



Bunnen passert. Ennå langt frem

Økonomiske utsikter, VO, 8.4.2013

Sjeføkonom Øystein Dørum, DNB Markets

DNB

Overblikk: Våre viktigste makrocalls for 2013 ++

- **Eurosonen vil bestå**, med alle dagens 17 medlemmer. BNP vil øke
- **USA**: Oppdemmet etterspørsel – lite budsjettdrag – vekst over konsensus
- **Kina unngår hard landing**, men veksttakten skal uansett ned
- **Bremsene på i Norge**, for å *unngå* hard landing

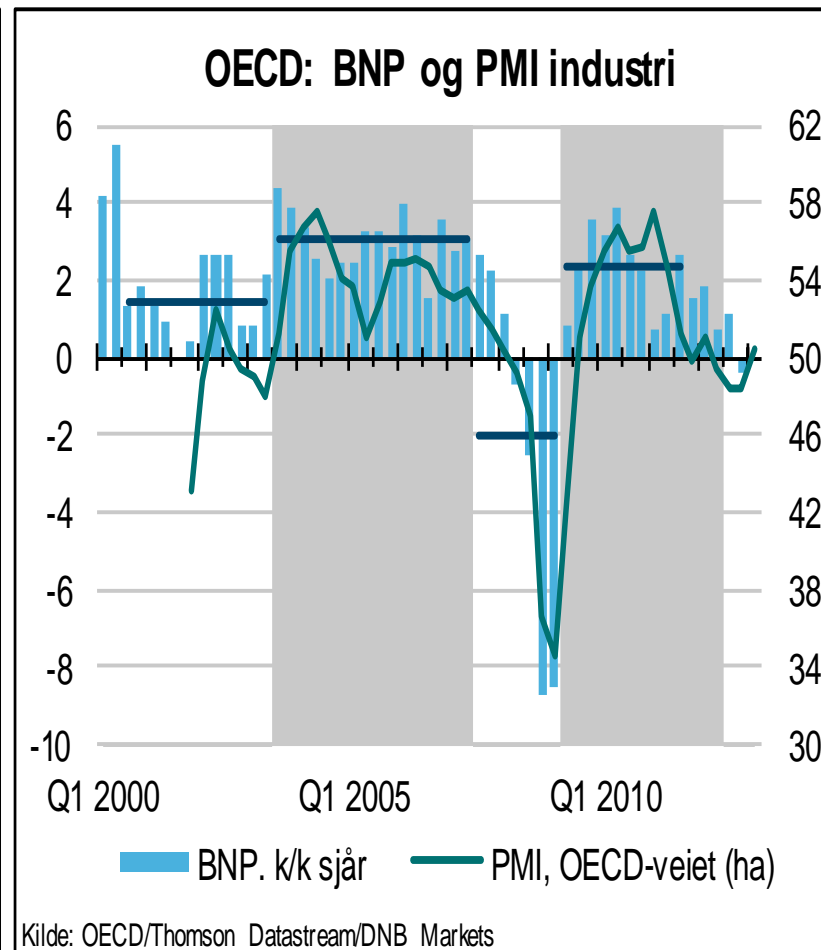
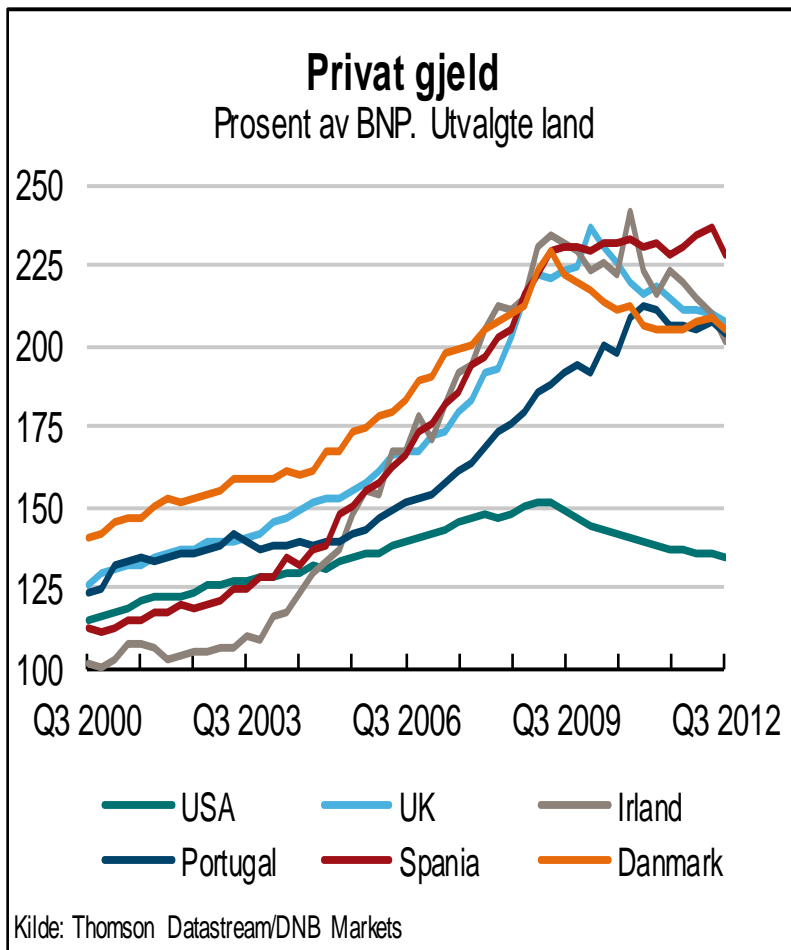
- Fortsatt lav vekst, lav inflasjon og lave renter på mellomlang sikt
- Fortsatt store uløste utfordringer



- **Globalt**: Grunnlaget for tiltakende vekst er lagt
- **USA**: Kan overraske positivt i år
- **Eurosonen**: Sammenbrudd avverget, men veksten blir blodfattig
- **Storbritannia**: Ingen tegn til lysning ennå
- **Sverige**: Innenlandske krefter drar lasset fremover
- **Japan**: Nye politiske tiltak gir kun et midlertidig løft
- **Kina**: Trendveksten på vei ned
- **Norge**: Myk landing med svakere vekstbidrag fra bolig og olje
- **Olje**: Pristoppen er nådd, og prisene vil avta gradvis fremover
- **Renter**: USA-optimisme til tross, lange renter forblir lave
- **Valuta**: Euroen på fremmarsj, yen på retrett. Kronen vil holde seg sterk

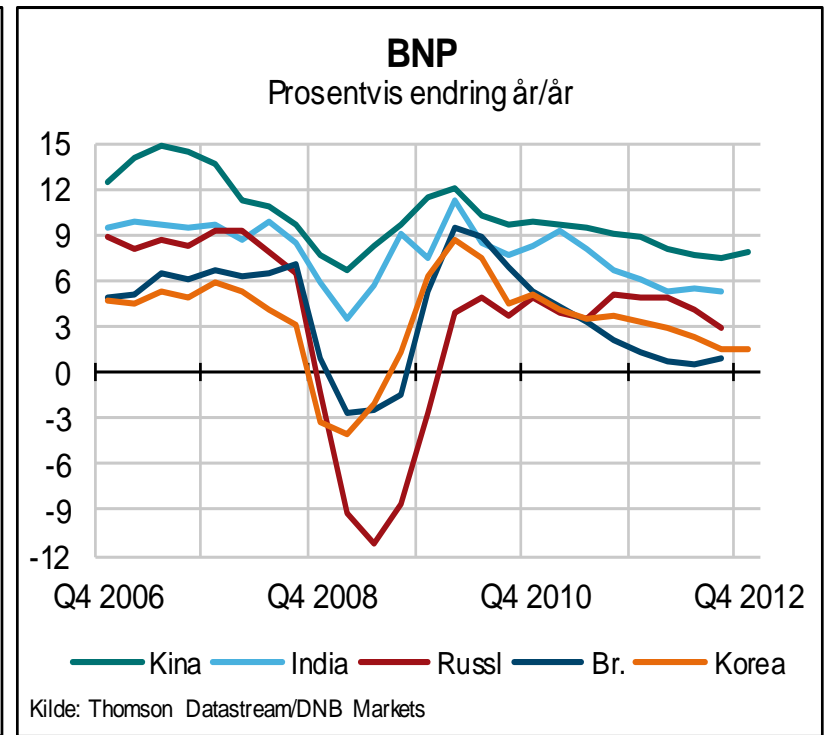
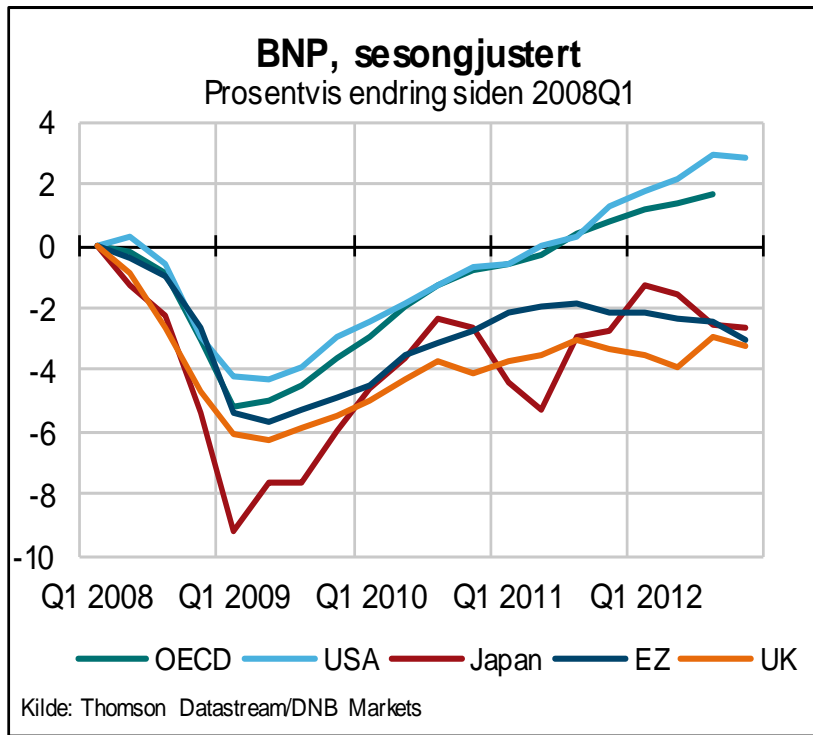
Bakgrunn

