

Februar 2012

Globale Scenarier

Den kinesiske vækstmotor begynder at trække igen

- Fremgang i Kina puster nyt liv i den globale økonomi i det kommende år
- Vendingen i USA kører videre i moderat tempo
- Recessionen i euroområdet bliver kortvarig, men væksten vil fortsat være lav
- Kinesisk økonomi er i modvind på kort sigt, men vi venter en bedring i løbet af 2012
- Gældskrisen i euroområdet fortsætter, men vi venter ikke, at euroen bryder sammen

Indhold

Global oversigt	Den kinesiske vækstmotor begynder at trække igen	4
Det negative scenarie	Gældskrisen forværres	9
Det positive scenarie	Den økonomiske modvind aftager hurtigt	10
USA	Vendingen slår rod - igen	11
Euroområdet	Recessionen bliver kortvarig	15
Asien	Plads til mere lempelig økonomisk politik	19

Globale Scenarier er en kvartalsanalyse, hvor vi sætter fokus på udsigterne for den internationale økonomi. Læs om perspektiverne for og de vigtigste risici ved den globale økonomiske udvikling. I publikationen *Nordisk Økonomi*, der ligeledes udkommer kvartalsvis, præsenteres vores forventninger til de nordiske økonomier.

Publikationen er udarbejdet af:

Redaktionen afsluttet: 17. januar 2011

Investeringsanalyse – generelle markedsforhold

Ansvarshavende redaktør:

Allan von Mehren	International Økonomi & Strategi	+45 45 12 80 55	alvo@danskebank.dk
------------------	----------------------------------	-----------------	--------------------

Makroøkonomi:

Frank Øland Hansen	Euroområdet	+45 45 12 85 26	franh@danskebank.dk
Anders Møller Lumholtz	Euroområdet	+45 45 12 84 98	andjrg@danskebank.dk
Signe Roed-Frederiksen (orlov)	USA	+45 45 12 82 29	sroe@danskebank.dk
Flemming J. Nielsen	Asien	+ 45 45 12 85 35	flemm@danskebank.dk
Lars Christensen	EMEA	+ 44 45 12 85 30	larch@danskebank.dk

Denne analyse kan også findes på www.danskebank.dk/danskeanalyse

Hvor intet andet er anført, er det statistiske kildemateriale fra:

Danske Bank, Datastream, Ecowin, OECD, IMF, National Institute of Social and Economic Research, Danmarks Statistik og andre nationale statistikbureauer samt egne beregninger.

Globalt

Den kinesiske vækstmotor begynder at trække igen

- Vi venter en bedring i den globale økonomi i 2012, og med den udbredte pessimisme, der hersker i øjeblikket, vil bedringen sandsynligvis komme som en positiv overraskelse for markederne. De negative faktorer, der afsporede opsvinget i 2011 er nu aftaget, og nogle af disse faktorer trækker nu i positiv retning.
- De lysere udsigter for verdensøkonomien skyldes især, at den kinesiske vækstmotor ventes at komme op i omdrejninger igen, så USA ikke vil være alene om at trække læsset. Recessionen i euroområdet bliver sandsynligvis kortvarig, og væksten vender tilbage i 2. kvartal.
- Vi venter imidlertid kun moderat vækst i de vestlige økonomier i lang tid fremover, mens Emerging Markets fortsat har udsigt til solid fremgang.
- Risikoen for den globale økonomi er overvejende på nedsiden, især på grund af gældskrisen i euroområdet, der ventes at fortsætte længe endnu. Den finansielle uro kan stadig blusse op med mellemrum, men vi venter ikke, at euroen bryder sammen.
- Der er udsigt til et kraftigt fald i inflationen i 2012 som følge af lavere råvarepriser. Det giver plads til en fortsat lempelse af den økonomiske politik, især i Emerging Markets-landene.

Et deja-vu af 2009

De første uger af 2012 har været præget af udbredt bekymring for en ny global recession. Værdiansættelsen på alle de store aktiemarkeder målt ud fra forholdet mellem kurs og indtjening er nu næsten lige så lav, som da finanskrisen toppede i 2008/2009. Samtidig er der stigende frygt for, at krisen skal brede sig til Asien pga. risikoen for et sammenbrud på det kinesiske boligmarked. Indikatorerne for værdiansættelsen af aktier ligger ikke meget højere nu end i begyndelsen af 2009, hvor markederne frygtede, at kollapsedet i den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers sidst i 2008 skulle udløse en depression.

Vi mener imidlertid, at frygten for en global recession vil vise sig overdrevet, ligesom det i øvrigt var tilfældet i 2009, også selv om vækstbilledet ikke er noget at juble over i øjeblikket:

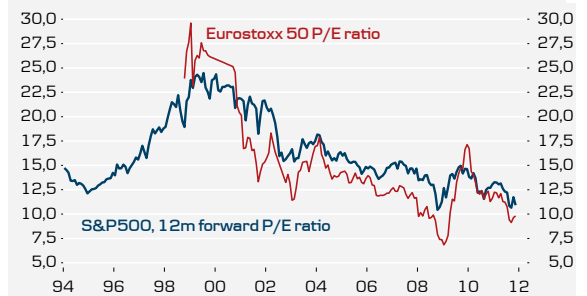
- For det første venter vi ikke, at gældskrisen i euroområdet kommer ud af kontrol og får euroen til at bryde sammen. Der vil sandsynligvis fortsat være høj volatilitet, og vi kan da også med mellemrum komme til at bevæge os på kanten af en alvorlig krise, men vi venter, at politikerne og centralbankerne vil gribe ind om nødvendigt og forhindre at verden kommer ud i en ny finanskriser i stil med den, vi så i 2008/09. Vi mener ikke, at verden har råd til at risikere "et nyt Lehman", fordi råderummet i den økonomiske politik denne gang vil være langt mindre som følge af de meget store offentlige underskud i en række lande. Derfor vil alle sejl blive sat til for at forhindre en gentagelse.

Global prognose

% å/å	2012			2013		
	Danske Bank	Konsekvens	OECD	Danske Bank	Konsekvens	OECD
USA	2,5	2,1	2,0	2,6	2,5	2,5
Euro området	0,3	-0,2	0,2	1,5	1,1	1,4
Japan	2,5	1,7	2,0	1,6	1,7	1,6
Kina	8,5	8,5	8,5	9,1	8,3	9,5
Global	4,0			4,1		

Kilde: Danske Markets, Bloomberg

Aktiemarkederne er næsten lige så pessimistiske nu som i 2008/09



Kilde: Reuters Ecowin og Danske Markets

Bedring i den globale økonomi i 2012



Kilde: Reuters Ecowin og Danske Markets

- For det andet så udgør det kinesiske boligmarked nok en trussel, men situationen er formentlig ikke så alvorlig, at boligmarkedet kan give alvorlige problemer. Samtidig har Kina et stort råderum i den økonomiske politik til at afværge et sammenbrud, hvis det skulle blive nødvendigt. Og vi ser faktisk Kina som en af de vækstmotorer, der skal trække verdensøkonomien efter en betydelig opbremsning i 2011.

Væksten blev i 2011 holdt nede af en stor stigning i olie- og fødevarerpriserne og jordskælvet i Japan, men situationen er nu vendt, så disse faktorer trækker lidt op i stedet for at trække ned. Det bidrager med en positiv impuls til den globale økonomi, og vi venter en ny fremgang, når produktionen er blevet tilpasset, så virksomhederne kan få nedbragt lagrene. Efter vores vurdering er vi nu tæt på denne situation.

Vi venter, at Kina i 2012 vil begynde at supplere USA som vækstmotor for den globale økonomi, når der igen kommer lidt mere gang i kinesisk økonomi oven på den sløje vækst i det meste af 2011. Euroområdet ventes at være i recession til og med 1. kvartal, men derefter er der udsigt til gradvist stigende vækst.

I 2013 venter vi global vækst på omkring 4 %, dvs. tæt på trendniveauet. Der er stadig en meget stor udskudt efterspørgsel i de vestlige økonomier på grund af et lavt investeringsniveau, men den strukturelle effekt af de finanspolitiske stramninger, høj gældsætning og presset på bankerne (især i Europa) vil holde væksten omkring trend og dermed skabe et stort negativt outputgab og samtidig betyde høj ledighed i den vestlige verden.

Den kinesiske vækstmotor går i gang igen

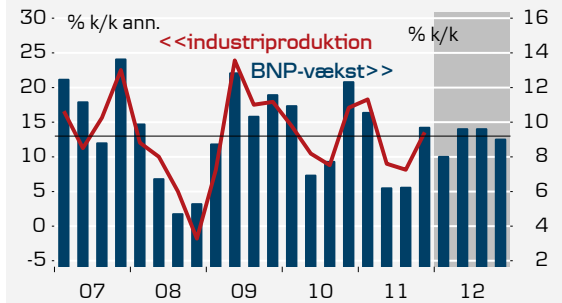
Den kinesiske økonomi bremsede betydeligt op i 2011. Væksten faldt fra lige ved 12 % sidst i 2010 til 6,5-7 % i 2. og 3. kvartal 2011. Det er klart under trendvæksten, der efter vores skøn ligger omkring 9,5 %, og det er den laveste vækst, Kina har oplevet siden finanskrisen i 2008, hvor væksten dykkede under 6 % i to kvartaler.

Vi mener imidlertid, at Kina nu er tæt på bunden, og vi venter en vækstfremgang til 8 % i 1. kvartal 2012. Væksten fortsætter derefter op og ventes at toppe omkring 10 % i 3. kvartal. Det betyder, at kinesisk økonomi igen vil spille en vigtig rolle som vækstmotor for den globale økonomi i 2012.

Opbremsningen i Kina sidste år skyldes ikke mindst de store prisstigninger på fødevarer, der har sendt inflationen i vejret. Fødevarer tegner sig for 33 % af de kinesiske husholdningers forbrug, og ændringer i fødevarerpriserne slår derfor kraftigt igennem på den økonomiske vækst. Inflationsstigningen har trukket væksten ned via to kanaler. For det første er realindkomsterne blevet hårdt ramt, og det er gået ud over forbrugsvæksten. For det andet er pengepolitikken blevet strammet som reaktion på den højere inflation.

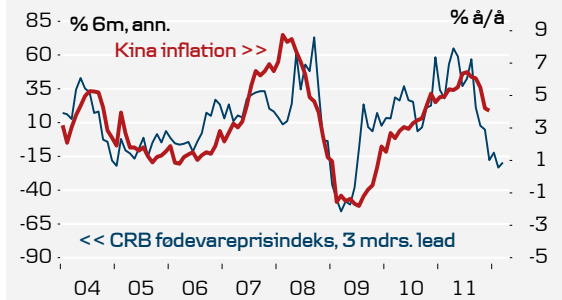
Men modvinden er nu vendt til medvind. Fødevarerpriserne falder, og inflationen er hastigt på vej ned. Det påvirker kinesisk økonomi via de samme kanaler som før, men nu med positivt fortegn: Realindkomstvæksten får nu et løft, og samtidig skabes der råderum til en lempelse af den økonomiske politik.

Den kinesiske vækstmotor bliver vakt til live igen i starten af 2012



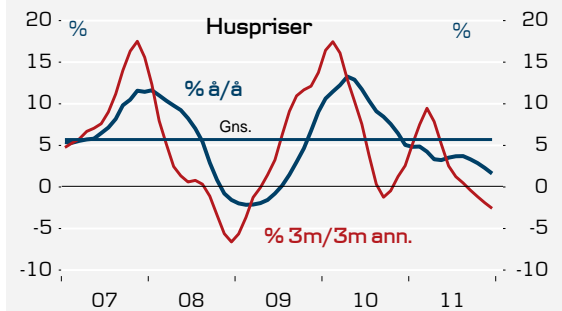
Kilde: Reuters Ecowin og Danske Markets

Fødevarerpriserne giver nu medvind til økonomien



Kilde: Reuters Ecowin og Danske Markets

Boligpriserne falder i Kina – men boligmarkedet bryder ikke sammen



Kilde: Reuters Ecowin og Danske Markets

En afdæmpning på boligmarkedet har også trukket den økonomiske aktivitet ned i Kina. Aktiviteten på boligmarkedet er blevet reduceret af en strammere økonomisk politik, og det har medført et fald i boligpriserne. Vi venter fortsat lav aktivitet på boligmarkedet fremover, men det negative vækstbidrag fra boligmarkedet bliver formentlig ikke større end hidtil, jf. *China: Property market monitor*. Vi deler ikke bekymringen for et sammenbrud på det kinesiske boligmarked, da en række faktorer trækker i positiv retning: a) indkomstvæksten er meget høj og understøtter dermed efterspørgslen efter boliger; b) gældsætningen blandt boligejerne er lav; c) urbaniseringen fortsætter i højt tempo, og det betyder, at et udbudsoverskud kan absorberes relativt hurtigt; og d) Kina har en betydelig opsparing og har råderum i den økonomiske politik til at forhindre et sammenbrud på boligmarkedet.

