye runden med nedbemanninger er i ferd med å avsluttes. Det kan indikere at ledigheten vil falle igjen ved starten av 2017.

De to arbeidsmarkedsbildene (NAV og AKU) tegner fortsatt to forholdsvis ulike bilder av det norske arbeidsmarkedet. Dette kan skyldes at flere unge har problemer med å skaffe seg jobb, og derfor regnes som ledige i AKU-tallene. Om de ikke registrerer seg som ledige hos NAV vil de imidlertid ikke inkluderes i disse tallene. Men de siste månedene har ledighetstallene begynt å konvergere, og viser nå omtrent samme utviklingen det siste året.

Vi har lenge pekt på at det raskt økende antall nye stillinger utlyst på NAV indikerte at etterspørselen etter arbeidskraft tross alt har vært relativt bra. De siste par månedene har veksten stagnert noe, men nivået ligger fortsatt relativt høyt.

Samtidig ser vi nå at ledende sysselsettingsindikatorer klart tyder på at sysselsettingen kommer til å stige fremover. Forventet sysselsetting i Regionalt nettverk har for eksempel vært på sitt høyeste nivå på to år de to siste rundene.

Vi tror fortsatt at de oljerelaterte næringene vil nedbemanne utover i 2017, men i et betydelig mindre omfang enn i 2016. Vi tror derfor ledigheten vil toppe ut rundt disse nivåene på rett over 3 % (NAV) etter hvert som veksten tar seg opp. Men vi ser tegn til at produktivitetsveksten nå øker igjen, og at arbeidstilbudet kanskje er på vei opp. Begge faktorene vil bidra til å dempe fallet i ledigheten selv om den økonomiske veksten bedres.

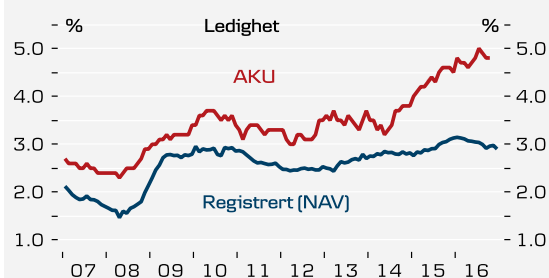
Inflasjonen vil avta

Inflasjonen har falt langt mer enn ventet de siste fire månedene. Etter at kjerneinflasjonen toppet ut på 3,7 % å/å i juli har den avtatt til 2,6 % i november. Dette er drøyt 0,5 pp. lavere enn f.eks. Norges Bank ventet i PPr i september. Det er særlig den importerte inflasjonen som har falt mer enn ventet, mens den innenlandske inflasjonen har vært omtrent som ventet, og holder seg i overkant av 2,5 5 å/å. Vi mener derfor at det underliggende inflasjonsbildet er lite endret, men at gjennomslaget fra valutakursen på importprisene bare har kommet raskere enn vi tidligere har ventet.

Fremover venter vi at de underliggende prisdriverne – lavere lønnsvekst og høyere produktivitetsvekst - vil dempe den innenlandske prisveksten noe. Samtidig venter vi at gradvis høyere oljepriser vil gi en noe sterkere kronekurs. Importprisene vil derfor mest sannsynlig falle videre. Vi venter fortsatt at kjerneinflasjonen nå har toppet ut og vil avta utover året og nærme seg 2 % mot slutten av 2017.

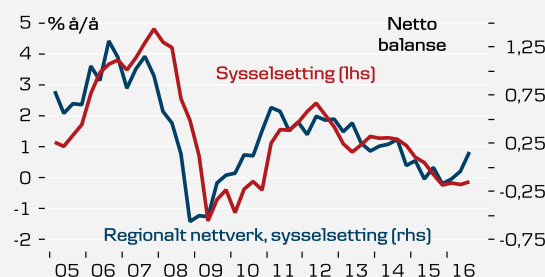
Lavere arbeidsledighet og høyere inntjening i bedriftene taler for at lønnsveksten skal ta seg opp framover. Men de siste utvalgsundersøkelsene tyder på at lønnsforventningene både på arbeidsgiver- og arbeidstakersiden er noe lavere enn ventet. Vi har derfor nedjustert vårt lønnsanslag for 2017 til 2,8 %.