I-land fra *boom* til *bust* via oppsving til nedkjøling



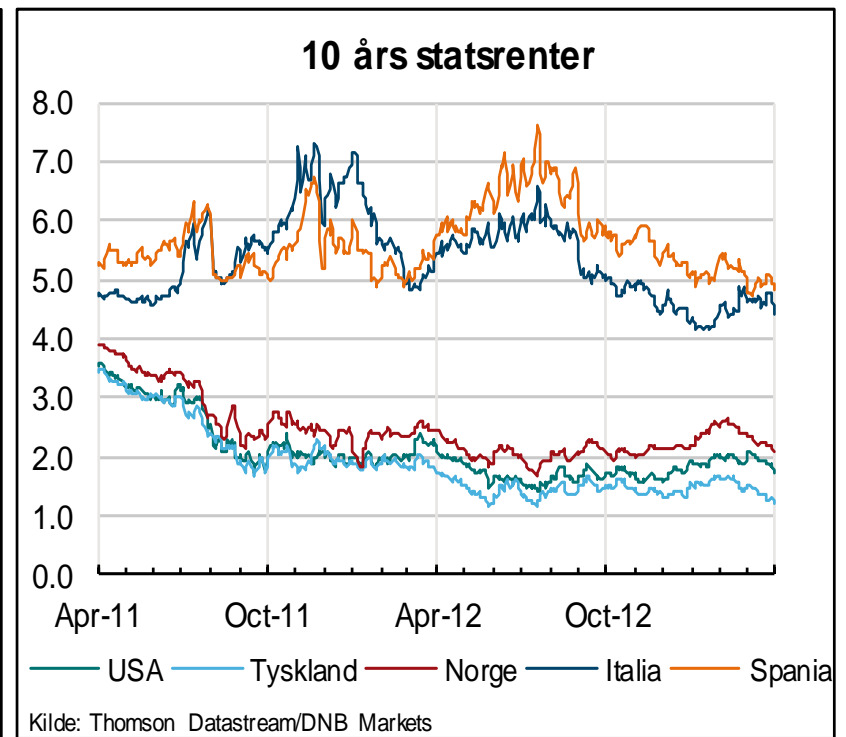
Ikke tatt igjen det tapte. Lav styrefart inn i 2013

- Oppsvinget har vært mye tregere enn normalt. Eurosonen, Japan og UK fortsatt godt under nivået fra starten av 2008. USA godt over.
- Veksten i BRIC har også avtatt, særlig i Brasil. Lyspunkt: Økt fart i Kina



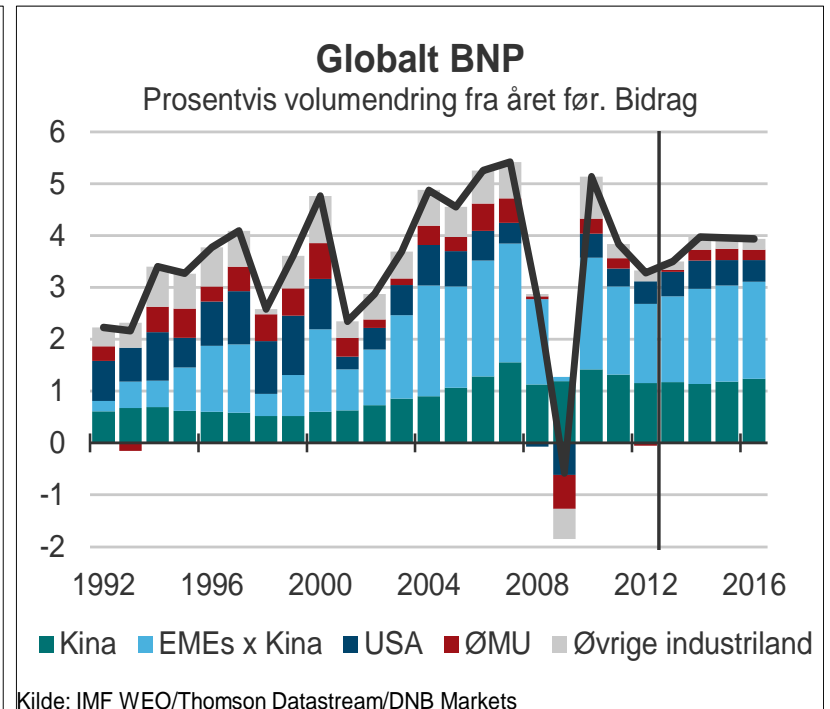
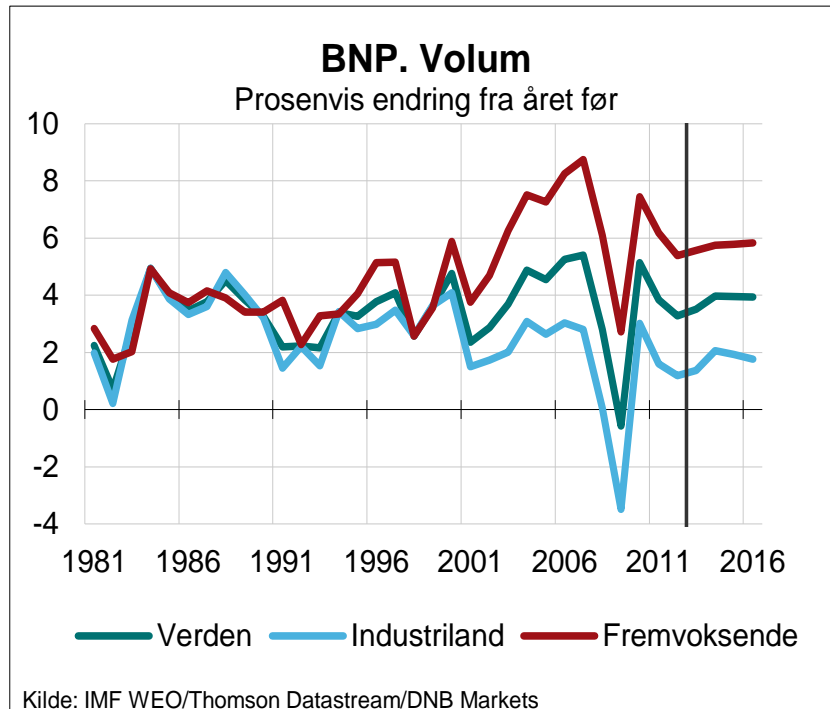
Men «noe» har skjedd i markedene

- Verdensindeksen +22% siden juni i fjor (og +95% siden mars 2009).
- Har roet seg i obligasjonsmarkedet. Snudde for alvor etter Mario Draghis «*Whatever it takes*» 26. juli i fjor. Ikke «normalisert». (Silvio/Beppe/Kypros.)



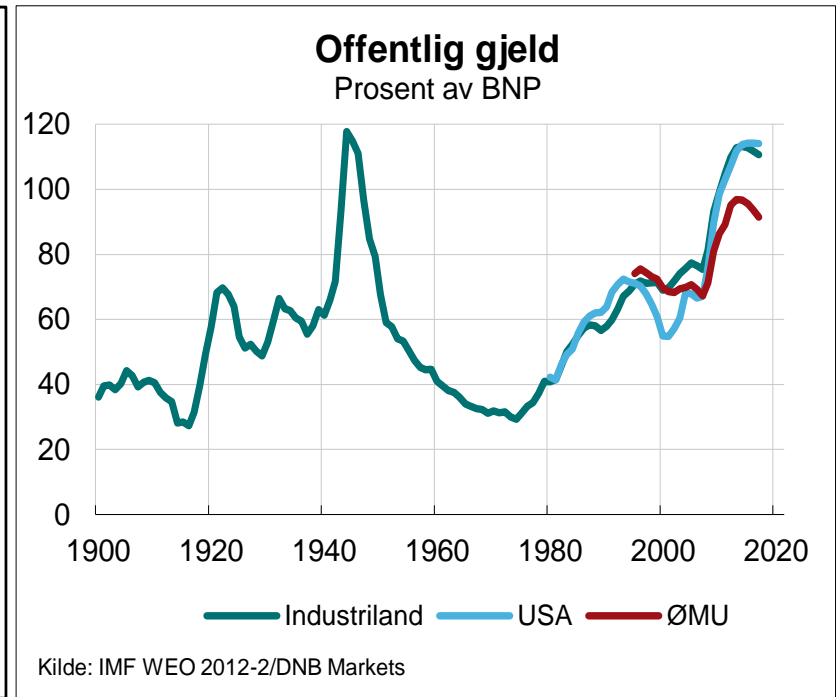
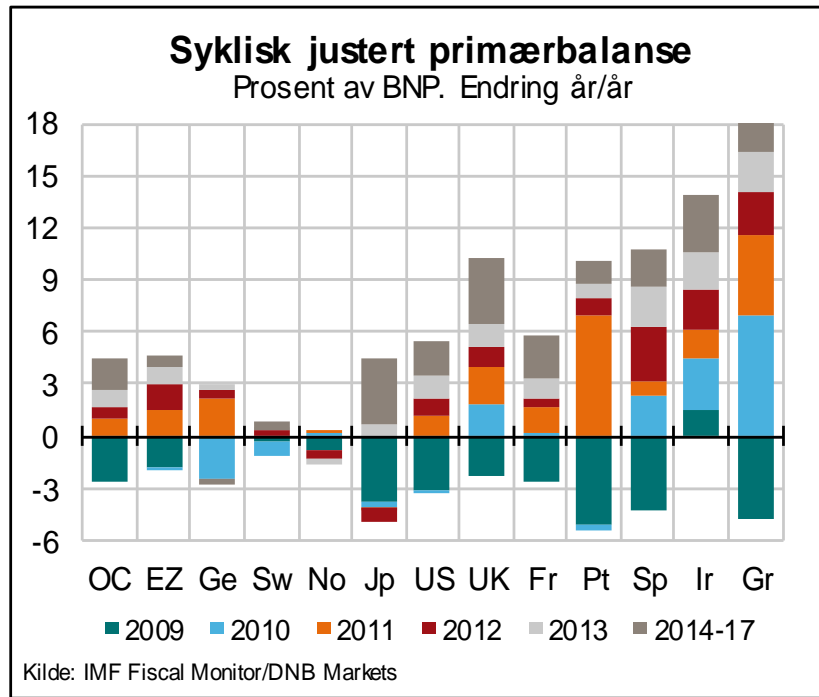
Globalt: Veksten vil ta seg (litt) opp

- Global vekst 3,5% i år og 4% 2014-16 vs snittvekst 1981-11 på 3,4%
- Industrilandene oppe i marsjart fom. 2014. EMEs stabilt rundt 5½%.
- EMEs står for tre firedeler av veksten. ØMUs bidrag en sjettedel av Kinas