Vendingen slår rod i USA

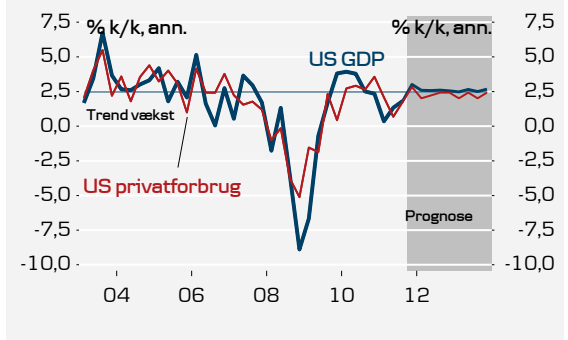
Amerikansk økonomi fik en pæn afslutning på 2011, og USA er indtil nu den eneste region, der er kommet tilbage efter nedturen i 2011. Væksten steg fra under 1 % i 1. halvår 2011 til 2 % i 3. kvartal og har ligget omkring 3 % i 4. kvartal. Der er kommet mere liv i privatforbruget igen, aktiviteten på boligmarkedet viser nu tegn på en bedring. De private investeringer har holdt sig pænt oppe i 2. halvår 2011, selv om de er gået lidt ned i takt mod slutningen af året. I 2012 vil investeringerne være understøttet af pæn indtjeningsvækst i virksomhederne, meget lave renter og generelt efterslæb i investeringsaktiviteten.

Bedringen kommer efter en periode i begyndelsen af 2011, hvor amerikanske økonomi har været i hård modvind på grund af store stigninger i oliepriserne og udbudsforstyrrelser oven på jordskælvet i Japan, der fik opsvinget til at køre af sporet. Den økonomiske aktivitet er desuden blevet trukket ned af de finansielle forhold og politisk usikkerhed som følge af gældskrisen i euroområdet og uroen omkring forhøjelsen af USA's låneloft og den efterfølgende nedjustering af USA's kreditværdighed.

Oliepriserne og virkningerne af jordskælvet i Japan begyndte imidlertid at trække i positiv retning i 2. halvår 2011, hvor oliepriserne faldt, samtidig med at der var en bedring i salget og produktionen af biler.

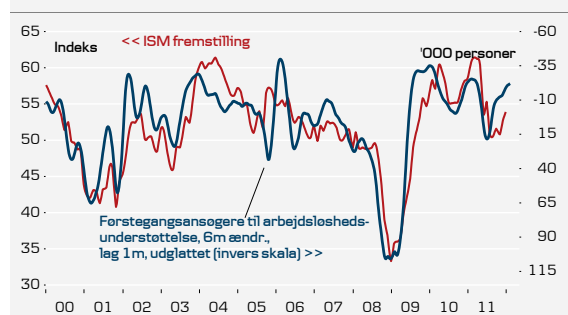
Her ved indgangen til 2012 ser det ud til, at vendingen i USA kører videre i moderat tempo, og vi venter en vækst i amerikansk økonomi på 2,5 % for året som helhed. Der er kommet mere gang i arbejdsmarkedet, og det ventes at bane vej for pæn indkomstvækst, selv om en fortsat høj ledighed på næsten 9 % vil betyde afdæmpet lønudvikling og dermed lægge en dæmper på indkomststigningerne. Vi venter en eksportfremgang i USA i 2012, når Emerging Markets-økonomierne kommer op i gear, og eurolandene lægger recessionen bag sig. Der er skåret ind til benet i de amerikanske virksomheder, og da der samtidig er udsigt til pæn indtjeningsvækst i erhvervslivet, venter vi fortsat en pæn investeringsfremgang i virksomhederne. Endelig ser det ud til, at boligbyggeriet vil give et positivt vækstbidrag for første gang siden 2005, da antallet af påbegyndte boliger og boligsalget nu peger mod stigende aktivitet på boligmarkedet. Vi venter en lille negativ finanseffekt i 2012, fordi flere af de finanspolitiske lempelser fra 2009 udløber i år, selv om den amerikanske regering har udskudt nogle af de finanspolitiske stramminger.

Vendingen bider sig fast i USA – pæn fart på amerikansk økonomi



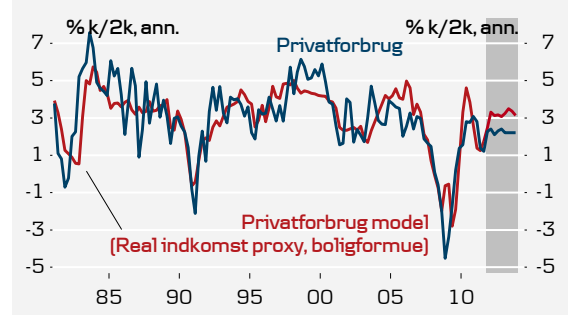
Kilde: Reuters Ecowin og Danske Markets

ISM fortsætter op i USA



Kilde: Reuters Ecowin og Danske Markets

Privatforbruget i USA fortsætter med at vokse moderat



Kilde: Reuters Ecowin og Danske Markets

Bedringen i økonomien ventes desuden at medvirke til en fortsat stigning i ISM-indekset for industrien og at understøtte den gryende optimisme om udsigterne for den globale økonomi samt risikoaktiverne.

I 2013 venter vi fortsat moderat vækst på 2,6 % i USA – dvs. lige over trend. Strukturel modvind i form af høj offentlig gæld og stigende oliepriser vil lægge en dæmper på aktiviteten, til trods for at der vil være et stort outputgab i amerikansk økonomi og en stor udskudt efterspørgsel fra erhvervsinvesteringerne, boligmarkedet og bilsalget.

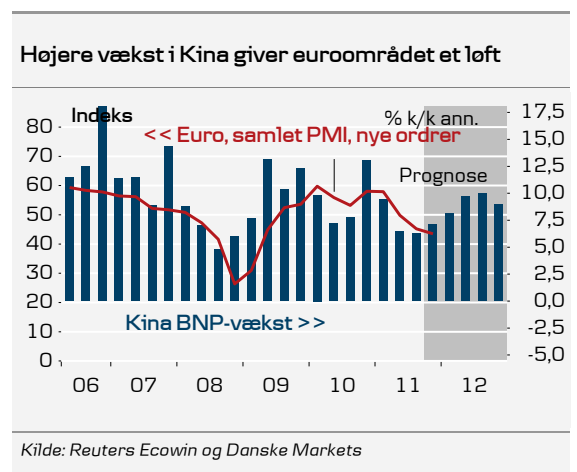
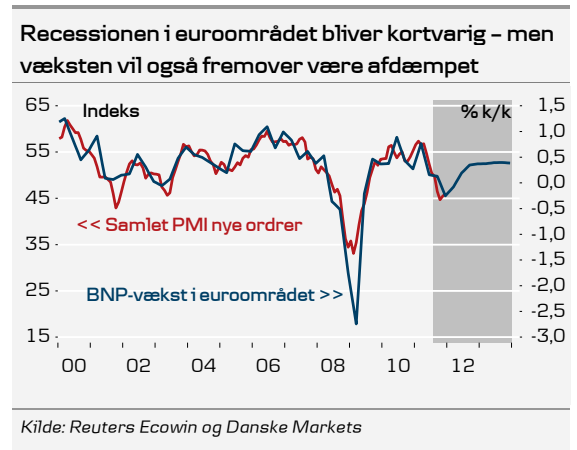
Fem grunde til, at recessionen i euroområdet bliver kortvarig

Eurolandene har været i kraftig modvind i 2011. Den globale nedtur er gået hårdt ud over eksporten, og samtidig er den indenlandske efterspørgsel blevet ramt af gældskrisen og det stigende pres på bankerne. Nøgletallene indikerer nu, at euroområdet gik i recession i 4. kvartal, men vi venter, at recessionen bliver relativt kortvarig. I en analyse udsendt lige før jul opregnede vi fem grunde hertil, jf. *Research - Euroland: A rising tide lifts all boats*:

- En vending i USA efterfølges normalt af en vending i euroområdet.** Vi har allerede set højere vækstrater i USA. Euroområdet reagerer ofte med en forsinkelse på et par kvartaler, når amerikansk økonomi vender.
- Emerging Markets trækker eksportvæksten op.** Emerging Markets er blevet det vigtigste eksportmarked for eurolandene, og aktivitetsfremgangen på Emerging Markets ventes at skabe større eksportvækst i eurolandene.
- Recessionen skyldes delvist lageropbygning.** En kombination af faldende efterspørgsel og fortsat stigende produktion førte til lageropbygning i de europæiske virksomheder hen over sommeren. Vi venter derfor, at produktionen reduceres midlertidigt, så den igen kommer i takt med efterspørgslen, og lagrene nedbringes.
- Finanspolitikken trækker kraftigt ned, men det bliver ikke værre.** De finanspolitiske stramninger lægger en kraftig dæmper på aktiviteten, men vi venter ikke, at effekten bliver værre i 2012, da stramningerne ikke øges, men blot fortsætter i samme tempo som nu.
- Det lysner lidt for finansmarkederne i 2012.** Aktiemarkederne ventes at stige, og kreditmarkederne tør lidt op i 2. halvår 2012.

Vi venter negativ vækst i euroområdet både i 4. kvartal 2011 og 1. kvartal 2012, men herefter er der udsigt til en gradvis bedring til en vækst på omkring 1½ % ved udgangen af 2012, og væksten ventes at holde sig omkring det niveau i 2013.

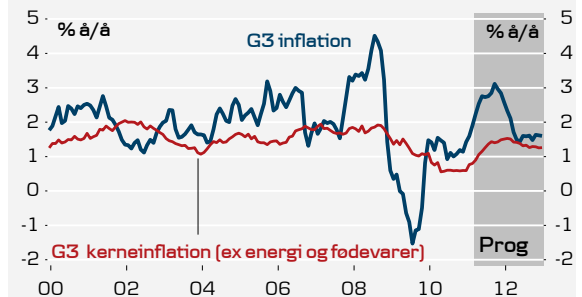
Gældskrisen vil fortsat udgøre den største negative risikofaktor for eurolandene – og for den globale økonomi som helhed. Recessionen i euroområdet kan på kort sigt blive forværret af en “kreditklemme”, dvs. en situation hvor kreditmarkederne fryser helt til, idet kapitalkravene til bankerne bliver strammet i midten af 2012.



Inflationen styrtdykker – og det giver plads til pengepolitiske lempelser

Den globale inflation nærmer sig nu toppen, og virkningerne af de lavere råvarepriser vil slå igennem i inflationstallene i den kommende tid. Både olie- og fødevarerpriserne toppede for omkring seks måneder siden, men den årlige inflationstakt er hidtil blevet holdt oppe af såkaldte basiseffekter. Vi venter imidlertid, at basiseffekterne vil trække inflationen ned her i begyndelsen af 2012. Selv om der er tale om en global tendens, så vil effekten være størst i Emerging Markets-landene, idet råvarepriserne spiller en større rolle her, fordi fødevarer tegner sig for en langt større del af forbruget end i de vestlige økonomier. Vi venter også snart, at kerneinflationen begynder at falde som følge af de lavere råvarepriser. Inflationsfaldet vil øge råderummet i pengepolitikken, og det vil formentlig udløse flere pengepolitiske lempelser i en række Emerging Markets-lande. Den lavere inflation skaber også plads til nye pengepolitiske lempelser i USA, men vores hovedscenarie er, at Federal Reserve afholder sig fra at lempe yderligere, nu hvor amerikansk økonomi er i bedring. Med en ny sammensætning af stemmer i FOMC i 2012 er der dog sket et ryk mod en mere blød Federal Reserve, og nye kvantitative lempelser er således bestemt en mulighed.