Ledigheten stabiliseres



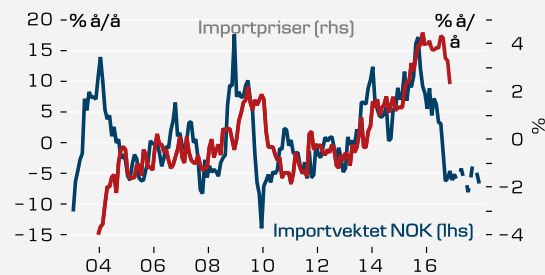
Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Sysselsettingen vil ta seg opp



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Inflasjonen vil fortsatt presses av kronekursen



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Boligmarkedet i heteste laget

Utover høsten har boligmarkedet blitt betydelig strammere. Boligprisene, særlig i de store byene, har vokst langt raskere enn ventet og omsetningen av boliger har vært høyt sammenlignet med antall boliger til salgs. I november var boligprisveksten i Norge 11,5 % å/å, den høyeste på neste syv år. Samtidig var prisveksten i Oslo 22%, den høyeste siden 2000.

Den underliggende forklaringen på den sterke prisveksten er selvsagt sterk økning i etterspørselen som følge av befolkningsveksten kombinert med en høyere betalingsevne som følge av lave boliglansrenter, og en tilbudsside som ikke har hengt med i svingene.

Det er derfor en økende bekymring for at den sterke prisveksten og den tilhørende gjeldsoppbyggingen blant husholdningene kan medføre en risiko for at finansielle ubalanser er i ferd med å bygges opp. Finanstilsynet har derfor foreslått ytterligere innstramminger i bankenes utlånspolitikk, og denne gangen direkte tiltak for boliglån i Oslo kommune. Høyere egenkapitalkrav ved kjøp av sekundærbolig og maksimal belåningsgrad på 5 ganger inntekten er sannsynlig de tiltakene som vil virke sterkest.

Vi tror faktisk disse tiltakene vil kunne bidra til å dempe boligprisveksten i Oslo ved at det blir vanskeligere å finansiere kjøp av sekundærboliger. I følge Norges Bank hadde 6,9 % av nye lån i 2014 en samlet gjeldsgrad på over 5 ganger inntekten, men dette tallet er nok noe høyere nå.

Samtidig har lånerentene sluttet å falle, befolkningsveksten har avtatt og boligbyggingen øker. Faktisk er boligbyggingen nå høyere enn veksten i antall husholdninger, så vi forventer en bedre balanse i boligmarkedet i løpet av 2017 og 2018. I Oslo er det imidlertid fortsatt utilstrekkelig boligbygging, så her kan markedet stramme seg ytterligere til i 2017, med mindre de nevne kredittinnstramminger virker sterkere enn vi venter.

Vi venter uansett ingen stor korreksjon i boligprisene så lenge rentene forblir lave og arbeidsledigheten stabiliserer seg.

Rentebunnen er nådd

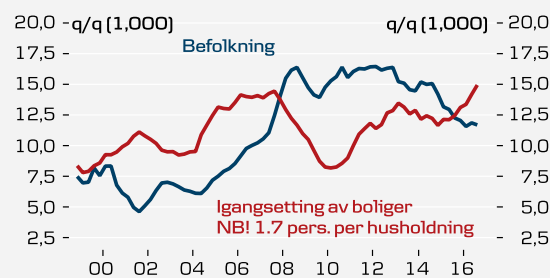
Som ventet holdt Norges Bank renten uendret på 0,5 % på rentemøtene både i oktober og desember. Klare tegn til at den økonomiske veksten tar seg opp gjør det mindre nødvendig å kutte rentene ytterligere. Samtidig har utviklingen i boligprisene over sommeren vist at kostnadene ved den ekstremt ekspansive pengepolitikken er økende.

Dette kommer nå eksplisitt til uttrykk ved at NB inkluderer hensynet til finansiell stabilitet, dvs. boligpris- og gjeldutviklingen, direkte i rentebanen. Uten denne justeringen ville det faktisk ligget an til et rentekutt nokså raskt.

Det gjøre det mindre ønskelig å kutte rentene ytterligere. I Pengepolitisk rapport presenterte Norges Bank en rentebane som fortsatt inneholder en rundt 40 % sannsynlighet for at rentene kuttet en gang til innen sommeren 2017.

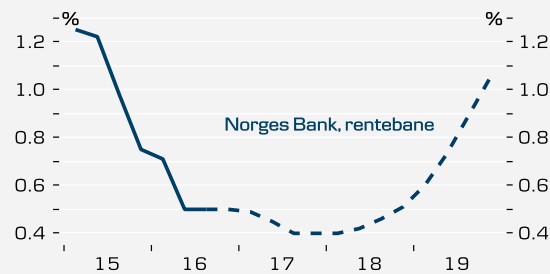
Basert på våre prognoser presentert i denne rapporten tror vi derimot at Norges Bank nå vil holde renten uendret på 0,5 % ut 2017. Slik vi ser det er det kun en betydelig kronestyrking som kan utløse et nytt rentekutt, og det er nok også hovedgrunnen til at rentebanen inneholder en mulighet for ytterligere kutt