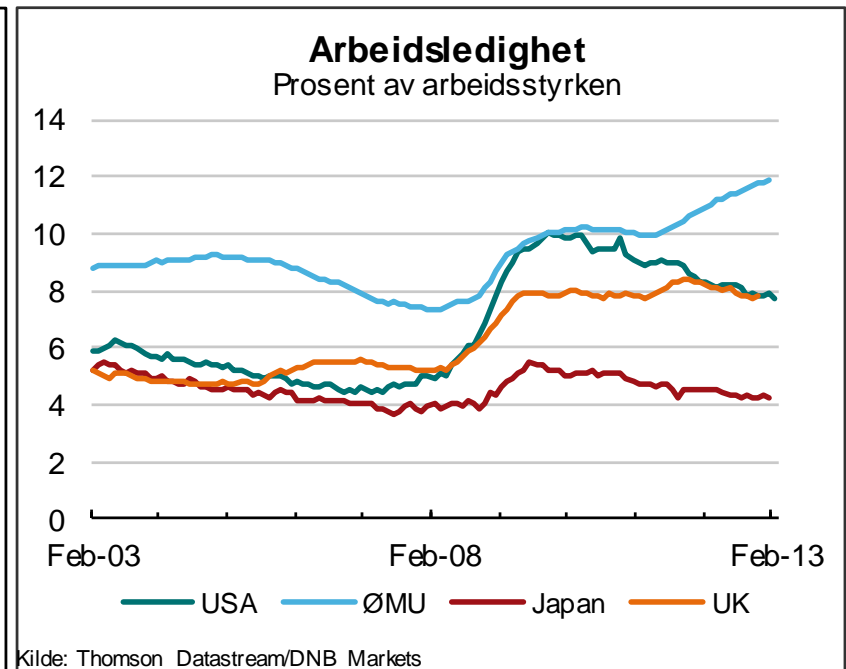
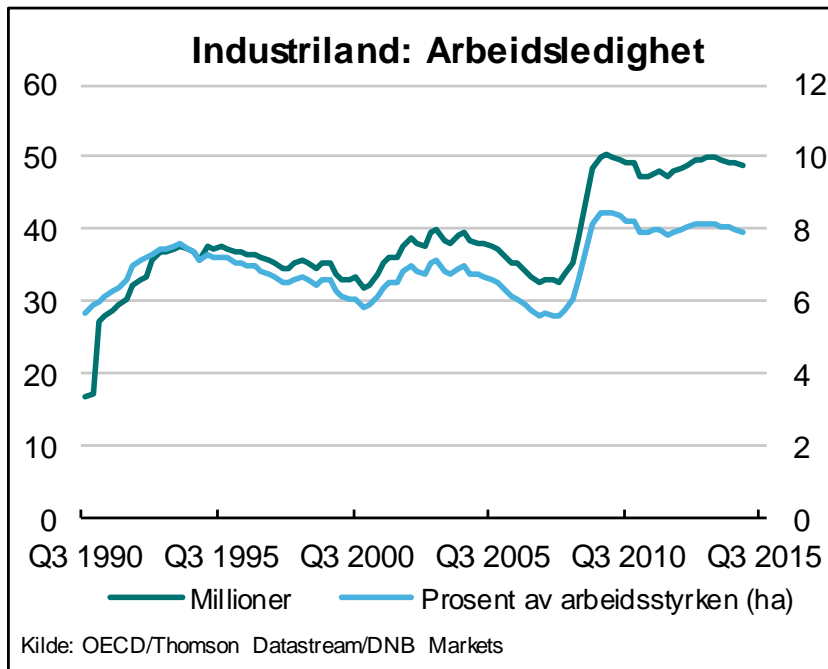
Budsjettkutt. Men gjelden er «stuck»

- Betydelige budsjettinnstramninger. Viktig grunn til oppbremsing i flere land
- Offentlig gjeld stiger fortsatt i industrilandene, tross store budsjettkutt
- Frem til 2030 øker off. utgifter med 1% av BNP til pensjon, 3% til helse
- Fem veier ut: Vekst, kutt, restrukturering/«konkurs», inflasjon, «represjon»



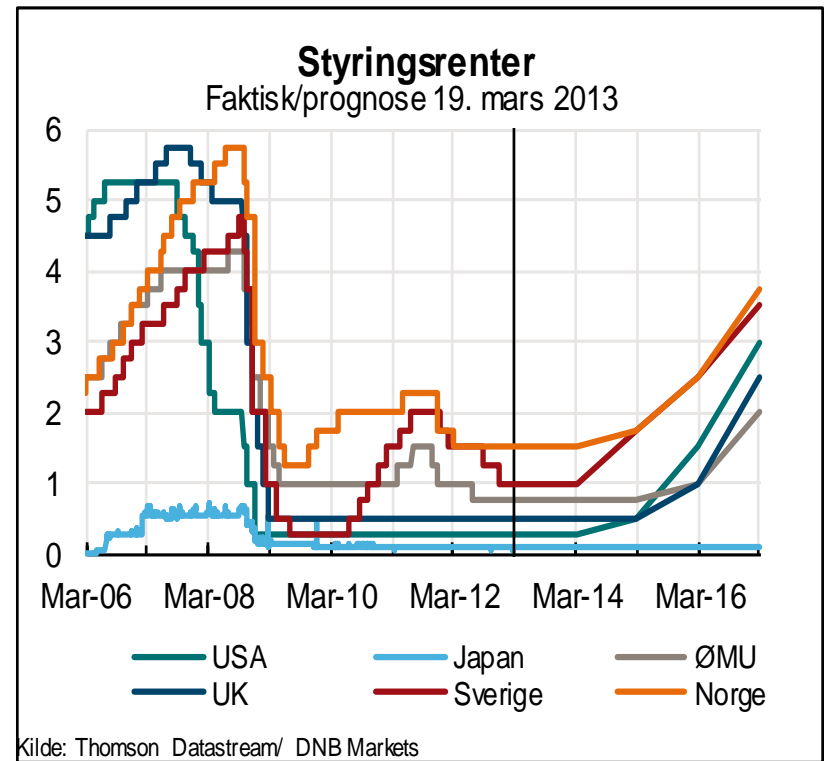
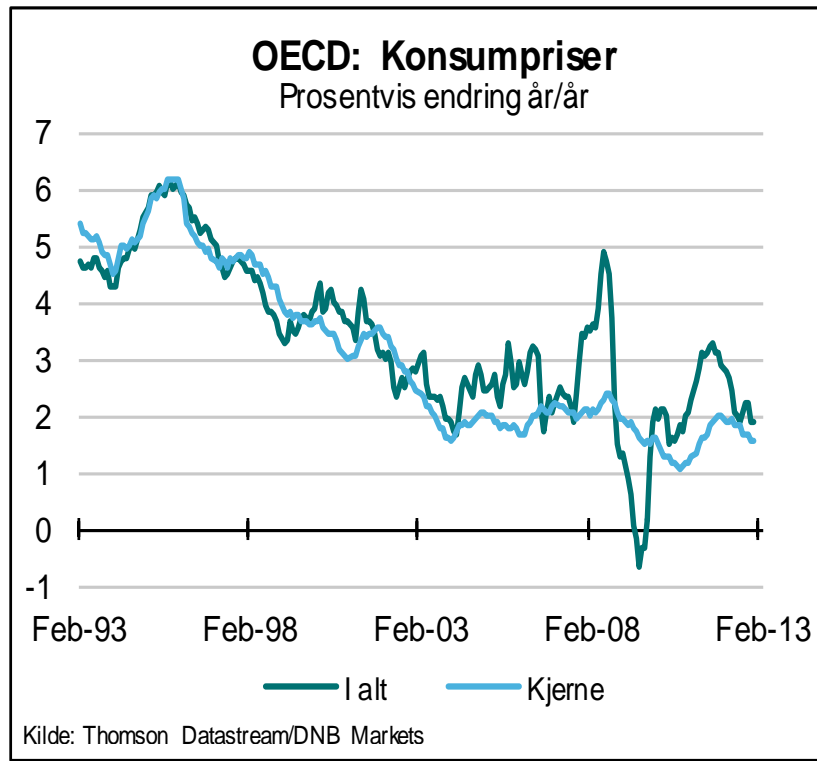
Vekst. Men arbeidsledigheten er *stuck*

- Positivt? Lettere tilgang på arbeidskraft, lavere lønnsvekst, bedre k-evne
- Men mest negativt: Lavere velferd, høyere sparing, marginalisering & politisk ustabilitet. Dessuten, gradvis mindre betydning for lønnsveksten.
- Mye av ledighetsøkningen er **strukturell**. Avspeiler lavkostkonkurransen



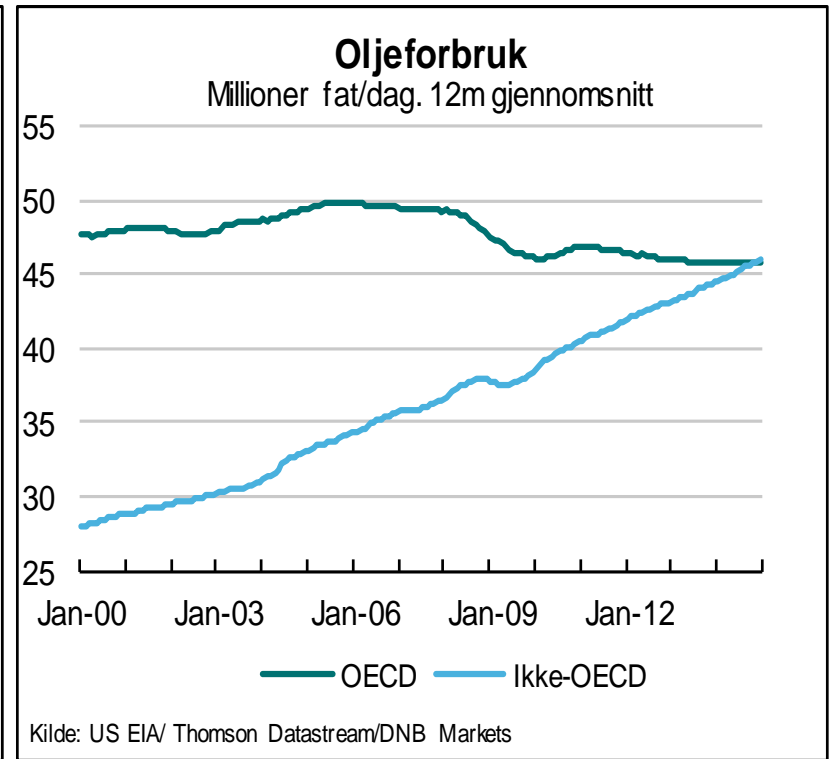
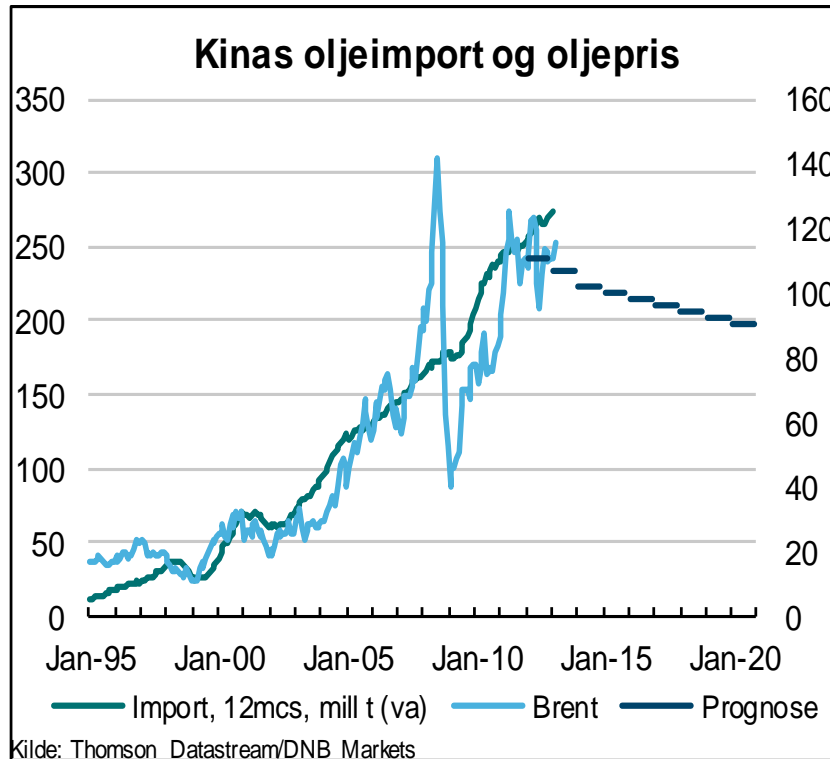
Lav prisstigning. Og lave renter lenge

- Alle ferdige med å kutte. Men renteheving drøyer. Fed, Riksbanken og Norges Bank hever første gang høsten 2014, ECB og BoE drøyer til 2015. Ingen heving i Japan.