Den samlede inflation styrtdykker – kerneinflationen falder også



Kilde: Reuters Ecowin og Danske Markets

Forventet udvikling i nøgletallene og pengepolitikken i det kommende kvartal

Land	Indikator	Kommentar	Mål	Seneste		Apr./1. kvrt.
USA	BNP	Væksten vil fortsat ligge omkring 2,5%	% k/k, ann.	2,8%	↗	2,6%
	ISM	ISM fortsætter op mod 55-56 i de kommende måneder	Indeks	53,9	↘	55,0
	Beskæftigelse	Jobvæksten vil ligge på 150-200k om måneden i de kommende kvartaler	3-mdr.glid.gnsn.	200k	↗	175k
	Kerneinflation	Kerneinflationen toppe nu og ventes at falde til 1½ % i 2012	% å/å	2,2%	↗	1,8%
	Pengepolitik	Fed holder renten i ro; Feds renteprognose indikerer renteforhøjelse i midten af 2014	% p.a.	0,13%	→	0,13%
Euroland	BNP	Recessionen bliver relativt kort - positiv vækst igen fra 2. kvartal	% k/k, ann.	0,5%	↘	-0,3%
	PMI	PMI-indekset for industrien ventes at stige	Indeks	46,9	↗	50,0
	Inflation	Den samlede inflation falder mod inflationsmålet	% å/å	2,8%	↘	1,9%
	Pengepolitik	ECB holder renten i ro; 3-årig likviditetstildeling giver støtte til korte statsobligationer	% p.a.	1,00%	→	1,00%
	Tysk Ifo, aktuel	Tyskland mærker også virkningerne af den globale nedtur	Indeks	116,3	→	115,0
Japan	BNP	Japansk økonomi bremser op efter en kraftig genopretning oven på jordskælvet	% k/k, ann.	5,6%	↘	2,9%
	PMI	Fremgang i industrien i de kommende måneder	Indeks	50,2	↗	52,5
	Inflation	Forbrugerpriserne fortsætter lidt ned	% å/å	-0,2%	→	-0,2%
	Pengepolitik	Uændret rente til 2014; nye kvantitative pengepolitiske lempelser i 1. halvår 2012	% p.a.	0,1%	→	0,1%
China	BNP	Mere gang i økonomien, men fortsat vækst under trend i 1. kvartal	% k/k, ann.	6,7%	↗	8,0%
	HSBC PMI	Aktivitetsvæksten i industrien stiger til over trend i 2. kvartal	Indeks	48,7	↗	53,0
	Inflation	Udsigt til betydeligt inflationsfald fra februar	% å/å	0,1%	↘	3,3%
	Pengepolitik	Uændret rente, men reservekravene til bankerne ventes at blive lempet	% p.a.	6,51%	→	6,51%

Kilde: Danske Markets

Det negative scenarie

Gældskrisen forværres

- I dette scenarie forværres den europæiske gældskrise yderligere, da der ikke findes en varig løsning på Grækenlands gældsproblemer, og udsigterne for Italien og Spanien samtidig bliver mørkere.
- Den græske regering kaster i sidste ende håndklædet i ringen og erklærer statsbankerot – måske allerede den 20. marts, hvor obligationer for 14,4 mia. euro udløber.
- En stigende sandsynlighed for en statsbankerot i andre periferilande får risikoaktiverne til at falde og udløser samtidig kreditstramninger og en dyb recession i euroområdet. I resten af verden fortsætter den økonomiske vækst, men på lavt blus.

Løsningen på Grækenlands gældsproblemer er trukket ud. I mellemtiden er græsk økonomi røget ud over kanten, og den offentlige gæld er steget til ca. 160 % af BNP.

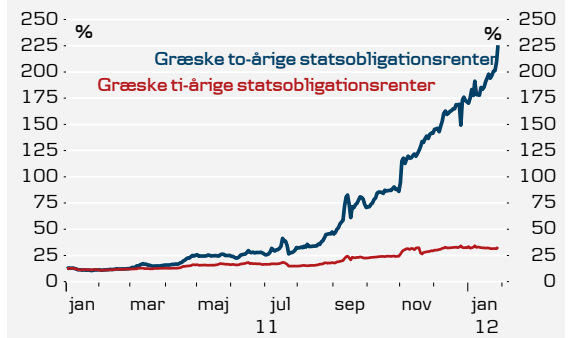
Krisepakkerne og strukturreformerne får ikke gang i væksten og nedbragt de offentlige underskud hurtigt nok. De private investorer bidrag til en kriseløsning viser sig utilstrækkeligt til at stabilisere gældsudviklingen, og politikerne diskuterer åbent, om man skal lade Grækenland gå bankerot, så de private investorer mister det meste af deres tilgodehavende. Den græske regering beslutter så at standse afdragene på gælden – måske allerede den 20. marts, hvor obligationer til en værdi af 14,4 mia. euro udløber.

En statsbankerot vil udløse kaos i den græske banksektor, der ligger inde med store beholdninger af græske statsobligationer, og vil samtidig udløse betalinger på de såkaldte Credit Default Swaps (CDS) på Grækenland. Da det græske CDS-marked imidlertid er relativt lille, så er dette et overkommeligt problem, selvom der kan opstå tab uventede steder.

Men en statsbankerot vil udradere den sidste rest af investorernes tillid til de europæiske politikere og udløse et kraftigt fald i risikoaktiverne. Hvis afsmitningen til Italien og Spanien tager til, og der opstår nervøsitet for, at de også går bankerot, vil obligationsrenterne stige, og vi får igen en ond cirkel, der vil trække væksten ned. Problemet kan blive forværret af en kraftig stigning i antallet af misligholdte lån og tab i banksektoren (særligt i Spanien).

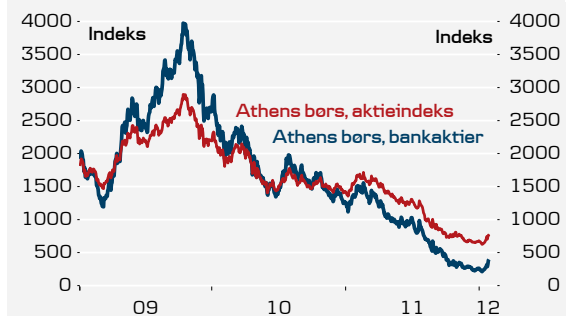
Faldet i risikoaktiverne udløser en finanskriser, og mange banker får behov for statsstøtte eller må nationaliseres (primært i Europa). En stramning af kreditvilkårene og et kraftigt fald i den private efterspørgsel udløser en dyb recession i Europa og får væksten til at bremse op i resten af verden. Mange lande har ikke tilstrækkeligt råderum til at lempe finanspolitikken, og ECB kan ikke sætte renten meget mere ned. Selv om ECB må forventes at gribe til massive ukonventionelle lempelser af pengepolitikken i dette scenarie, udelukker vi ikke muligheden for en langvarig recession med et fald i den økonomiske aktivitet i euroområdet på over 3 %. Der er risiko for et fald i aktiekurserne på 20-30 % i Europa, og EUR/USD kommer muligvis ned under 1,15.

Der er ingen tillid til Grækenland blandt investorerne



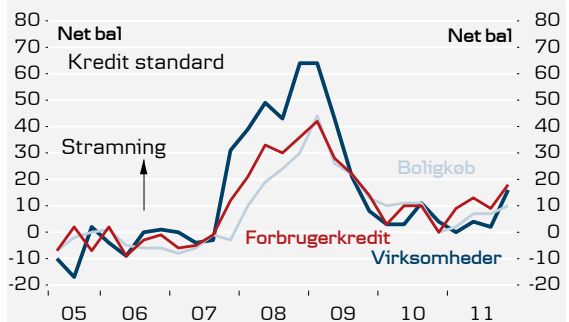
Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

De græske aktier har tabt det meste af deres værdi



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Kreditstramningen fortsætter i euroområdet



Kilde: Reuters Ecwin og Danske Markets

Det positive scenarie

Den økonomiske modvind aftager hurtigt

- **Den globale økonomi var i modvind i 2011, hvor den økonomiske aktivitet blev holdt nede af en række negative faktorer. Hvis modvinden aftager hurtigere end ventet – eller vi undervurderer den positive effekt af de mildere vinde, der nu begynder at blæse – så kan den globale vækst blive højere end ventet.**

Selv om udviklingen overvejende har overrasket negativt i de sidste par år, er der dog også mulighed for, at der vil udspille sig et mere positivt scenarie i den globale økonomi. Det kan blive udløst af følgende faktorer:

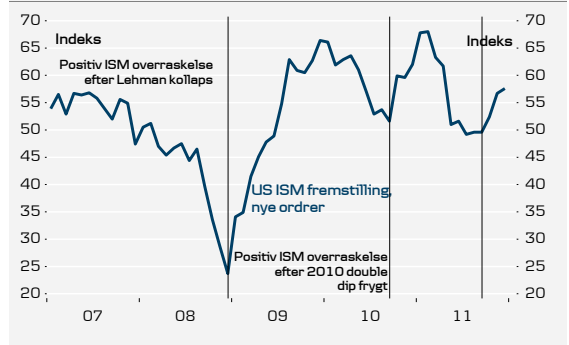
Eurokrisen aftager: Krisen i euroområdet aftager, efterhånden som vendingen i den globale økonomi skaber ny optimisme. Der opstår en selvforstærkende positiv spiral, hvor investorerne begynder at tro på, at euroen overlever, og derfor begynder at investere i højrentelandene i euroens periferi. Obligationsrenterne i periferilandene falder til et bæredygtigt niveau (omkring 5 %). Konsolideringen af de offentlige budgetter fortsætter som planlagt i de fleste lande. Eurolandene beslutter eventuelt at udstede fælles euroobligationer, og/eller ECB lover yderligere opkøb af statsobligationer, i tilfælde af at der opstår ny stress i markedet.

Modvinden fra råvarer aftager kraftigere og effekten undervurderes: Den negative effekt af stigningen i olie- og fødevarerpriserne blev generelt undervurderet. Tilsvarende kan den positive effekt af de lavere olie- og fødevarerpriser også være blevet undervurderet, og vi får derfor en stærkere vending i den globale økonomi end ventet. Styrken i en konjunkturopgang undervurderes ofte, fordi lagertilpasningerne kan have en overraskende stor effekt. Det var tilfældet sidst i 2010, hvor den globale økonomi kom sig hurtigere oven på frygten for en ny recession tidligere på året, og vi så samme tendens i begyndelsen af 2009, hvor aktivitetsindikatorerne PMI og ISM steg stærkere og tidligere end generelt forventet.

Den kinesiske vækstmotor kører i et højere gear end ventet: Hvis inflationen i Kina falder hurtigere end forventet, vælger regeringen og centralbanken muligvis at stimulere økonomien mere, end vi venter, og det kan skabe en større væksthøjere end ventet. Det vil smitte positivt af på resten af verden – ikke mindst euroområdet, hvor eksporten er den primære drivkraft bag vendingen, og hvor Asien nu er den vigtigste samhandelspartner.

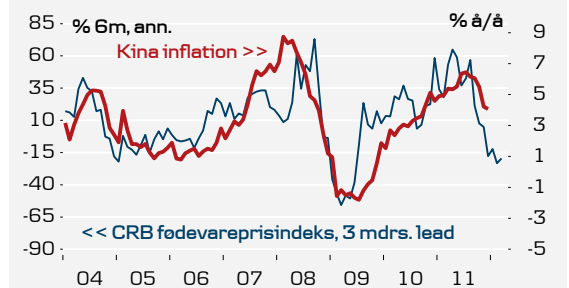
Jobskabelsen i USA overrasker igen positivt og forstærker væksthøjere: Beskæftigelsen i USA er steget hurtigere end forventet. Det samme så vi i starten af 2011, men dengang blev udviklingen standset af olieprischocket. Der er mulighed for, at de positive overraskelser på det amerikanske arbejdsmarked fortsætter, og at der skabes mere end de 150-200.000 nye job om måneden, som vi forventer, i de kommende kvartaler. Det vil påvirke indkomstvæksten i USA positivt og kan medvirke til at skabe ny optimisme, da frygten for en global recession i givet fald vil aftage yderligere. Dermed kan vi få en positiv effekt på den globale økonomi.

Nogle konjunkturopgange har været stærkere end ventet



Kilde: Reuters EcoWin, Danske Markets

Kina kan få et kraftigt inflationsfald



Kilde: Reuters EcoWin, Danske Markets

USA

Vendingen slår rod – igen

- Amerikansk økonomi er igen i bedring nu, hvor effekten af olieprisstigningerne og jordskælvet i Japan er vendt fra negativ til positiv. Samtidig har rentefaldet givet et løft til boligmarkedet.
- USA havde en vækst på knap 3 % i 4. kvartal 2011, og vi venter, at USA vil fortsætte et moderat opsving med en forventet vækst på 2,5 % i 2012 og 2,6 % i 2013, selv om en stramning af finanspolitikken vil lægge en dæmper på aktiviteten.
- Risiciene i amerikansk økonomi peger ikke længere entydigt nedad, men er nu mere afbalancerede. Bedringen på boligmarkedet og en overraskende positiv udvikling på arbejdsmarkedet øger sandsynligheden for et stærkere opsving end ventet i øjeblikket. En evt. eskalering af gældskrisen i euro-området er fortsat den største negative risikofaktor.
- Vi forventer, at Federal Reserve holder sig på sidelinjen i hele 2012, og der er dermed ikke udsigt til flere kvantitative pengepolitiske lempelser. Fed vil dog stadig holde døren åben for nye lempelser, hvis økonomien udvikler sig blot en smule værre end ventet.
- Der er udsigt til et fald i både den samlede inflation og kerneinflationen i 2012 som følge af de direkte og indirekte effekter af lavere råvarepriser.

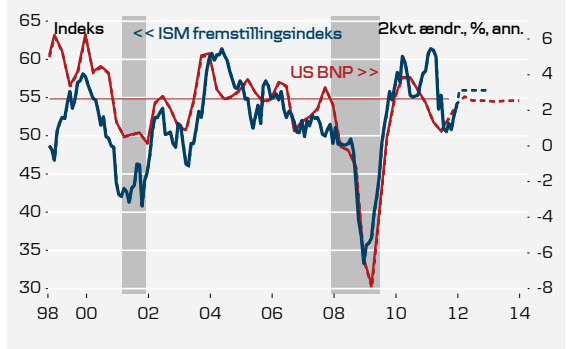
Negative stød aftager – det giver nyt liv i forbruget

Amerikansk økonomi ser langt stærkere ud her ved starten af 2012 end i det meste af 2011. Væksten var på knap 3% i 4. kvartal 2011, hvor privatforbruget viste moderat fremgang, og lagertilpasningen understøttede den økonomiske aktivitet i højere grad end tidligere. Byggeaktiviteten er desuden taget til på det sidste og understøtter nu væksten. Det står i kontrast til de seneste års store dræn fra boligmarkedet.