På vei mot mer balanser boligmarked



Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Rentebunn på 0,5 %

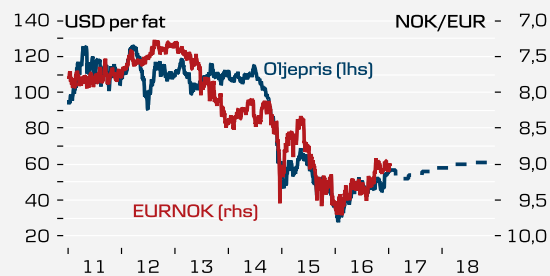


Kilde: Macrobond Financial, Danske Bank

Trass i at oljeprisen har holdt seg mer eller mindre stabil siden forrige rapport, har kronkursen som ventet styrket seg noe. Dette må ses i sammenheng med at utviklingen i norsk økonomi har vært bedre enn mange kanskje hadde fryktet. Forventningene til ytterligere rentekutt har avtatt, samtidig har mye av nedsiderisikoen for norsk økonomi forsvunnet.

Basert på vårt syn om høyere oljepriser og gradvis sterkere innenlandsk vekst tror vi derfor vi kommer til å se en ytterligere kronestyrking de neste tolv månedene. Men fordi renteforskjellen mot våre handelspartnere kommer til å være mer eller mindre uendret, samtidig som oljeprisoppgangen blir moderat, tror vi ikke kronestyrkingen blir særlig kraftig. Mot slutten av 2017 tror vi en euro vil koste 8,80.

Oljeprisen vil fortsatt drive NOK



Kilde: Macrobond Financial

Norge: Prognosen i tal

Forsyningsbalance	2015 (2014-priser)	2015	2016	Prognose	
				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		04-01-2017	+3 mdr.	+6 mdr.	+12 mdr.
Repo-rente		0,50	0,50	0,50	0,50
2-årig swap-rente		1,28	1,20	1,30	1,40
10-årig swap-rente		1,95	1,80	2,00	2,30
EUR/NOK		9,07	9,10	9,00	8,80
USD/NOK		8,63	8,75	8,33	7,86

Kilde: Statistics Norway, Danske Bank

Finansprognose

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 NOK
USD	06-jan	0,75	1,00	1,48	2,38	105,4	-	862,7
	+3m	0,75	1,12	1,45	2,40	104,0	-	875,0
	+6m	1,00	1,25	1,75	2,50	108,0	-	833,3
	+12m	1,25	1,52	2,15	2,90	112,0	-	785,7
EUR	06-jan	0,00	-0,32	-0,16	0,66	-	105,4	908,8
	+3m	0,00	-0,35	-0,10	0,80	-	104,0	910,0
	+6m	0,00	-0,35	-0,10	0,90	-	108,0	900,0
	+12m	0,00	-0,35	0,00	1,30	-	112,0	880,0
JPY	06-jan	-0,10	-0,02	0,02	0,22	123,0	116,7	7,39
	+3m	-0,10	-	-	-	123,8	119,0	7,35
	+6m	-0,10	-	-	-	127,4	118,0	7,06
	+12m	-0,10	-	-	-	132,2	118,0	6,66
GBP	06-jan	0,25	0,37	0,62	1,22	85,8	122,8	1059,4
	+3m	0,25	0,40	0,65	1,40	87,0	119,5	1046,0
	+6m	0,25	0,40	0,70	1,50	86,0	125,6	1046,5
	+12m	0,25	0,40	0,60	1,75	86,0	130,2	1023,3
CHF	06-jan	-0,75	-0,73	-0,61	0,16	107,4	101,9	846,4
	+3m	-0,75	-	-	-	107,0	102,9	850,5
	+6m	-0,75	-	-	-	110,0	101,9	818,2
	+12m	-0,75	-	-	-	113,0	100,9	778,8
DKK	06-jan	0,05	-0,23	0,04	0,94	743,4	705,7	122,2
	+3m	0,05	-0,17	0,10	1,10	743,8	715,1	122,4
	+6m	0,05	-0,17	0,10	1,15	744,3	689,1	120,9
	+12m	0,05	-0,17	0,20	1,55	744,3	664,5	118,2
SEK	06-jan	-0,50	-0,59	-0,35	1,09	958,1	909,4	94,9
	+3m	-0,50	-0,60	-0,40	1,20	940,0	903,8	96,8
	+6m	-0,50	-0,60	-0,30	1,20	930,0	861,1	96,8
	+12m	-0,50	-0,60	-0,35	1,60	920,0	821,4	95,7
NOK	06-jan	0,50	1,17	1,29	1,96	908,8	862,7	100,0
	+3m	0,50	1,00	1,25	1,90	910,0	875,0	-
	+6m	0,50	1,00	1,30	2,00	900,0	833,3	-
	+12m	0,50	1,00	1,40	2,40	880,0	785,7	-