Lavere oljepris fremover

- Grovt sett to drivere: Svak etterspørselsvekst i industrilandene pga. sykliske og strukturelle forhold, og økt produksjon => Lavere «call on OPEC». Men marginalkost på skiferolje holder oljeprisen relativt høy



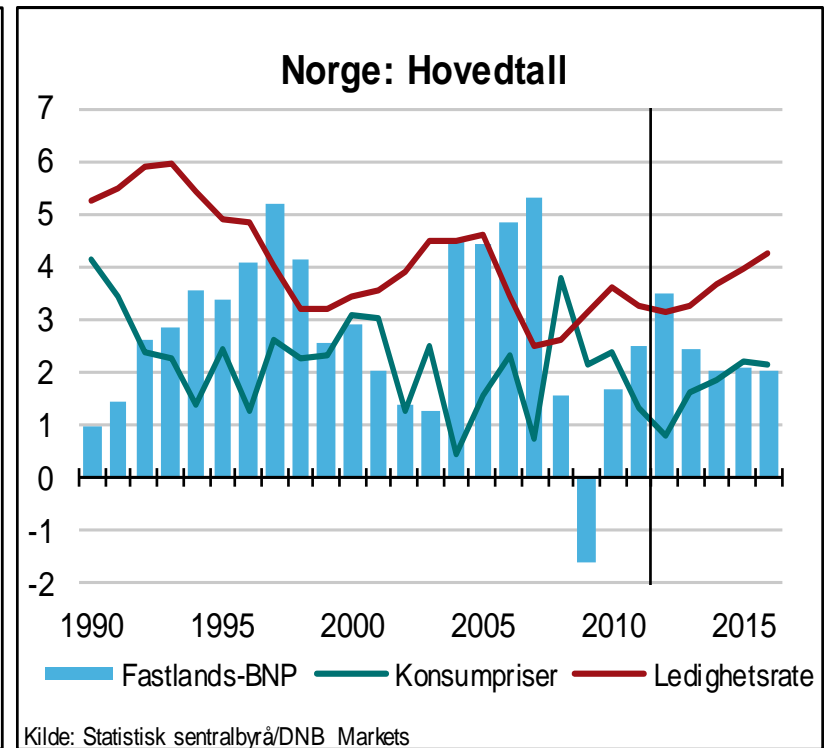
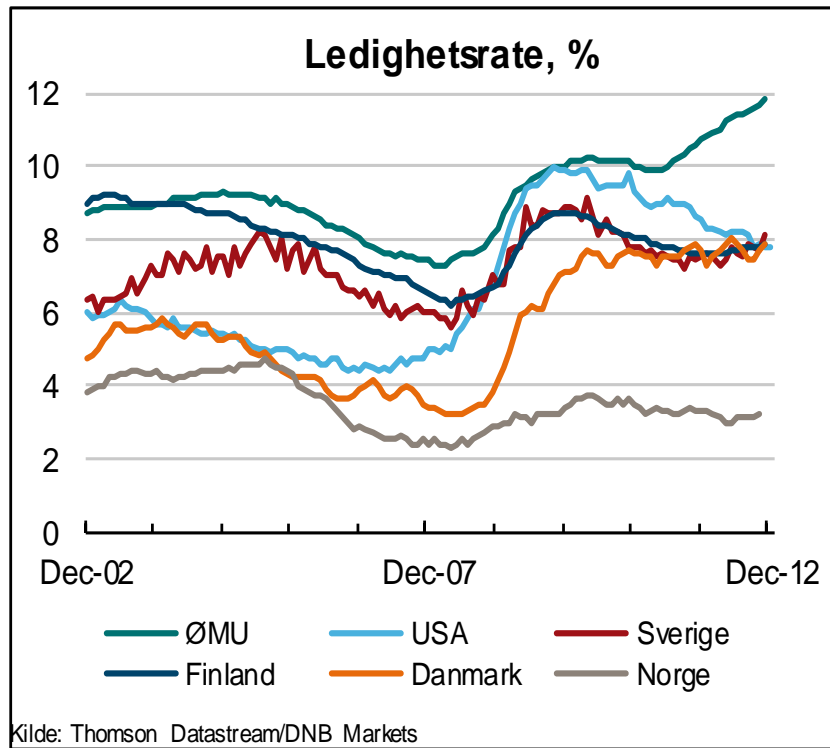


Myk landing for norsk økonomi

DNB

Myklanding i anderledeslandet

- Overoppheting/overopplåning må unngås => Bremsene settes på.
- Drahjelp fra oljeinvesteringer og annenrunde effekter på boligbygging
- DNB: Lavere vekstanslag. Lavere enn Norges Bank og (særlig) SSB.



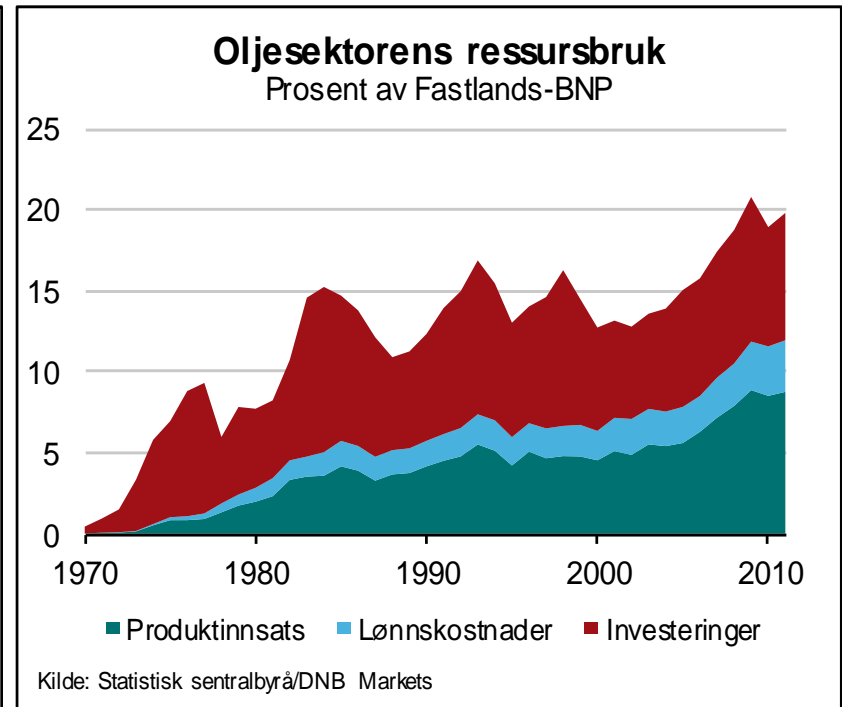
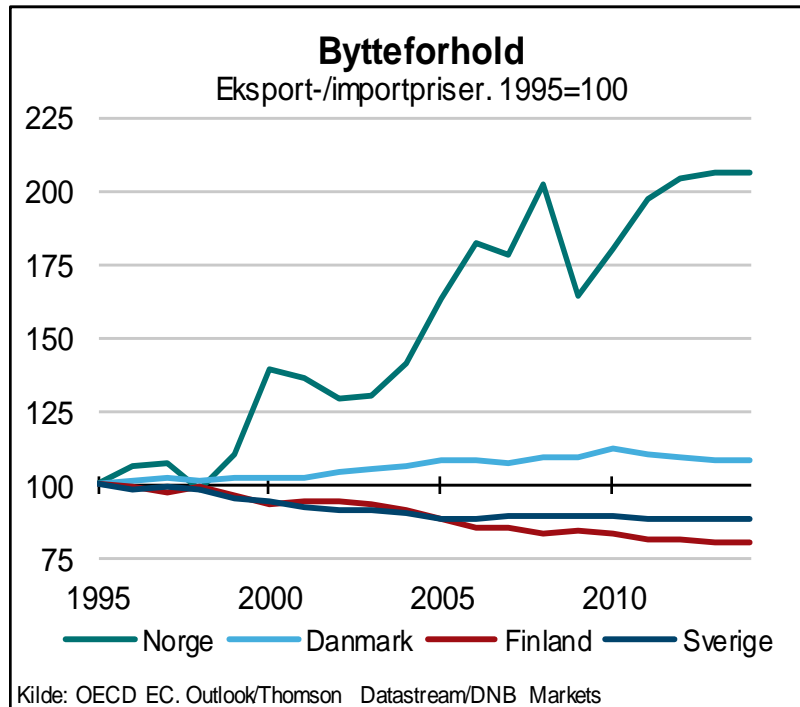
Høyeste vekst siden 2007

Svært ulike vekstdrivere

Vekst i (prosent)	2007	2012
Fastlands-BNP	5,3	3,5
Privat forbruk	5,4	3,2
Næringsinvesteringer	21,7	2,6
Tradisjonell eksport	9,2	2,0
Boliginvesteringer	2,7	7,5
Oljeinvesteringer	6,1	17,0
Arbeidsledighet (AKU) - nivå	2,5	3,1
Sparerate (nivå)	4,3 (snitt 2004-2007)	8,6