Frygten for en recession har altså vist sig overdrevet. Hvad skyldes det? Som vi forventede i *Global Scenarios: Long period of slow growth ahead* (september 2011), så begyndte de faktorer, der oprindeligt udløste nedturen, at trække i positiv retning i 2. halvår 2011. Især privatforbruget blev ramt af de økonomiske stød i 1. halvår 2011, men privatforbruget er kommet til hægtterne igen, i takt med at de negative stød er aftaget.

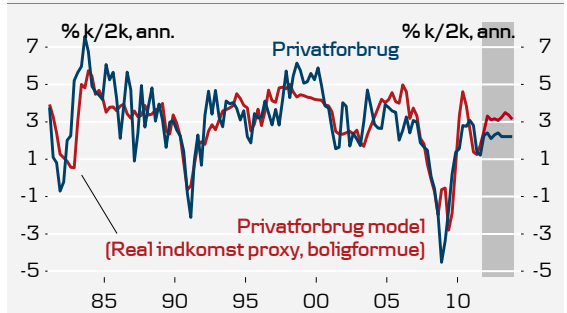
For det første vendte udviklingen i benzinpriserne i løbet af 2011. Benzinprisen toppede på omkring 4 dollar per gallon i begyndelsen af maj, men er siden faldet til godt 2,5 dollar per gallon. Det har løftet realindkomstvæksten med omkring 3,5 procentpoint, fordi inflationen i forbrugerpriserne ifølge vores skøn er faldet fra 3,9 % i 1. kvartal 2011 til 0,5 % i 4. kvartal.

ISM ventes at stige yderligere – væksten fortsætter omkring 2½%



Kilde: Reuters EcoWin, Danske Markets

Fortsat pæn vækst i privatforbruget i de kommende år



Kilde: Reuters EcoWin, Danske Markets

For det andet har privatforbruget nydt godt af en stigning i bilsalget i 2. halvår 2011. Stigningen fulgte efter et stort fald i 2. kvartal oven på jordskælvet i Japan, der skabte udbudsforstyrrelser, som især gik ud over bilindustrien.

Vi venter fortsat pæn vækst i privatforbruget i 2012. En simpel model for privatforbruget baseret på realindkomstvæksten og boligformuen peger mod en forbrugsfremgang på omkring 3 % i 2012. I modellen antager vi, at inflationen i forbrugerpriserne ("PCE-deflatoren") stiger til ca. 2 %, hvilket opvejes af en stigning i den månedlige jobvækst til 150.000-200.000.

Vi foretrækker imidlertid at være på den forsigtige side, og vores prognose er derfor, at privatforbruget vokser 2,5 % i år. Det giver plads til en lille stigning i opsparingskvoten, der er faldet i 2. halvår 2011.

Boligmarkedet begynder at bidrage til væksten...

Det amerikanske boligmarked har også overrasket positivt de seneste måneder. Både boligsalget og byggeaktiviteten har udviklet sig bedre end ventet, og antallet af boliger til salg er hastigt på vej ned.

Boligmarkedet understøttes af det kraftige fald i obligationsrenterne og indkomststigningerne. Det har betydet, at boligbyrden nu er kommet ned på et meget lavt niveau. Den udbredte pessimisme blandt husholdningerne har hidtil udgjort en barriere for en vending på boligmarkedet, men vi tror, at den faldende ledighed og meldingerne i medierne om øget aktivitet på boligmarkedet har skabt grundlag for en gryende optimisme, og vi venter en fortsat optøning på boligmarkedet med en gradvis stigning i boligpriserne og en ny fremgang i byggeinvesteringerne. Boligmarkedet vil dermed begynde at bidrage positivt til den økonomiske vækst i stedet for som hidtil at trække ned, og det vil forstærke vendingen i amerikansk økonomi.

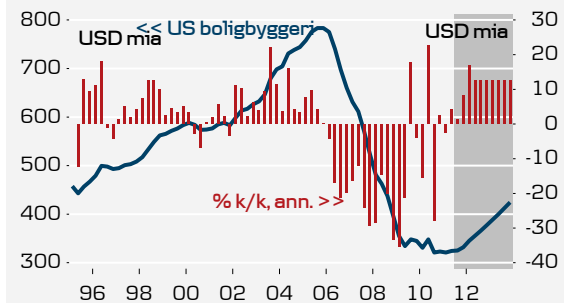
Byggesektoren udgør dog stadig en meget lav andel af økonomien (2,5 % af BNP) og vil sandsynligvis fortsætte med at bidrage forholdsvis lidt til væksten på kort sigt – men vil altså ikke længere trække ned. Vi venter, at byggeinvesteringerne går fra en neutral væksteffekt til at give et positivt vækstbidrag på 0,3 procentpoint i 2012 og 2013.

...og modvirker de finanspolitiske stramninger

Fremgangen på boligmarkedet vil delvist opveje virkningerne af de finanspolitiske stramninger, der ventes at fortsætte i 2012. Vi ved endnu ikke, hvor meget finanspolitikken vil blive strammet, da det er usikkert, hvordan det amerikanske budget vil blive skruet sammen. Vi går imidlertid ud fra, at skattelettelserne fra 2010, der blev forlænget i to måneder i december 2011, forlænges igen, så de kommer til at gælde for hele 2012. Samlet set venter vi et negativt vækstbidrag fra finanspolitikken på 0,5-1,0 procentpoint i 2012.

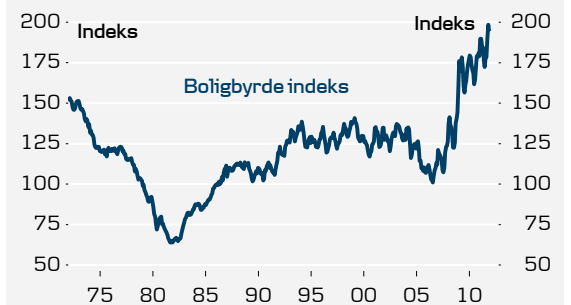
Vi kender endnu ikke finanseffekten i 2011, men den var efter vores skøn på niveau med 2010. Det strukturelle underskud steg ifølge IMF's skøn til -6,4 % i 2011 fra -7,0 % i 2010, og det giver et negativt vækstbidrag på omkring 0,5 procentpoint. Ser vi på det offentlige forbrug og de offentlige investeringer i nationalregnskabet, så var der også et negativt vækstbidrag herfra på 0,5 procentpoint i 2011 mod et gennemsnitligt løft på +0,4 % set over en periode. Det offentlige forbrug og de offentlige investeringer bidrog dermed næsten et procentpoint mindre til den økonomiske vækst i 2011 end i et normalt år. Der

Udsigt til bedring i boligbyggeriet



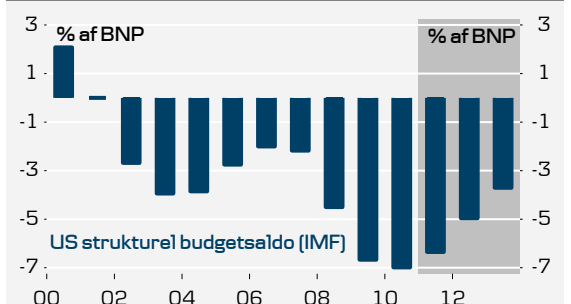
Kilde: Reuters EcoWin, Danske Markets

Lavere priser + højere indkomster + lavere obligationsrenter = lav boligbyrde



Kilde: Reuters EcoWin, Danske Markets

Finanspolitikken er blevet strammet i 2011 – og der kommer mere i de kommende år



Kilde: Reuters EcoWin, Danske Markets

var dog et positivt vækstbidrag fra skattelettelserne, der blev indført i begyndelsen af 2011 (og som nu er forlænget i to måneder).

Skattelettelserne løftede væksten med næsten 0,5 procentpoint, og vi får dermed et netto negativt vækstbidrag fra finanspolitikken på lidt over 0,5 procentpoint sidste år. Dertil kommer en indirekte effekt af faldet i den offentlige beskæftigelse. Der blev nedlagt 250.000 offentlige job i 2011 efter en gennemsnitlig jobvækst i det offentlige på 200.000 om året i de foregående 10 år. Samlet set barberede finanspolitikken derfor ifølge vores skøn 0,5-1,0 procentpoint af væksten i 2011, og vi venter et negativt træk af samme størrelsesorden i 2012. Det betyder, at finanspolitikken vil være neutral i forhold til ændringen i vækstraten fra 2011 til 2012. Det er endnu usikkert, hvad finanseffekten bliver i 2013, men vi har antaget, at den vil være minus et procentpoint, da der skal flere finanspolitiske stramminger til for at dæmme op for stigningen i den offentlige gæld.

Eksporsten op i tempo i 2012

Ekспортudviklingen vil også bidrage positivt til den økonomiske vækst i 2012. Afmatningen på Emerging Markets og recessionen i euroområdet betød, at eksporten bremsede op i 2011, selv om den holdt sig på et pænt niveau. Eksporten voksede lige over 4 % annualiseret i 2. og 3. kvartal efter en vækst på 8 % i de to forrige kvartaler. I 2012 venter vi igen en eksportvækst på lige ved 8 %, da der på ny kommer mere fart på Emerging Markets-økonomierne, og recessionen i euroområdet aftager. Lagertilpasningen globalt er nu ved at være overstået, og det vil generelt styrke den internationale samhandel.

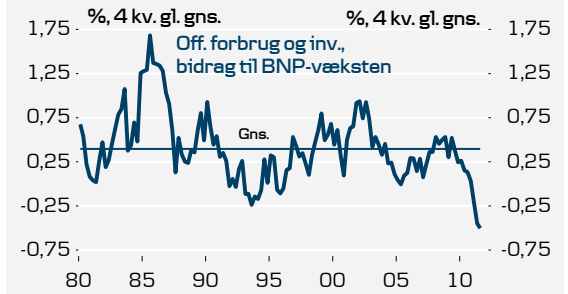
Eksporsten har faktisk klaret sig bedre i USA end i mange konkurrerende lande de seneste par år. USA's konkurrenceevne er forbedret betydeligt de sidste år, da enhedslønomsstigningerne er blevet holdt i ave af store produktivitetstigninger, samtidig med at den historisk svage dollar har gjort de amerikanske virksomheder langt mere konkurrencedygtige. Det gavner ikke bare eksporten, men trækker også importvæksten ned, da de indenlandske virksomheder også er mere konkurrencedygtige på hjemmemarkedet end deres udenlandske konkurrenter.

Inflationsudsigterne er bedret

Den samlede inflation ser ud til at have toppet i september sidste år og ligger nu på 3,4 %. Vi venter, at inflationen fortsætter ned i de kommende kvartaler, og at den vil nå ned under 2 % i midten af 2012, når basiseffekterne af faldet i råvarepriserne slår igennem. Inflationen er allerede aftaget betydeligt, når vi ser på kvartalstallene, men det tager længere tid, før basiseffekterne viser sig i den årlige inflationsrate.

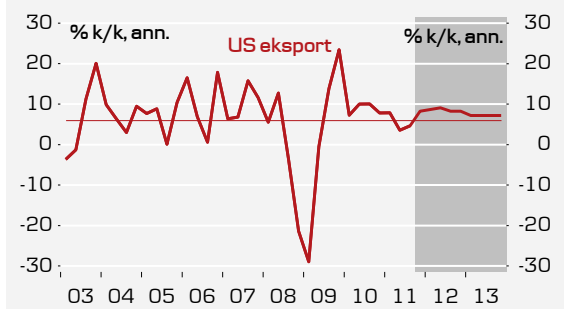
Kerneinflationen, der i øjeblikket ligger på 2,2 %, er også blevet trukket op af råvarepriserne, der steg kraftigt i 1. halvår 2011. Vi venter også faldende kerneinflation i de kommende kvartaler, men kerneinflationen reagerer normalt med en vis forsinkelse i forhold til råvarepriserne og ventes derfor først at toppe 6-9 måneder efter råvarepriserne. Det underliggende prispress er meget beskedent i USA, da lønningerne kun stiger omkring 2 % i øjeblikket, samtidig med at virksomhederne stadig kun har begrænset spillerum til at

Det offentlige forbrug og de offentlige investeringer trak kraftigt ned i 2011



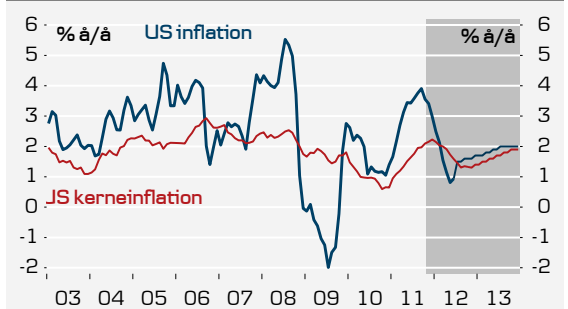
Kilde: Reuters EcoWin, Danske Markets

Mere gang i eksporten i 2012



Kilde: Reuters EcoWin, Danske Markets

Inflationen falder i 2012



Kilde: Reuters EcoWin, Danske Markets

sætte priserne op (den såkaldte pricing power) pga. den beskedne forbrugs-
vækst. Vi venter, at kerneinflationen vil nå ned i 1,5 % i midten af 2012.