Regioner		Risiko profil 3 mdr.	Pris trend 3 mdr.	Pris trend 12 mdr.	Anbefaling
USA (USD)	Konjunkturoppgang 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

	06-jan	2017				2018				Gennemsnit	
		K1	K2	K3	K4	K1	K2	K3	K4	2017	2018
NYMEX WTI	54	53	55	57	59	60	60	61	61	56	61
ICE Brent	57	53	55	57	59	60	60	61	61	56	61
Kobber	5.580	5.850	5.900	5.950	6.000	6.025	6.050	6.075	6.100	5.925	6.063
Zink	2.618	2.400	2.300	2.200	2.200	2.225	2.250	2.275	2.300	2.275	2.263
Nikkel	10.295	11.200	11.300	11.400	11.500	11.600	11.700	11.800	11.900	11.350	11.750
Aluminium	1.703	1.750	1.760	1.770	1.780	1.790	1.800	1.810	1.820	1.765	1.805
Guld	1.175	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	418	420	410	410	410	415	420	425	430	413	423
CBOT Hvede	426	450	475	500	510	520	530	540	550	484	535
CBOT Sojabønner	1.000	1.150	1.100	1.100	1.100	1.125	1.125	1.150	1.150	1.113	1.138

Kilde: Danske Bank

Disclosures

This research report has been prepared by Danske Bank Markets, a division of Danske Bank A/S ('Danske Bank'). The author of the research report is Chief Economist Frank Jullum

Analyst certification

Each research analyst responsible for the content of this research report certifies that the views expressed in the research report accurately reflect the research analyst's personal view about the financial instruments and issuers covered by the research report. Each responsible research analyst further certifies that no part of the compensation of the research analyst was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations expressed in the research report.

Regulation

Danske Bank is authorised and subject to regulation by the Danish Financial Supervisory Authority and is subject to the rules and regulation of the relevant regulators in all other jurisdictions where it conducts business. Danske Bank is subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority (UK). Details on the extent of the regulation by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority are available from Danske Bank on request.

The research reports of Danske Bank are prepared in accordance with the recommendations of the Danish Securities Dealers Association.

Conflicts of interest

Danske Bank has established procedures to prevent conflicts of interest and to ensure the provision of high-quality research based on research objectivity and independence. These procedures are documented in Danske Bank's research policies. Employees within Danske Bank's Research Departments have been instructed that any request that might impair the objectivity and independence of research shall be referred to Research Management and the Compliance Department. Danske Bank's Research Departments are organised independently from and do not report to other business areas within Danske Bank.

Research analysts are remunerated in part based on the overall profitability of Danske Bank, which includes investment banking revenues, but do not receive bonuses or other remuneration linked to specific corporate finance or debt capital transactions.

Financial models and/or methodology used in this research report

Calculations and presentations in this research report are based on standard econometric tools and methodology as well as publicly available statistics for each individual security, issuer and/or country. Documentation can be obtained from the authors on request.

Risk warning

Major risks connected with recommendations or opinions in this research report, including a sensitivity analysis of relevant assumptions, are stated throughout the text.

Expected updates

None.

Date of first publication

See the front page of this research report for the date of first publication.

General disclaimer

This research has been prepared by Danske Bank Markets (a division of Danske Bank A/S). It is provided for informational purposes only. It does not constitute or form part of, and shall under no circumstances be considered as, an offer to sell or a solicitation of an offer to purchase or sell any relevant financial instruments (i.e. financial instruments mentioned herein or other financial instruments of any issuer mentioned herein and/or options, warrants, rights or other interests with respect to any such financial instruments) ('Relevant Financial Instruments').

The research report has been prepared independently and solely on the basis of publicly available information that Danske Bank considers to be reliable. While reasonable care has been taken to ensure that its contents are not untrue or misleading, no representation is made as to its accuracy or completeness and Danske Bank, its affiliates and subsidiaries accept no liability whatsoever for any direct or consequential loss, including without limitation any loss of profits, arising from reliance on this research report.

The opinions expressed herein are the opinions of the research analysts responsible for the research report and reflect their judgement as of the date hereof. These opinions are subject to change, and Danske Bank does not undertake to notify any recipient of this research report of any such change nor of any other changes related to the information provided in this research report.

This research report is not intended for, and may not be redistributed to, retail customers in the United Kingdom or the United States.

This research report is protected by copyright and is intended solely for the designated addressee. It may not be reproduced or distributed, in whole or in part, by any recipient for any purpose without Danske Bank's prior written consent.