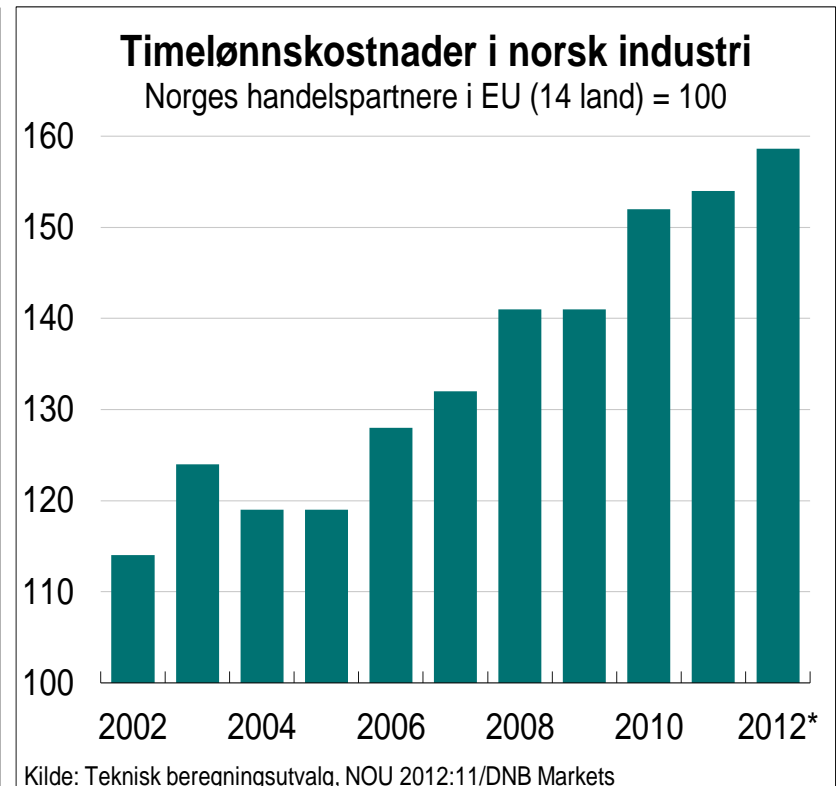
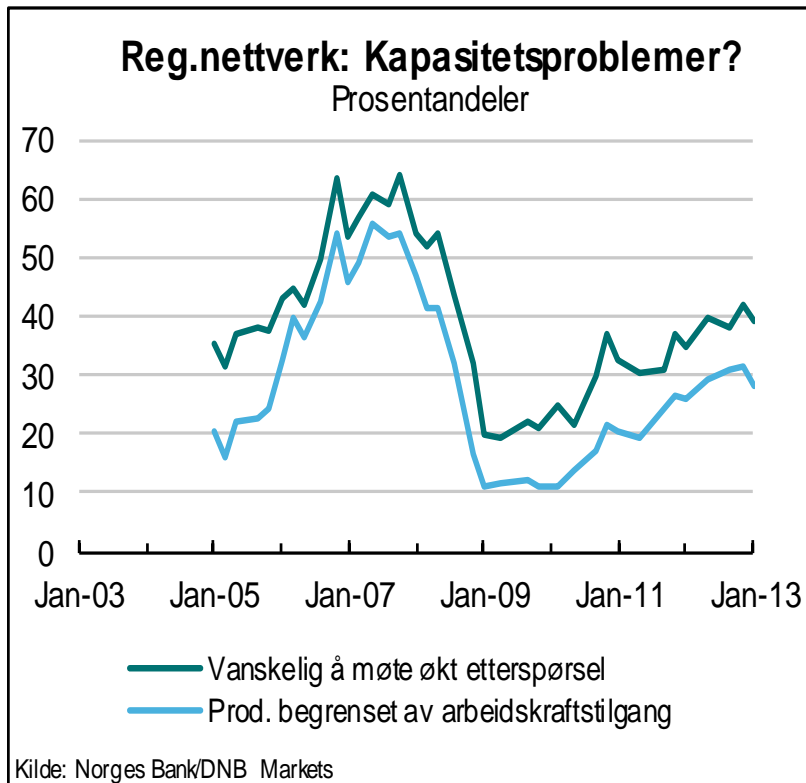
Ytre driver: Enorm bytteforholdsgevinst

- Norge har fått stadig bedre betalt for sin eksport, mens importprisene har steget lite: Bytteforholdet er doblet de siste 10-15 årene.
- Oljesektorens utgifter til lønn, vareinnsats og investeringer økt fra 13% av Fastlands-BNP i 2001, til 20% i 2011. Rundt én av ti jobber relatert til olje



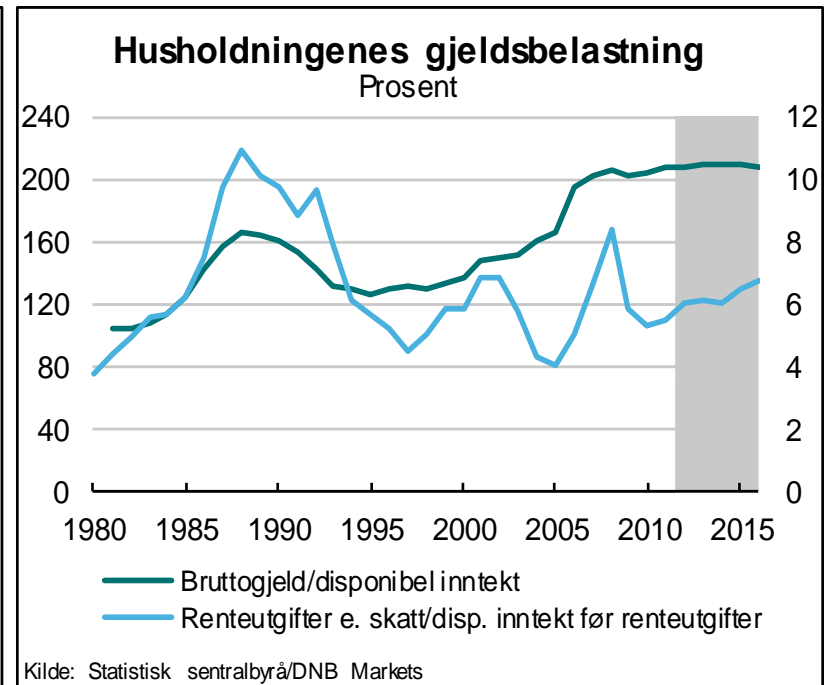
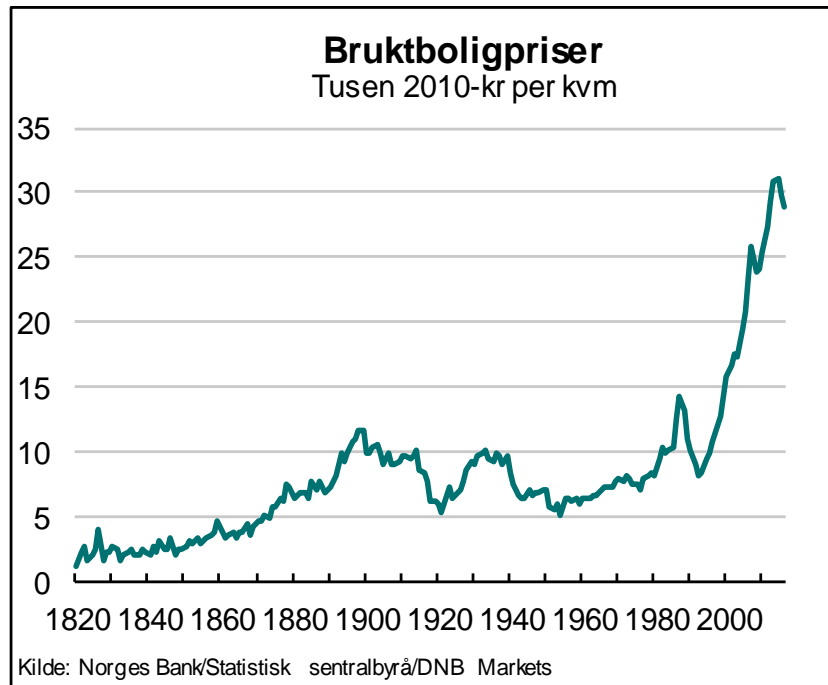
Hodepine 1: Tiltakende press & tapt k-evne

- Presset i norsk økonomi har tiltatt, spesielt i enkelte bransjer/regioner
- 2000-tallet har gitt en vedvarende svekkelse av Norges konkurranseevne



Hodepine 2: Høy gjeld/høye boligpriser

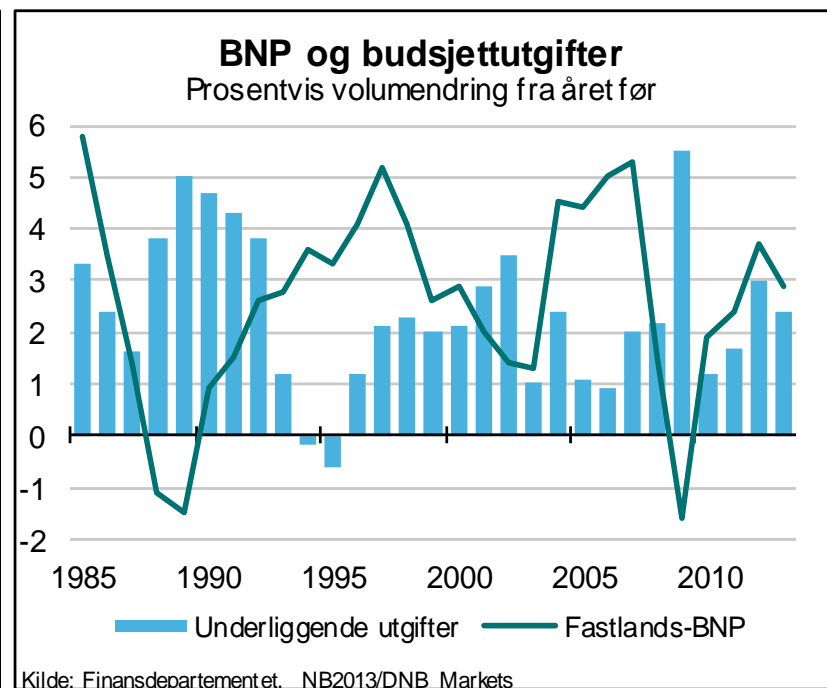
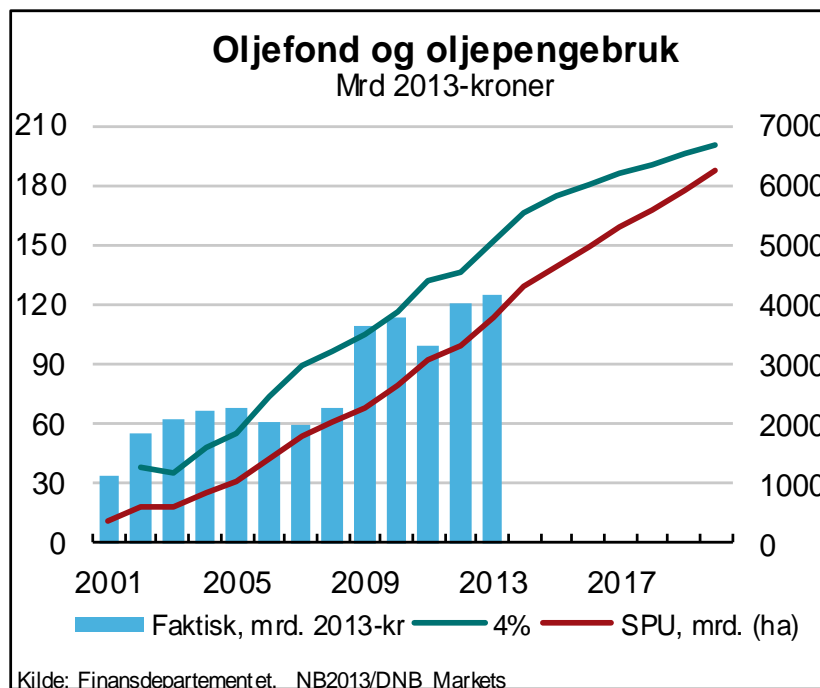
- Etter sterk vekst siden 1993 er inflasjonsjusterte boligpriser rekordhøye
- Bruttogjelden tilsvarende 2 ggr inntekten og andelen fastrente er svært lav
- Risiko for boblesprekk og/eller høy gjeldsbelastning som kan forsterke en nedtur. Farlig å stole på at *This time it's different*.