Prispresset ventes fortsat at være afdæmpet til ind i 2013, men hvis ledighe-
den fortsætter med at falde, kan det lægge et opadgående pres på lønningerne,
og vi venter samtidig en bedring i virksomhedernes "pricing power". Samlet
set ventes kerneinflationen derfor at stige til tæt på 2 % i løbet af 2013.

Fed: Ikke flere kvantitative lempelser, men ny prognose

Bedringen i amerikansk økonomi og fremgangen på arbejdsmarkedet betyder
formentlig, at Federal Reserve holder sig på sidelinjen i hele 2012. Dermed er
der ikke udsigt til flere kvantitative pengepolitiske lempelser. Fed har annon-
ceret, at de vil holde renterne exceptionelt lave til udgangen af 2014. Deres
eget estimat for første renteforhøjelse ligger i løbet af 2014, og vi forventer at
se den første stigning i renten i midten af 2014.

De nye prognoser giver Federal Reserve et nyt middel til at styre de lange
obligationsrenter. Hvis Fed ønsker at stimulere økonomien via lavere lange
renter, kan de skubbe den forventede første renteforhøjelse længere ud i
fremtiden. Derved kan Fed opnå den ønskede effekt uden at skulle øge balan-
cen f.eks. via kvantitative lempelser.

Makroprognose - USA

% ændring k/k annualiseret	2011				2012				Gennemsnit for kalenderåret		
	K1	K2	K3	K4	K1	K2	K3	K4	2011	2012	2013
BNP	0,4	1,3	1,8	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	1,7	2,5	2,6
Privatforbrug	2,1	0,7	1,7	2,0	2,0	2,2	2,4	2,4	2,2	2,2	2,3
Private faste investeringer	9,8	9,2	13,0	20,0	9,1	8,3	8,3	7,5	6,7	8,2	9,1
Bolig	12,6	4,2	1,2	10,9	17,0	12,6	12,6	12,6	-1,5	10,8	12,6
Erhverv	9,1	½	15,7	1,7	7,4	7,4	7,4	6,4	8,6	7,5	8,2
Ændring i lagre (\$mia, faste priser)	55,0	39,1	-2,0	56,0	55,0	55,0	55,0	55,0	31,1	55,0	55,0
Ændring i lagre ¹	0,0	-0,3	-1,2	1,9	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,0
Offentlig forbrug	-1,2	-0,9	-0,1	-4,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-2,1	-1,6	-1,2
Eksport	7,2	3,6	4,7	4,7	8,7	9,1	8,2	8,2	7,0	7,8	7,6
Import	7,4	1,4	1,2	4,4	9,1	6,7	6,9	6,7	5,1	6,2	6,8
Nettoeksport ¹	-0,2	0,2	0,4	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1
Ledighed (%)	8,9	9,1	9,1	8,7	8,4	8,3	8,2	8,1	8,9	8,3	7,9
Forbruger priser (y/y)	2,2	3,3	3,8	3,3	2,1	1,4	1,4	1,9	3,1	1,7	1,7
Kerneinflation (y/y)	1,1	1,5	1,9	2,1	2,0	1,7	1,3	1,2	1,7	1,6	1,6
Offentligt budgetoverskud ²									-10,6	-11,4	-9,3
Offentlig bruttogæld ²									100,0	105,0	109,0
Betalingsbalance ²									-3,1	-2,1	-1,7
Fed funds renten ³	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25	0-0,25			

Kilde: Danske Markets

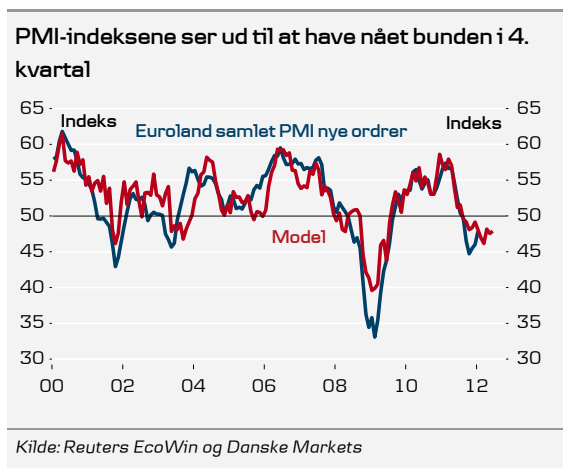
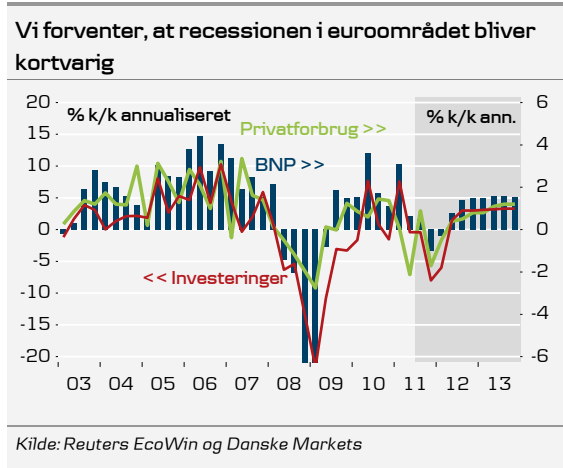
Euroområdet

Recessionen bliver kortvarig

- Eurolandene er i kraftig økonomisk modvind i øjeblikket, og de fleste indikatorer signalerer recession i euroområdet.
- Vi venter dog, at recessionen bliver kortvarig og fastholder derfor forventningen om en vækst på 1,5 % i 2011 og 0,3 % i 2012. Bedringen fortsætter i 2013, hvor vi venter en vækst på 1,5 %.
- Finanspolitikken trækker væksten ned i euroområdet, men modsat de fleste andre venter vi, at den negative finanseffekt aftager i 2012. Der har formentlig været en finanseffekt på minus 1,5 procentpoint i 2011, og vi venter, at den aftager til minus 1,0 procentpoint i 2012.
- Siden gældskrisen toppede i efteråret, er vi trådt et skridt væk fra afgrunden med indførelsen af 3-årige likviditetstildelinger (LTRO). En række afgørende begivenheder kan dog påvirke stemningen i de kommende måneder.
- Vigtigst er forhandlingerne om, hvor meget de private obligationsinvestorer skal bidrage til løsningen på Grækenlands gældsproblemer, rekapitaliseringen af bankerne, obligationsauktionerne i Italien og Spanien samt implementeringen af den såkaldte finanspagt.
- Vi venter ikke flere rentenedsættelser fra ECB i denne omgang. De 3-årige likviditetstildelinger sikrer rigelig likviditet og opkøbene af statsobligationer kan optrappes, hvis humøret på markederne daler igen.

Eurolandene er i kraftig økonomisk modvind i øjeblikket, og de fleste indikatorer signalerer, at euroområdet befinder sig midt i en recession. Som beskrevet i *Forecast update* fra den 9. november 2011, venter vi dog, at recessionen bliver forholdsvis kortvarig. Vores hovedscenarie er uændret, og vi fastholder derfor forventningen om en vækst på 1,5 % i 2011 og 0,3 % i 2012. Bedringen ser ud til at fortsætte i 2013, hvor vi venter en vækst på ca. 1,5 %, altså omkring trendniveauet.

De fleste indikatorer for væksten i euroområdet tegner et dystert billede. PMI-indeksene og det tyske Ifo-forventningsindeks peger på recession. Stabiliseringen på det seneste passer dog godt med vores vurdering, at produktionsfaldet toppede i 4. kvartal. Det samlede PMI-indeks steg fra 47,9 i november til 48,3 i december. Ordre-/lagerbalancerne er vendt og er begyndt at vise en bedring, hvilket normalt varsler en fremgang i PMI. Vores PMI-modeller peger mod moderate stigninger i de kommende måneder. Det er opmuntrende, at tilbageslaget ser ud til at blive mindre denne gang end i 2008/09. Vores modeller, der bygger både på "hårde" og "bløde" indikatorer, peger mod negativ vækst på -0,3 % k/k i 4. kvartal og -0,1 % i 1. kvartal, før væksten så igen går i plus i 2. kvartal.



Det er især investeringerne og privatforbruget, der påvirkes negativt i 4. og 1. kvartal. EU-Kommissionens indikator for forbrugertilliden er faldet støt siden juli og lå i december 2011 lige så lavt som i efteråret 2009. Detailsalget udvikler samme mønster og lå i november 2,5 % under niveauet i samme måned året før. Ledigheden i euroområdet har sat ny rekord i 10,3 %, og det påvirker forbruget negativt. Vi venter et fald i privatforbruget på 0,4 % k/k i 4. kvartal og 0,1 % i 1. kvartal efterfulgt af en gradvis bedring.

Investeringerne er normalt meget følsomme over for markedsstemningen, og vores model tyder på et kraftigt fald. Vi forventer, at investeringerne vil falde med 2,0 % k/k i 4. kvartal og 1,5 % i 1. kvartal.

Nogle af de faktorer, der hidtil har trukket ned, vender imidlertid i løbet af 2012, og begynder i stedet at trække i positiv retning. Vi ser fem grunde til, at recessionen kan ventes at blive kortvarig:

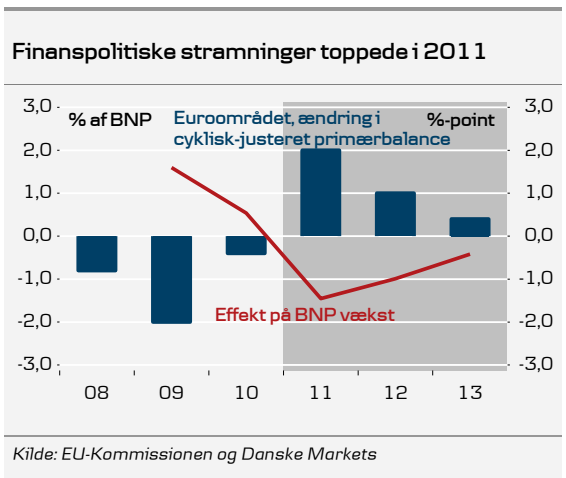
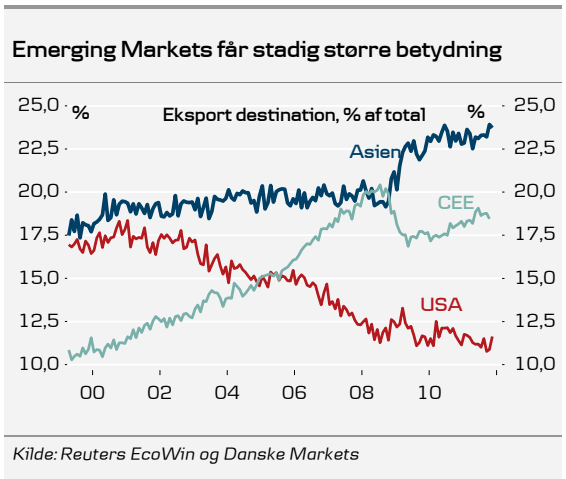
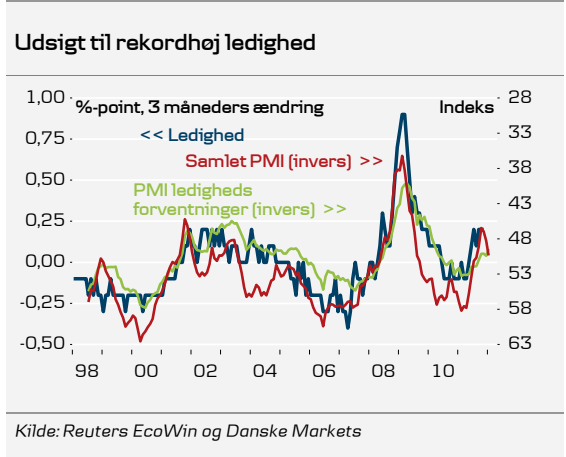
1. En fremgang i USA følges normalt af en fremgang i euroområdet.
2. Emerging Markets trækker eksportvæksten op.
3. De finanspolitiske stramninger trækker kraftigt ned – men vil aftage.
4. Det lysner for finansmarkederne i 2. halvår 2012.
5. Recessionen er blevet forstærket af tidligere “overproduktion”.