Norge

Budsjettpolitikken kommer ikke til å gjøre jobben

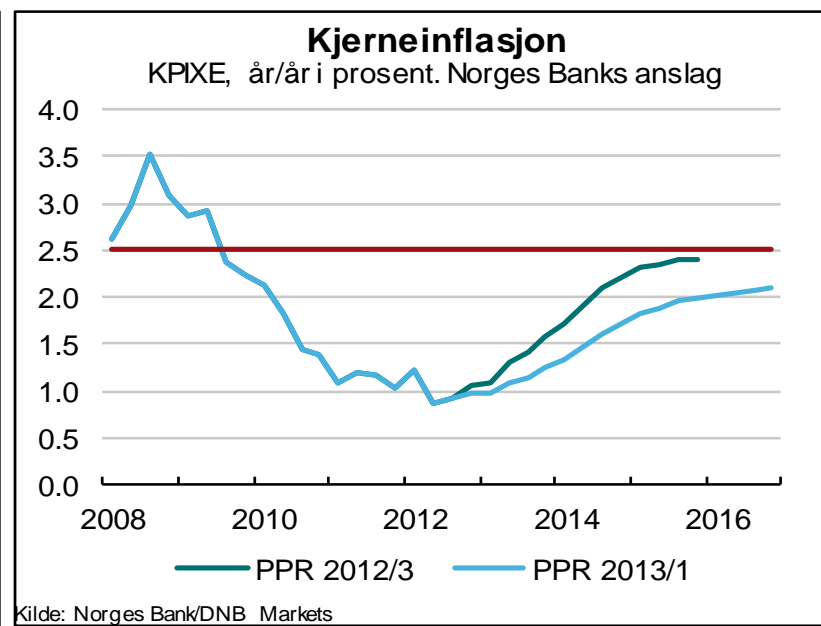
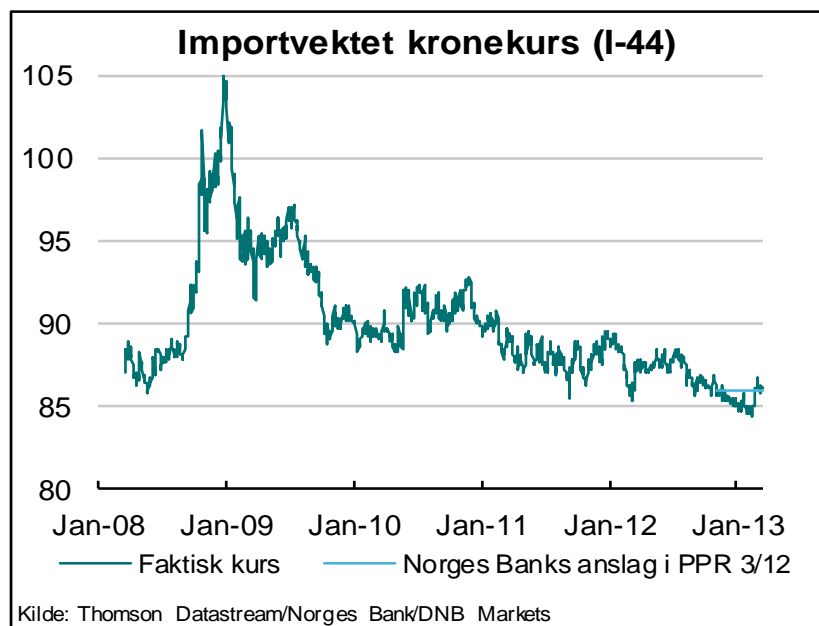
- Sigbjørn Johnsen: Handlingsregelen en regel for *innfasing av oljepenger*.
- Kan legge seg bakpå, men ikke unnlate å bruke. SPU vil ventelig øke fra 3900 mrd. nå til 6300 mrd. om syv år => 75 mrd. kroner mer å bruke.
- Ligger under nå. Lite sannsynlig med noen større tilstramning.



Norge

...og Norges Bank er hemmet av I44 og KPI

- Importveid kronekurs nær sterkeste nivå siden før devalueringen mai 1986
- Sammen med lav prisvekst utenlands og vridningseffekter holder det importprisveksten nede. Men også innenlandsk kjerneinflasjon er lav.
- En slags «benign neglect»: Når ikke målet på tre års sikt, og lever med det
- Men vanskelig for NB å heve med så lave renter rundt oss

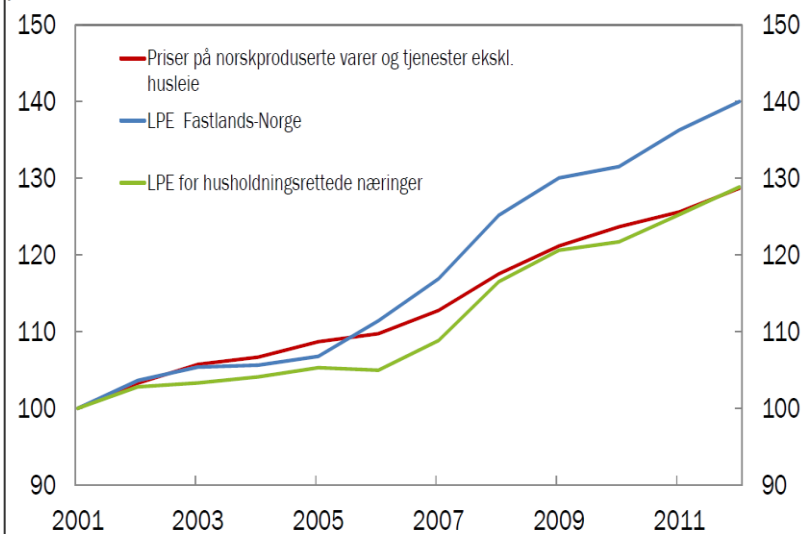


Norge

Ny forståelse av innenlandsk prisvekst

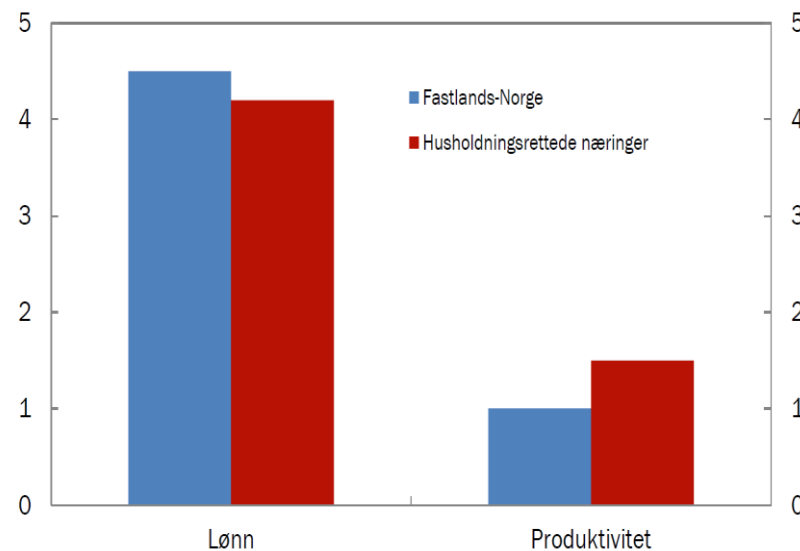
- LPE for Fastlands-Norge ikke relevant når man skal se på kostnadsimpulser til KPI
- Lager i stedet en LPE for husholdningsrettede næringer. Tracker innenlandsk KPI x husleie mye bedre. Viktig poeng: I disse næringene har presset vært mindre, lønnsveksten lavere og produktivitetsveksten høyere. Klarer også å modellere husleie og importert konsumprisvekst (men det får vi komme tilbake til i eget tema)

Figur 4: Lønnskostnader per produsert enhet (LPE) og priser på norskproduserte varer og tjenester utenom husleie i KPI-JAE. Indeks. 2001=100



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 5: Lønn per timeverk og produktivitet. Gjennomsnitt 2005-2012. Årsvekst. Prosent

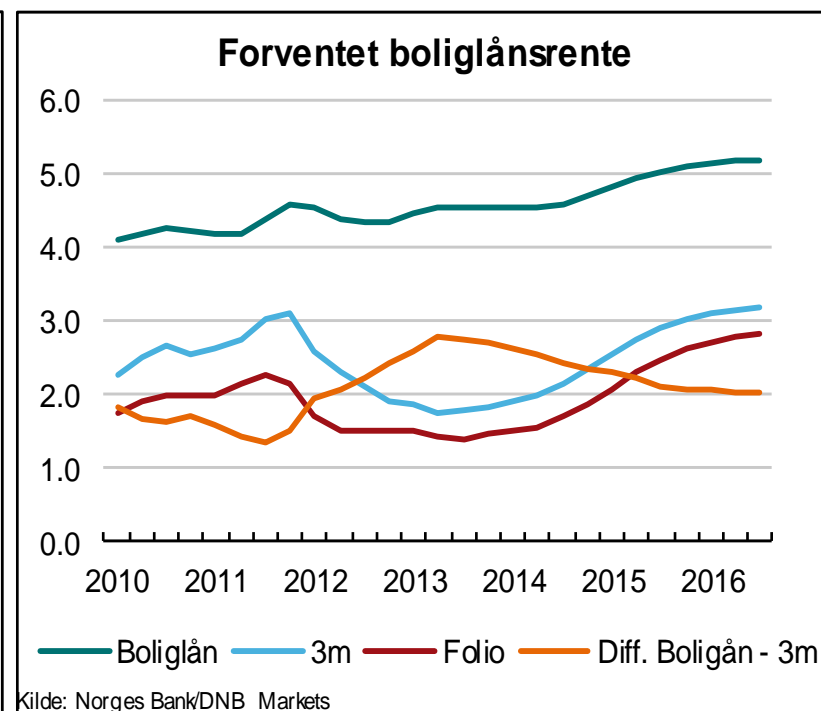
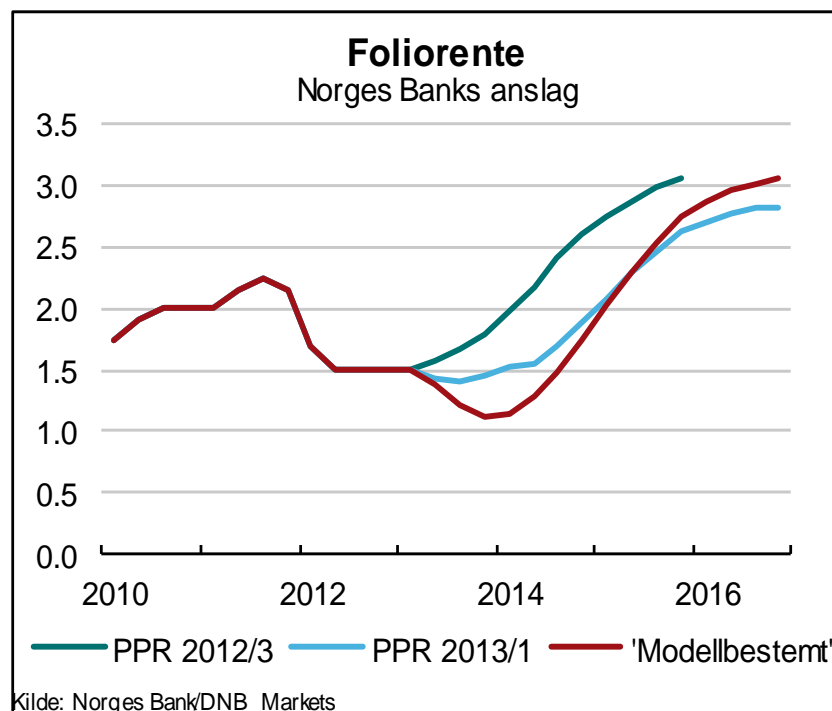


Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norge

Norges Bank: Utsetter, og utsetter

- **Ingen renteendring** – som ventet. **Strategiintervall på 1-2%** til og med 20. juni, dvs. at Norges Bank ikke ser for seg renteendringer 8. mai eller 20. juni.
- Men. **Rentebanen er vesentlig redusert**, på det meste (2014H2) med vel 70bp.
- Modellberegninger tilsier større kutt på kort sikt, men «skjønn» holder renten oppe