Europa synes ikke at være i stand til at kunne trække sig selv ud af recessionen p.t., og euroområdet er derfor meget afhængigt af resten af verden som vækstlokomotiv. Hvis resten af verden ikke oplever den forventede vækst, vil euroområdet muligvis være i recession i en længere periode. Især Emerging Markets vil spille en vigtig rolle. Her har afmatningen lagt en dæmper på væksten i 2011, men eksporten og væksten ventes at få et løft i Emerging Markets-landene i 2012. Desuden vil den fortsatte økonomiske fremgang i USA understøtte væksten. Læs mere i *Research Euro area: A rising tide lifts all boats* fra den 19. december 2011.

De finanspolitiske stramninger aftager

Finanspolitikken giver i øjeblikket et stort negativt vækstbidrag i euroområdet (“finanseffekten”), men vi venter modsat de fleste andre ikke, at det bliver værre i 2012. Ifølge EU-Kommissionens prognoser toppede de finanspolitiske stramninger i 2011 og aftager gradvist i de kommende år. En enkel måde til at estimere finanseffekten er at anvende ændringen i de cyklisk justerede primære budgetter (CAPB). Vores beregninger bygger på finanspolitiske multiplikatorer estimeret i et *ECB-arbejdsrapport fra 2009*.

Finanspolitikken skar således efter vores skøn 1,5 procentpoint af den økonomiske vækst i 2011, men vi venter, at finanseffekten falder til -1,0 procentpoint i 2012. Den finanspolitiske konsolidering var markant i 2011. Stramningerne fortsætter i den kommende tid, men vil være mindre end hidtil. I Spanien steg CAPB således fra -5,1 % af BNP i 2010 til anslået -2,3 % i 2011 – en stramning på 2,8 procentpoint. I 2012 ventes CAPB at stige til minus 1,7 %, og det giver en stramning på bare 0,6 procentpoint. Stramningen i 2011 vil også smitte negativt af på 2012, men samlet set lempes finanspolitikken i Spanien i 2012, og dermed løftes væksten.



Interessant nok strammede selv euroområdet stærke økonomi Tyskland finanspolitikken ret kraftigt i 2011. CAPB ventes at stige til +1,1 % (Tyskland får altså budgetoverskud!) i 2011 fra -1,0 % i 2010. Ligesom i Spanien er det planen at reducere den finanspolitiske opstramning en smule i 2012.

Stadig mange uafklarede spørgsmål

Siden gældskrisen toppede i det sene efterår, er vi trådt et skridt tilbage fra afgrunden med indførelsen i december af ECB's 3-årige lån til bankerne, de såkaldte likviditetstildelinger (LTRO). Der er dog stadig en række afgørende begivenheder i de kommende måneder, der vil tiltrække markedets opmærksomhed. Udstedelserne af statsobligationer i Italien og Spanien optrappes i 2012. De samlede udstedelser i de to lande vil ligge på ca. EUR450 mia. i 2012, og de ventes at udgøre knap EUR150 mia. alene i 1. kvartal. ECB's samlede obligationsopkøb har i det meste af efteråret gennemsnitligt svaret til de samlede udstedelser i Italien og Spanien. ECB har imidlertid reduceret obligationsopkøbene, siden de 3-årige likviditetstildelinger blev indført. Vi venter dog, at opkøbene vil blive forøget betydeligt, hvis markedet igen griber af pessimisme.

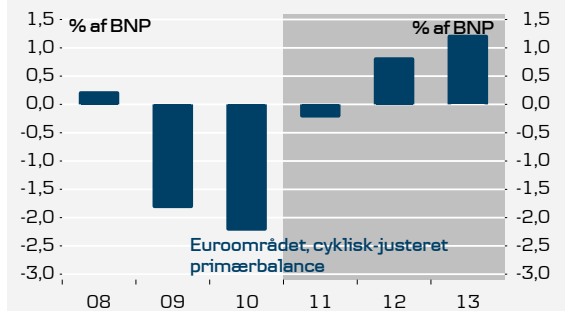
Forhandlingerne om en frivillig gældsnedskrivning for Grækenland mellem den græske regering og repræsentanter for de private investorer fortsætter. De største stridspunkter er, hvad den nye rente skal være, om de nye obligationer skal udstedes i henhold til græsk eller britisk lovgivning, og om visse andre investorer (herunder ECB) også skal acceptere en gældsnedskrivning. De græske banker kommer til at lide store tab, og det giver ifølge det europæiske banktilsyn EBA behov for en rekapitalisering af de græske banker i størrelsesordenen EUR30 mia., som sandsynligvis skal finansieres via den europæiske krisefond EFSF. Ved Det Europæiske Råds møde den 26. oktober blev det meddelt, at gældsnedskrivningen for de private obligationsinvestorer vil være omkring 50 %.

Rekapitaliseringen af de europæiske banker gennemføres i løbet af 1. halvår 2012. Bankerne skal fremlægge en detaljeret plan for, hvad de vil gøre for at nå de fastsatte mål, senest den 20. januar. Kravet er, at bankerne først og fremmest skal benytte sig af private finansieringskilder som f.eks. overført overskud, bonusreduktioner og aktieudstedelser. Banker, som ikke har mulighed for dette, må trække på offentlig støtte i deres hjemlande og kan kun få hjælp fra EFSF som en sidste udvej. EBA har vurderet, at bankerne mangler EUR115 mia. (jf. *EBA's statement fra den 8. december*). Mankoen er størst i Grækenland (EUR30 mia.), efterfulgt af Spanien (EUR26 mia.), Italien (EUR15 mia.) og Tyskland (EUR13 mia.).

Der er stadig en række detaljer fra det seneste EU-topmøde, der skal afklares, og beslutninger, der skal gennemføres. Det står endnu ikke klart, hvilken rolle EU-institutionerne skal spille, og hvad der kræves for, at EU-Domstolen kan godkende reglen om, at det såkaldt strukturelle budgetunderskud ikke må overstige 0,5 %. Dertil kommer, at processen med at gennemføre sådanne beslutninger har en tendens til at trække ud.

Endelig skal EFSF's og IMF's rolle afklares. Modellen med "delvis risikodækning" fra EFSF skulle oprindeligt være indført i december. Den anden mulighed, ekstern medfinansiering, skulle gennemføres i januar.

Den konjunkturjusterede budgetbalance blev forbedret betydeligt i 2011



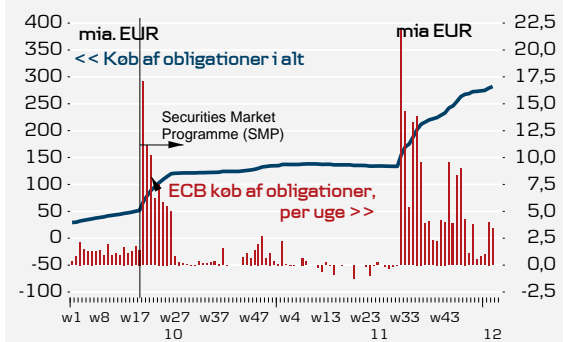
Kilde: EU-Kommissionen og Danske Markets

Vigtige begivenheder i de kommende måneder

1. Auktioner over statsobligationer i Italien og Spanien
2. Forhandlinger om de private investorers bidrag til en løsning på Grækenlands gældsproblemer
3. Rekapitalisering af de europæiske banker
4. Detaljer fra EU-topmøde
5. EFSF's rolle på de sekundære markeder
6. Afklaring af IMF's rolle i gældskrisen
7. Parlamentsvalg i Frankrig

Kilde: Danske Markets

ECB har nedtrappet opkøbene af statsobligationer på det seneste



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Den europæiske krise er stadig i bund og grund en tillidskrise. Hvis krisen skal forsvinde i morgen, kræver det følgende: 1) de offentlige finansers bæredygtighed skal straks genoprettes; 2) eurolandenes ledere skal tale med én stemme; og 3) der skal etableres et troværdigt forsvar mod gældskrisen med flere midler f.eks. fra ECB. Det sker selvsagt ikke fra den ene dag til den anden. Læs mere om dette i *Research Euro area: "What to watch" in the coming months* fra den 21. december 2011.

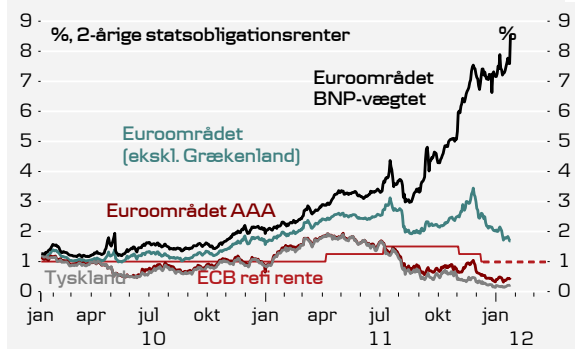
ECB's 3-årige likviditetstildelinger har lettet presset på de korte statsobligationer

Vi forventer ikke flere rentenedsættelser fra ECB i denne omgang. De makroøkonomiske nøgletal ser ikke længere ud til at forværres, og der er kommet mere optimisme ind i markedet i de seneste uger. Hvis vi får en gradvis bedring i europæisk økonomi, som vi forventer, vil ECB sandsynligvis fastholde refi-renten på 1 % i en længere periode. Risikoen i forhold til vores renteforventninger peger dog stadig nedad.

ECB har med de 3-årige likviditetstildelinger, som blev annonceret på Styrelsesrådsmødet i december, og en betydelig lempelse af kapitalkravene til bankerne taget det hidtil mest ambitiøse skridt til at bekæmpe krisen. Det har lettet presset på statsobligationer og har især reduceret renterne i den korte ende af obligationsmarkedet. ECB's direktør Mario Draghi understregede på mødet i januar, at centralbanken forventer betydelig efterspørgsel ved den anden likviditetstildeling den 29. februar. Det burde sikre rigelig likviditet.

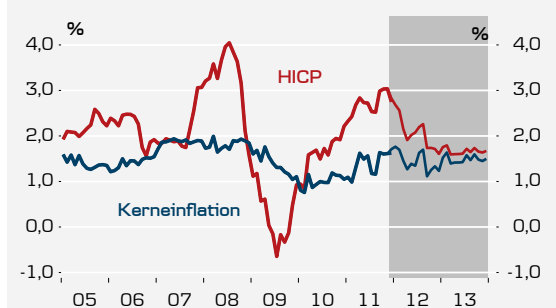
Vi venter, at inflationen holder sig over 2 % i de kommende måneder, men den falder formentlig til under 2 % på lidt længere sigt. Inflationsudsigterne er på linje med ECB's målsætning, og den lempelige pengepolitik kan fortsætte længe endnu.

3-årige likviditetstildelinger har mindsket presset på statsobligationer



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Den samlede inflation falder til tæt på ECB's målsætning i 2012



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Makroprognose – euroområdet

% ændring k/k annualiseret	2011				2012				Gennemsnit for kalenderåret		
	K1	K2	K3	K4	K1	K2	K3	K4	2011	2012	2013
BNP	3,1	0,6	0,5	-1,0	-0,3	0,8	1,4	1,5	1,5	0,3	1,5
Privatforbrug	0,1	-2,1	0,9	-1,7	-0,5	0,4	0,5	0,8	0,1	-0,3	0,9
Private faste investeringer	7,6	-0,4	-0,4	-8,0	-6,0	1,5	3,0	3,0	1,5	-2,3	3,0
Lagerændringer ¹	0,2	0,7	-0,6	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Offentligt forbrug	0,8	-0,6	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0
Eksport	7,4	5,1	4,8	0,0	2,0	2,5	4,0	4,0	6,8	2,6	4,1
Import	4,4	1,9	3,2	-2,7	-0,8	2,1	3,0	3,2	4,6	0,7	3,4
Nettoeksport ¹	1,3	1,4	0,8	1,1	1,2	0,3	0,6	0,5	1,1	0,6	0,4
Ledighed (%)	10,0	10,0	101,0	10,3	10,5	10,6	10,6	10,6	10,1	10,6	10,5
Inflation (å/å)	2,5	2,8	2,7	3,0	2,5	2,0	2,1	1,7	2,7	2,1	1,7
Kerneinflation (å/å)	1,1	1,6	1,3	1,6	1,6	1,3	1,5	1,3	1,4	1,4	1,5
Offentligt budget ²									-4,4	-3,5	-3,8
Offentlig bruttogæld ²									88,5	90,8	91,0
Betalingsbalance ²									-0,2	0,1	0,2
ECB's refi-rente ³	1,00	1,25	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,00	1,00

Kilde: Danske Markets

1. Vækstbidrag, 2. % af BNP, 3. Ultimo perioden

Asien

Plads til mere lempelig økonomisk politik

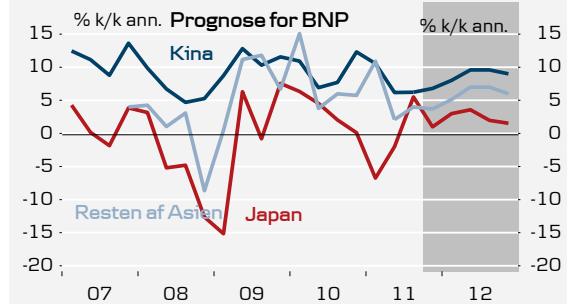
- Lavere vækst og mindre inflationspres har skabt plads til penge- og finanspolitiske lempelser i hele Asien. Det forventes at hjælpe en vækstfremgang på vej i 2012.
- Kina undgår formentlig en hård landing, og vi venter stigende vækst i 2012 hjulpet af finans- og pengepolitiske lempelser. Lempelseerne vil imidlertid være begrænsede, og der bliver kun tale om en forsigtig økonomisk vending i 1. kvartal.
- Der er efter vores vurdering ikke nogen boble på det kinesiske ejendomsmarked som helhed, og vi venter ikke et totalt sammenbrud på ejendomsmarkedet.
- I Japan er vendingen oven på jordskælvet gået lidt ned i tempo, men vi venter en ny vækstfremgang i 1. halvår 2012 bl.a. på baggrund af genopbygningen og højere eksport.
- Japan er i farezonen for at få nedjusteret sin kreditværdighed, og da det indenlandske opsparingsoverskud samtidig er kraftigt fallende, kan Japan ryge ud i en tillidskrise.
- I Indien er væksten bremsset betydeligt op efter en aggressiv stramning af pengepolitikken. Indien ser mere og mere sårbar ud, fordi landet mangler det råderum i den økonomiske politik, som ses i resten af Asien.