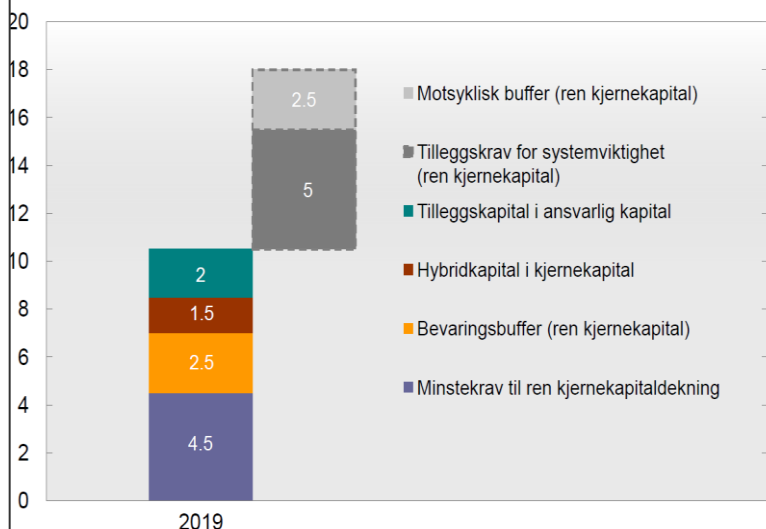


Norge

Løsningen: Stram til overfor bankene direkte

- 2010/2011: Finanstilsynets nye retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis.
- 2013 -> : Strengere kapitalkrav. Høyere risikovekter på boliglån – 35%?
- Motsyklisk kapitalkrav: Fra null i lavkonjunktur til 2,5% i høykonjunktur
- Basel III betyr økning i kjernekapitalkravet fra 6-7% til inntil 13% (<18%)

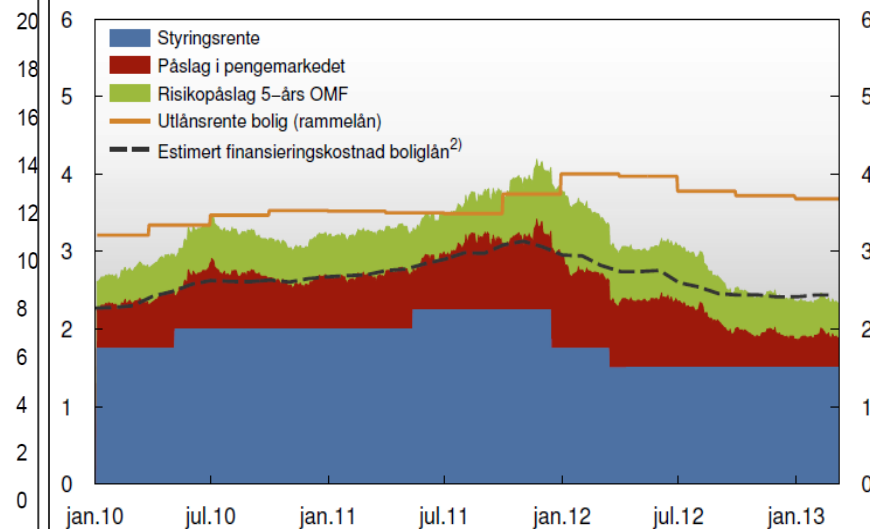
Figur 1.21 Potensielt minstekrav til ansvarlig kapital i en stor bank¹⁾ i 2019. I prosent av beregningsgrunnlag



1) Bank som er pålagt både maksimal motsyklisk buffer og maksimalt tilleggskrav for systemviktighet.

Kilder: Baselkomiteen for banktilsyn og Norges Bank

Figur 1.4 Utlånsrente boliglån¹⁾ og marginer. Prosent. 1. januar 2010 – 8. mars 2013



1) Utlånsrenten på rammelån med pant i bolig gitt av alle banker og kreditforetak i Norge

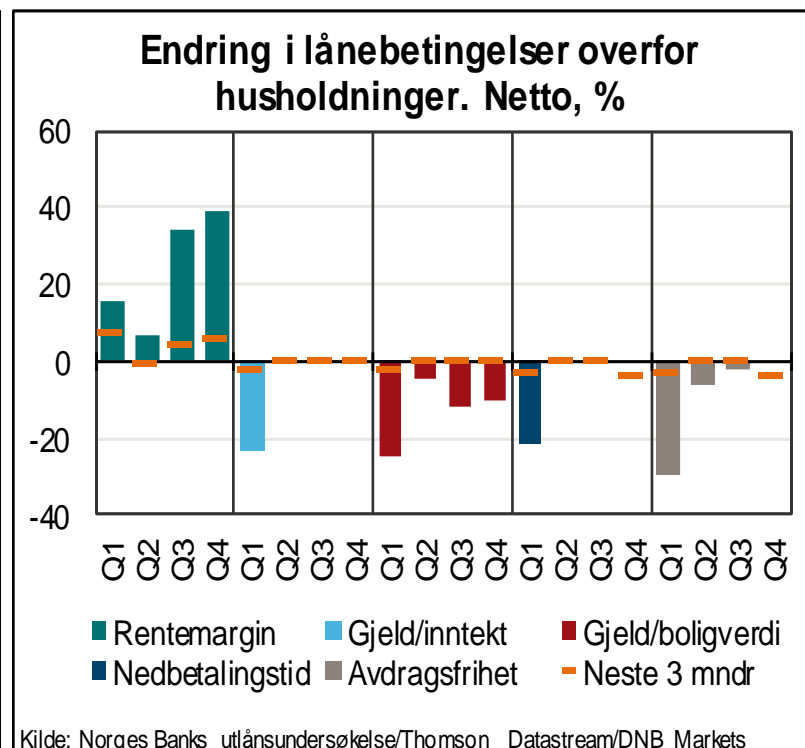
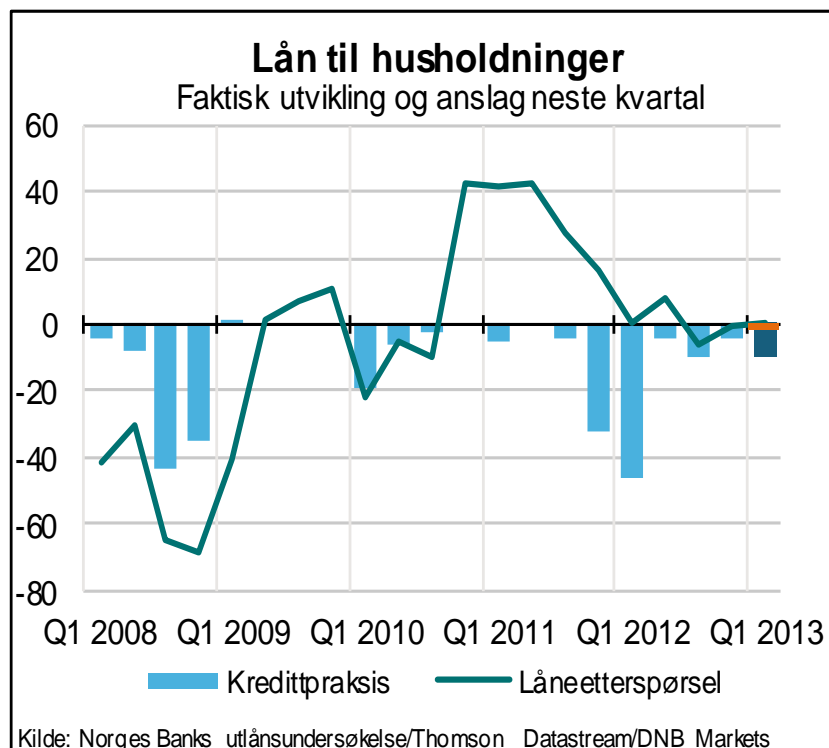
2) Estimert ut fra vektet rente på beholdning av OMF-lån og vektet innskuddsrente

Kilder: DNB Markets, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Norge

Bankene strammer til overfor husholdninger...

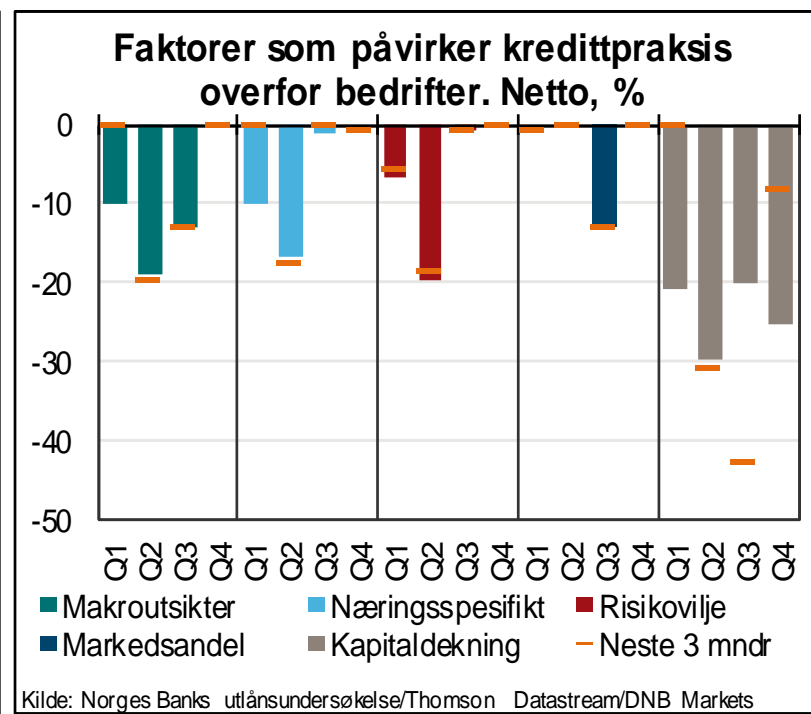
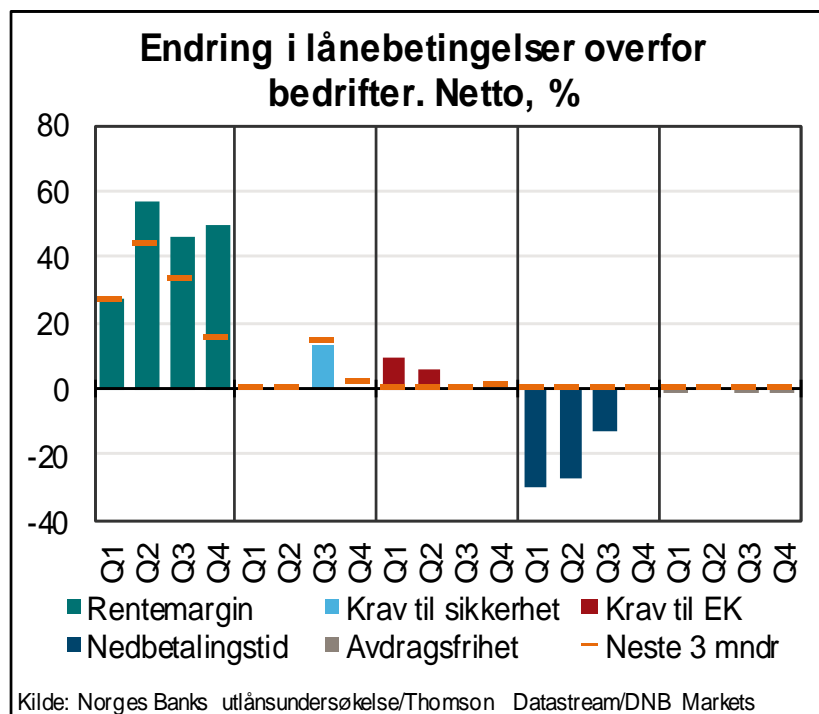
- Bankene strammet særlig mye til overfor husholdningene i 11Q4 og 12Q1
- Forsiktig innstramning etter dette. Tas særlig ut på rentemarginen (som samsvarer med renteutviklingen), og gjeld/boligverdi (skjerpet EK-krav).