Kina: Modvind på kort sigt, men ny fremgang i 2012

Væksten i kinesisk økonomi trækkes i øjeblikket ned af to faktorer. For det første er eksporten blevet ramt af afmatningen i den globale økonomi. Opbremsningen i eksporten har imidlertid været langt mindre alvorlig i denne omgang end efter den globale finanskrisen i slutningen af 2008. Kinas eksport var stort set uændret i 2. halvår 2011, hvor en nedgang i eksporten til Europa stort set blev opvejet af øget eksport til andre regioner, herunder USA. Til sammenligning styrtdykkede den kinesiske eksport med over 25 % i slutningen af 2008. Vi venter, at eksporten retter sig i den kommende tid, idet eksporten til Europa ventes at trække mindre ned i de kommende kvartaler. Den europæiske gældskrise og den internationale udvikling i almindelighed vil dog fortsat udgøre en betydelig risiko for Kina i 2012.

For det andet trækker eftervirkningerne af de sidste to års pengepolitiske stramninger i negativ retning for kinesisk økonomi. Det er især ejendomsmarkedet, der er ramt, og den lavere byggeaktivitet er begyndt at tynde væksten. Indtil videre synes opbremsningen på ejendomsmarkedet ikke at være så kraftig, som vi så det i 2008, hvor boligmarkedet også blev ramt af pengepolitiske stramninger og en strammere regulering. Ubalancerne på ejendomsmarkedet vil dog fortsat trække ned på kort sigt, og afmatningen på boligmarkedet kan vise sig mere alvorlig end i 2008. Vi deler imidlertid ikke den udbredte frygt for et sammenbrud på ejendomsmarkedet.

Vi venter stigende vækst i Asien i 2012



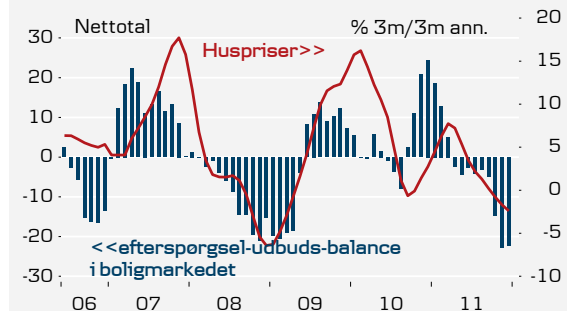
Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Kinesisk eksport har holdt sig bedre oppe end i 2008



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Afmatningen på det kinesiske boligmarked ser ikke så alvorlig ud som i 2008



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Svagt ejendomsmarked, men vi venter ikke et kollaps

Opbremsningen på boligmarkedet er efter vores vurdering primært konjunkturbestemt og skyldes en stigning på 20 % i udbuddet af nye boliger i byområderne i 2011, mens salget kun steg med 6 %. Vi mener imidlertid ikke, at der generelt er bygget for mange boliger i Kina i de senere år. Udbuddet af nye boliger følger tilsyneladende det samme mønster, som kunne ses i Japan og Sydkorea, da de lå på et tilsvarende udviklingsniveau. Antallet af påbegyndte boliger har været faldende i de seneste måneder og peger derfor mod et faldende udbud af nye boliger i 1. halvår 2012 og dermed en stabilisering på boligmarkedet. Salget af nye boliger har hidtil holdt sig pænt oppe, men en større tilbagegang i salget vil i givet fald forlænge udbudstilpasningen.

Man skal endvidere huske på, at Kina stadig har stor fleksibilitet i den økonomiske politik til at understøtte boligmarkedet og byggeriet: 1) Centralbanken kan lempe pengepolitikken mere aggressivt; 2) de ambitiøse planer om opførelse af socialt boligbyggeri kan fremskyndes; og 3) den strammere regulering af ejendomsmarkedet, der er indført siden 2007, herunder væsentligt højere krav til udbetalingen i forbindelse med boligkøb, kan tilbagerulles.

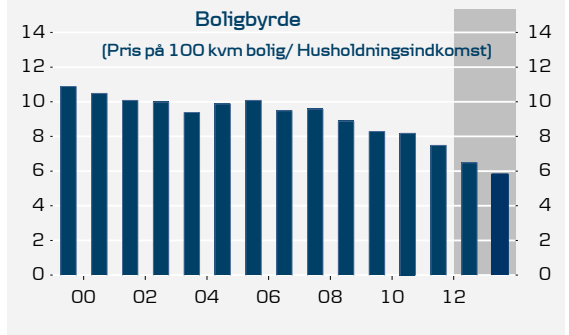
Kinas største fordel i forhold til resten af verden er stadig råderummet i den økonomiske politik. Vi venter, at inflationen falder til under 3,5 % å/å inden midten af 2012, og Kina burde derfor igen være i stand til at lempe både penge- og finanspolitikken, hvis behovet opstår. Da statens bruttogæld kun udgør 17 % af BNP, burde Kina også kunne håndtere eventuelle problemer med lokalregeringernes gæld (hvor gælden skønnes at svare til 26 % af BNP) og nødlidende lån i banksektoren.

Vi forventer imidlertid, at der bliver ført en forsigtig politik i de kommende måneder, da der fortsat er uvished om, hvor alvorlig opbremsningen er: 1) De skærpede krav til boligfinansiering ændres formentlig ikke. Boligbyrden er blevet et varmt emne i den offentlige debat, og regeringen sigter mod et lille fald i huspriserne, så det bliver mere overkommeligt at anskaffe en bolig; 2) Vi forventer, at reservekravet til bankerne reduceres med yderligere 150bp i 1. halvår 2012, men den ledende rente vil formentlig ikke blive nedsat i denne omgang; 3) Finanspolitikken vil blive lempet en anelse, eventuelt ved at fremrykke socialt boligbyggeri og genoptage den ambitiøse udbygning af jernbanenettet, der blev stillet i bero efter en række ulykker. Den vellykkede ordning fra 2009 med offentlige tilskud til anskaffelse af varige forbrugsgoder vil måske også blive genindført som led i de finanspolitiske lempelser.

Pengepolitiske lempelser vil understøtte vækstfremgang i Kina i 2012

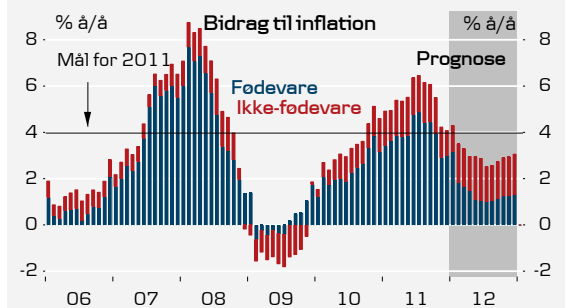
Vi venter, at Kina undgår en hård landing i 2012, og kinesisk økonomi bremses formentlig ikke så hårdt op i denne omgang, som vi så det i 2008 i kølvandet på den globale finanskrisen. Det skyldes først og fremmest, at eksporten ikke ventes at blive ramt i nær samme omfang som i 2008, og at afmatningen på boligmarkedet ikke ser ud til at blive værre end i 2008.

Boligbyrden er bekymrende høj i Kina, men på vej ned



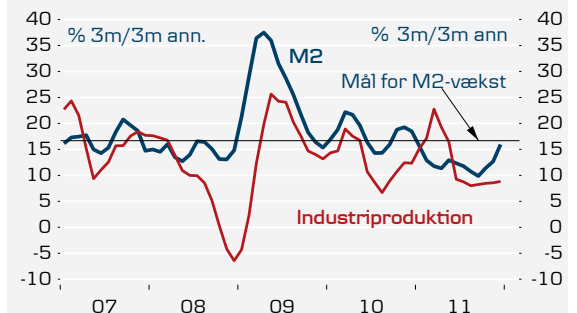
Kilde: Danske Market og China Economic Quarterly

Inflationen er nu tilbage på et niveau, den kinesiske centralbank finder passende



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Stigning i pengeforsyningen peger mod en vækstfremgang i Kina i 1. halvår 2012



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Kinesisk økonomi er ifølge vores skøn vokset omkring 7 % k/k annualiseret i de sidste tre kvartaler af 2011, og væksten har dermed ligget under trendniveauet, der skønnes at være 9 %. Vi har nedrevideret vækstprognosen for 2012 til 8,5 % fra 8,9 % efter en nedrevidering af væksten i 4. kvartal 2011 og 1. kvartal 2012 som følge af et større negativt vækstbidrag fra ejendomsmarkedet. Vi venter en stigning i væksten i Kina i de kommende kvartaler som følge af en bedring i eksporten og en lempeligere økonomisk politik. Der er således udsigt til en vækst på 8 % k/k ann. i 1. kvartal 2012 og over 9 % k/k ann. i de sidste tre kvartaler af året.

Overskuddet på den kinesiske betalingsbalance faldt ifølge vores skøn til blot 2,9 % af BNP i 2011 fra 5,1 % i 2010. Da valutareserven samtidig er holdt op med at stige i 4. kvartal 2011, har Kina nu fået et stærkere argument for, at den kinesiske yuan ikke længere er undervurderet i noget større omfang. Vi venter derfor, at tempoet i styrkelsen af yuan falder til omkring 3 % i 2012 fra næsten 6 % sidste år.

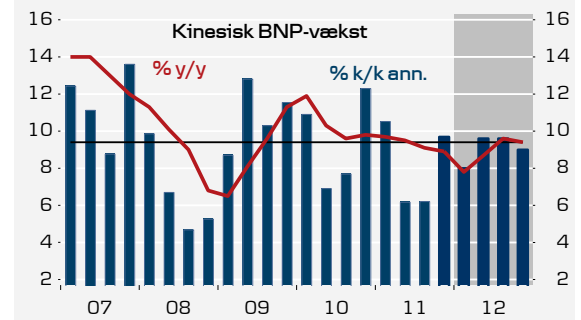
Japan: Luften er midlertidigt gået ud af vendingen

Japansk økonomi var i 3. kvartal 2011 i store træk kommet sig oven på de ødelæggende følger af jordskælvet og tsunamien, der ramte Japan i marts 2011. Vendingen har imidlertid nu mistet fart, og japansk økonomi voksende formentlig kun 0,7 % k/k ann. i 4. kvartal 2011 efter en vækst på lige ved 6 % k/k ann. i 3. kvartal 2011. Årsagen er bl.a. en nedgang i eksportvæksten i kølvandet på opbremsningen i den globale økonomi. Desuden er mange japanske producenter blevet ramt af nye leveranceproblemer – denne gang på grund af oversvømmelserne i Thailand i oktober og november. Samtidig er genopbygningen efter jordskælvet midlertidigt gået ned i tempo. Endelig ser privatforbruget ud til at være skrumpet i 4. kvartal efter et meget stærkt 3. kvartal, hvor forbruget blev løftet af udskudt efterspørgsel og lageropbygning af varige forbrugsgoder.

Vi venter ikke, at Japan falder tilbage i recession. For det første er der udsigt til en mindre negativ eksportpåvirkning fra den globale økonomi i de kommende kvartaler, selv om den globale udvikling fortsat udgør den største risikofaktor for Japan i 2012. For det andet har arbejdsmarkedet holdt sig pænt oppe, og det peger mod et nyt moderat fremgang i det japanske privatforbrug. For det tredje godkendte det japanske parlament et supplerende budget på 12 trillioner yen i november, hvilket giver mulighed for en øget genopbygningsindsats i de kommende kvartaler.

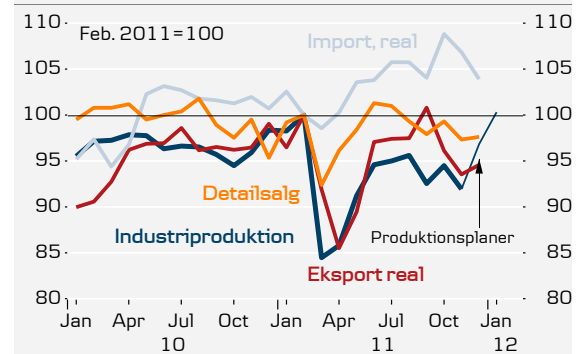
Det offentlige underskud vil trods udsigten til højere vækst være nogenlunde uændret i år, dvs. omkring 10 % af BNP. Den offentlige bruttogæld ventes at komme op over 235 % af BNP. De japanske politikere har indledt forhandlinger om en langsigtet plan for forbedring af de offentlige finanser. Regeringen har bl.a. forslået at forhøje forbrugsafgifterne fra 5 % til 10 % i to trin fra 2014. En politisk aftale vil formentlig ikke indeholde større finanspolitiske stramninger forud for det næste parlamentsvalg, der skal afholdes inden september 2013, men vi venter alligevel et betydeligt negativt vækstbidrag fra finanspolitikken i 2013, hvor genopbygningsarbejdet vil være på retur.

Der er stadig udsigt til højere vækst i Kina i 2012



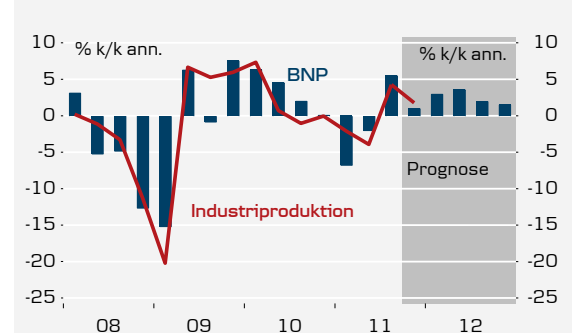
Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

I Japan har den økonomiske vending oven på jordskælvet mistet fart



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Vækstfremgang i Japan i 1. halvår 2012



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Vi venter en nedjustering af Japans kreditværdighed i 2012 (den nuværende rating er AA- hos Standard & Poor's og Aa3 hos Moody's). Den europæiske gældskrise er hidtil ikke smittet af på Japan, da Japan primært finansierer gælden via det store indenlandske opsparingsoverskud. Men man skal huske, at Japan – ligesom i øvrigt Italien – vil være sårbar i tilfælde af en tillidskrise og rentestigninger på grund af den store bruttogæld – fordi opsparingsoverskuddet nu falder kraftigt.

Styrkelsen af den japanske valuta vil være en sten i skoen for japansk økonomi i 2012. Den reale effektive yen er blevet omkring 25 % stærkere siden 2007, og valutastyrkelsen kan efter vores vurdering barbære 0,5 procentpoint af væksten i 2012. Der er udsigt til et betydeligt fald i det japanske betalingsbalanceoverskud fra 3,5 % af BNP til blot 1,5 % i 2012. Nedgangen skyldes bl.a. en stor stigning i importen af naturgas, efter at flere atomkraftværker er blevet lukket.

Givet den betydelige opbremsning i væksten sidst i 2011, det opadgående pres på af yennen og det fortsatte fald i forbrugerpriserne venter vi, at den japanske centralbank udvider obligationsopkøbene i 2012. Hvis styrkelsen af yennen mod dollaren fortsætter, vil Japan formentlig også intervenere i valutamarkedet, hvis det viser sig nødvendigt.

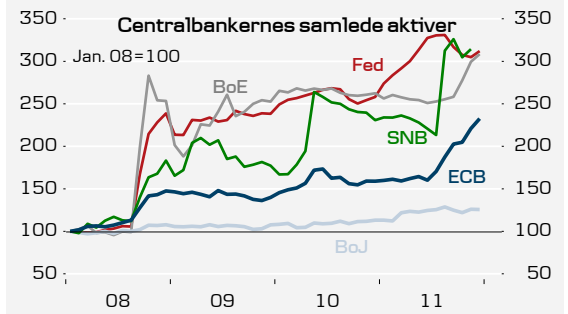
Finanspolitiske lempelser hjælper vendingen på vej i det øvrige Asien

Den økonomiske vækst er bremsset betydeligt op i resten af Asien på grund af lavere eksportvækst og pengepolitiske stramninger. Ser vi bort fra Indonesien, så har væksten ligget under trend i 2. halvår 2011. Inflationspresset er imidlertid også faldet kraftigt, især som følge af lavere inflation i fødevarerpriserne. De ledende renter har derfor toppet i Asien i denne omgang, og både penge- og finanspolitikken vil i højere grad understøtte den økonomiske vækst fremover. Realrenterne er stadig meget lave, og pengepolitikken lempes derfor kun forsigtigt. Det er indtil nu kun Indonesien, Thailand og Filippinerne, der har nedsat renten. Rentenedsættelsen i Thailand er først og fremmest en følge af et kraftigt fald i den økonomiske aktivitet oven på oversvømmelserne i oktober og november.

I modsætning til udviklingen i de vestlige økonomier, så vil mange lande i Asien lempe finanspolitikken. Indonesien, Sydkorea, Thailand, Filippinerne og Malaysia vil alle lempe finanspolitikken. Det ventes sammen med lavere inflation og en gradvis bedring i eksporten at hjælpe en vækstfremgang på vej i 1. halvår 2012.

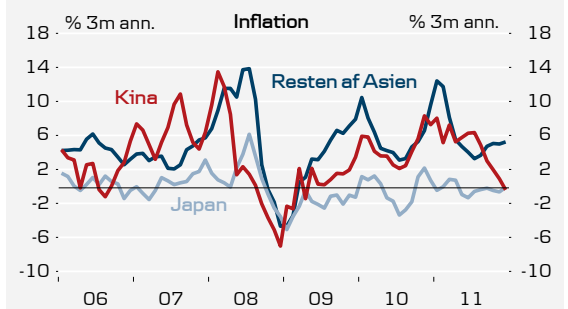
Indien ser mere og mere sårbar ud, fordi landet i modsætning til resten af Asien ikke har det fornødne råderum til at lempe finans- og pengepolitikken på grund af fortsat høj inflation, et stort budgetunderskud og en høj offentlig gæld samt et underskud på betalingsbalancen svarende til 3 % af BNP. Vi har ganske vist set tegn på en bedring i økonomien sidst i 2011, men risikoen for en relativt hård landing i indisk økonomi er stigende.

De kvantitative lempelser i Japan har været beskeden sammenlignet med andre større lande



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Inflationspresset er aftaget i Asien



Kilde: Reuters EcoWin og Danske Markets

Det værste kan være ovre for eksporten i de asiatiske lande



Kilde: Reuters og Danske Markets

Makroprognose – Asien

% å/å	BNP				Forbrugerpriser				Betalingsbalance			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Asien	8.5	5.9	6.6	6.9	3.9	4.9	3.9	3.6	3.5	2.1	2.0	2.2
Japan	4.4	-0.8	2.5	1.6	-0.7	-0.3	-0.1	0.2	3.5	2.0	1.5	1.9
Kina	10.3	9.0	8.5	9.1	3.3	5.4	3.2	3.1	5.2	2.9	3.1	3.4
Asien ekskl. Japan & Kina	8.5	5.4	6.1	6.4	6.6	6.6	6.2	5.4	1.7	1.4	0.9	1.0
Indien	10.1	6.9	7.3	8.2	10.4	8.0	7.7	7.1	-2.6	-2.8	-3.0	-2.3
NIC	8.4	4.1	4.6	4.7	2.3	3.7	3.3	2.7	7.0	6.5	6.3	6.0
Syd Korea	6.2	3.8	4.5	4.5	3.0	4.3	3.8	3.0	2.8	1.5	1.4	1.3
Taiwan	10.9	4.1	5.0	4.9	1.0	1.8	1.8	2.0	9.3	11.0	11.0	10.3
Hong Kong	7.0	4.8	4.3	4.6	2.3	5.0	4.7	3.0	6.2	5.4	5.5	5.8
Singapore	14.5	4.8	4.3	5.5	2.8	4.3	3.1	2.4	22.2	19.8	18.5	17.3
ASEAN	6.9	4.9	6.1	5.4	4.4	6.3	5.8	4.6	3.3	2.6	1.8	1.5
Indonesien	6.1	6.2	6.8	5.5	5.1	5.7	6.5	5.4	0.8	0.2	-0.4	-0.6
Thailand	7.8	2.5	5.4	4.8	3.3	4.0	4.1	4.2	4.6	4.8	2.5	1.6
Filippinerne	7.6	4.9	5.7	4.7	3.8	5.0	4.5	4.0	4.2	1.7	1.3	1.2
Malaysia	7.2	4.5	5.1	5.5	1.7	3.5	3.2	2.4	11.5	11.3	10.8	10.3

Kilde: Danske Markets og IMF

Disclosure

Denne analyse er udarbejdet af Danske Research, som er en afdeling i Danske Markets, en division af Danske Bank. Danske Bank er under tilsyn af Finanstilsynet.

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. Analytikerens 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 Finansanalytikerforeningens 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 økonomiske 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

Globale Scenarier er en kvartalsprognose, men nye statistiske oplysninger kan give anledning til ændringer i vores syn på de enkelte økonomier.

Første offentliggørelsesdato

Se forsiden af denne analyse.

Disclaimer

Denne publikation er udarbejdet af Danske Markets alene til orientering. Publikationen er udarbejdet uafhængigt, udelukkende på baggrund af offentlig tilgængelig information og afspejler ikke nødvendigvis vurderinger fra Danske Banks kreditafdeling. 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 præsentation er ikke beregnet til brug for detailkunder i Storbritannien eller til personer i USA. Danske 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 Services Authority (FSA). 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.

GLOBAL DANSKE RESEARCH

HEAD OF GLOBAL DANSKE RESEARCH

Thomas Thøgersen Grønkjær
+45 45 12 85 02
thgr@danskebank.dk

CHIEF ECONOMIST AT DANSKE BANK

Steen Bocian
+45 45 12 85 31
stbo@danskebank.dk

INTERNATIONAL MACRO

Chief Analyst & Head of

Allan von Mehren
+45 45 12 80 55
alvo@danskebank.dk

Signe P. Roed-Frøderiksen (on leave)
+45 45 12 82 29
sroe@danskebank.dk

Frank Øland Hansen
+45 45 12 85 26
franh@danskebank.dk

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

Flemming Jegbjærg Nielsen
+45 45 12 85 35
flemm@danskebank.dk

RATES, FX & COMMODITIES STRATEGY

Chief Analyst & Head of

Arne Lohmann Rasmussen
+45 45 12 85 32
arr@danskebank.dk

Kasper Kirkegaard
+45 45 13 70 18
kaki@danskebank.dk

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

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

Peter Possing Andersen
+45 45 13 70 19
pa@danskebank.dk

Lars Tranberg Rasmussen
+45 45 12 85 34
laras@danskebank.dk

FIXED INCOME RESEARCH

Chief Analyst & Head of

Thomas Thøgersen Grønkjær
+45 45 12 85 02
thgr@danskebank.dk

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

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

Søren Skov Hansen
+45 45 12 84 30
srha@danskebank.dk

CREDIT RESEARCH

Chief Analyst & Head of

Thomas Martin Hovard
+45 45 12 85 05
hova@danskebank.dk

Henrik Arnt
+45 45 12 85 04
heand@danskebank.dk

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

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

Kristian Myrup Pedersen
+45 45 12 85 19
kripe@danskebank.dk

Asbjørn Purup Andersen
+45 45 14 88 86
apu@danskebank.dk

Håkon Stanghelle
+47 22 86 13 16
hks@fokus.no

DENMARK

Chief Economist

Steen Bocian
+45 45 12 85 31
stbo@danskebank.dk

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

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

NORWAY

Chief Economist

Frank Jullum
+47 85 40 65 40
fju@fokus.no

SWEDEN

Chief Analyst & Head of

Michael Boström
+46 8 568 805 87
mbos@consensus.se

Roger Josefsson
+46 8 568 805 58
rjos@consensus.se

Michael Grahn
+46 8 568 807 00
mika@consensus.se

Carl Milton
+46 8 568 805 98
carmi@consensus.se

Marcus Söderberg
+46 8 568 805 64
marsd@consensus.se

Stefan Mellin
+46 8 568 805 92
mell@consensus.se

FINLAND

Chief Economist

Pasi Petteri Kuoppamäki
+358 (0)10 546 7715
pasi.kuoppamaki@danskebank.com

Senior Economist
Sanna Kurronen
+358 10 546 7573
kurr@danskebank.com

EMERGING MARKETS

Chief Analyst & Head of

Lars Christensen
+45 45 12 85 30
larch@danskebank.dk

Stanislava Pradova (on leave)
+45 45 12 80 71
spra@danskebank.dk

Violeta Klyviene
Senior Baltic Analyst
+370 611 24354
vkly@danskebank.dk

UNITED KINGDOM

Chief Analyst

John Hydeskov
+44 20 7410 8144
johy@danskebank.dk

IRELAND

Chief Economist

Dr. Ronnie O'Toole
+353 1 484 2071
ron@danskebank.com