Norge

...og bedrifter

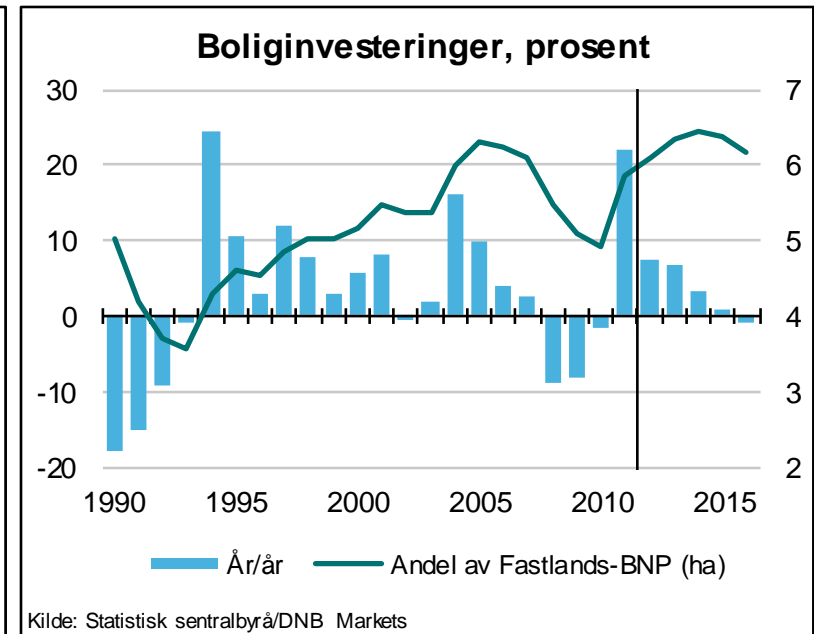
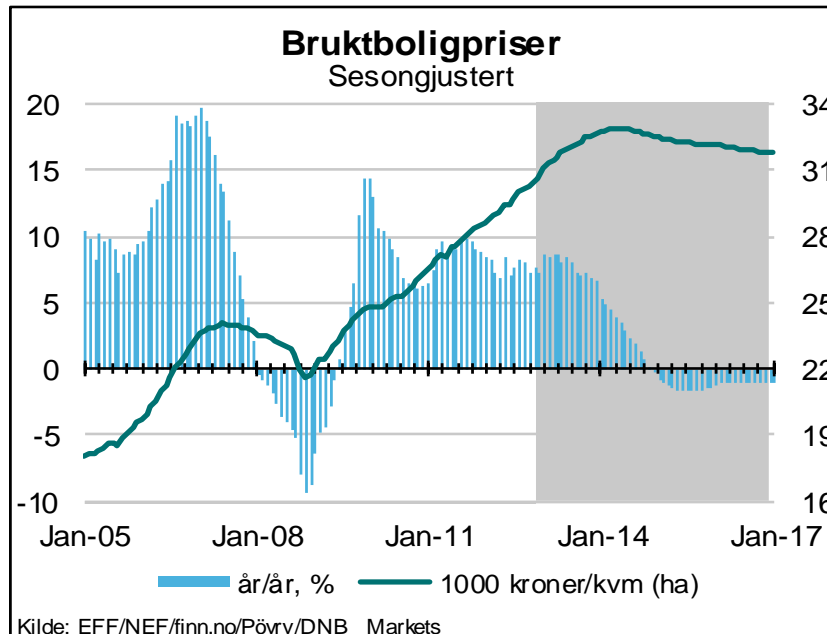
- Bankene har strammet til lånevilkårene overfor bedriftene siden 2011Q2, dvs. siden gjeldskrisen blusset opp igjen. Spesielt hva angår **rentemargin** og **nedbetalingstid**. Innstramningen avspeiler svakere **makro- og næringsspesifikke utsikter**, men særlig mål om høyere **kapitaldekning**.



Norge

Vi tror det kommer til å bite

- Vi venter at boligprisene når toppen våren 2014, for deretter å avta noe
- 7,5% vekst i år, 2,0% i 2014 og prisfall på hhv 1,5% og 1,0% i 2015-16
- Vil dempe boligangsetningen fra ganske høyt nivå: Vekst på 7% i år, 3% i 2014 og i praksis nullvekst 2015-16. Forsterkes av annenrundeeffekter – lavere jobb- og inntektsvekst og lavere nettoinnvandring.

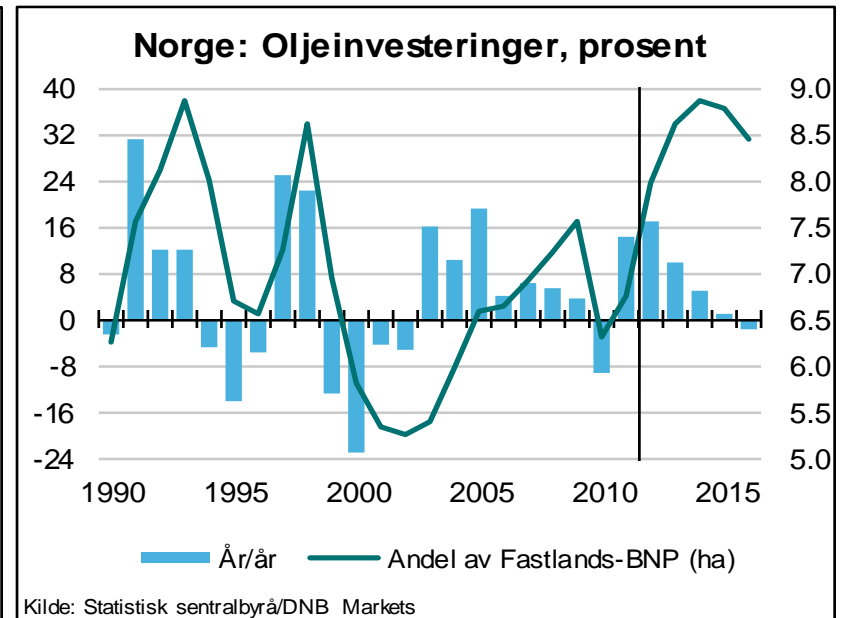
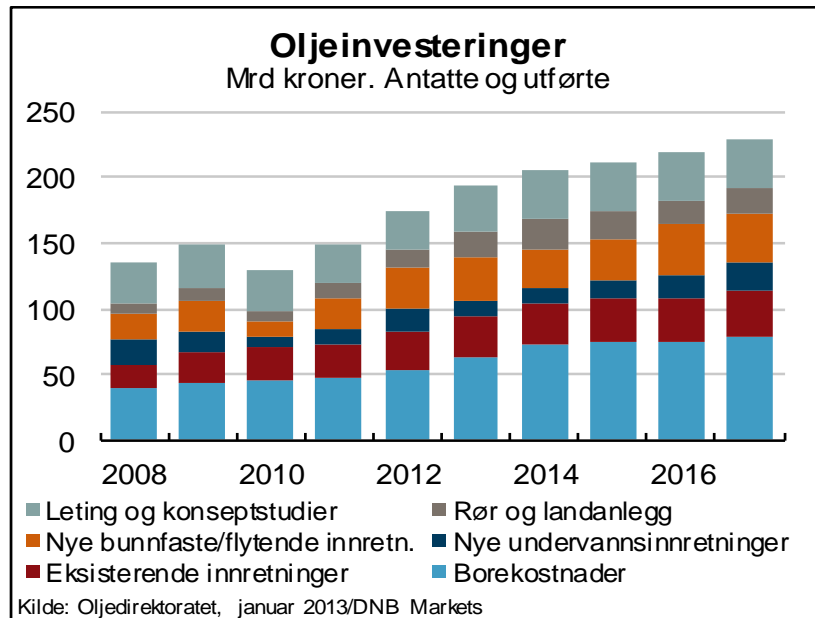




Norge

...i tillegg når oljeinvesteringene toppen...

- Oljedirektoratet anslår 11% volumvekst i år, og samlet sett 13% i 2014-16
- Men høyt aktivitetsnivå og press på kostnadssiden kan holde aktiviteten tilbake. Likeledes bidrar 3-4 \$ lavere reell oljepris årlig. Vi venter 10% i år, og 4% samlet i årene 2014-16, med topp i 2015. Aktivitetsnivået vil likevel være høyt, og driftsutgiftene vil ventelig fortsette å øke som andel av BNP



Norge

Tradisjonell eksport jobber i motbakke

- Tre firedeler av Norges handel er med kriserammede EU-land. I tillegg kommer svekkelse av konkurransekraften. Ifølge konjunkturbarometeret har eksportordrene avtatt det siste året. Ifølge NHOs markedsindeks er det aktivitetsnedgang for eksportintensive virksomheter.
- Vi anslår nullvekst i trad. eksport i år, 1,7% vekst i 2014 og 4% i 2015-16

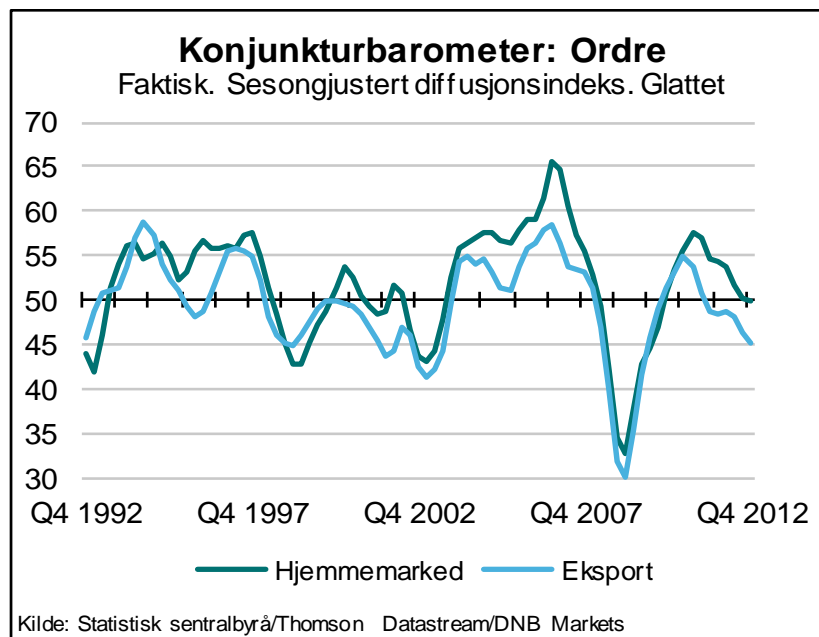
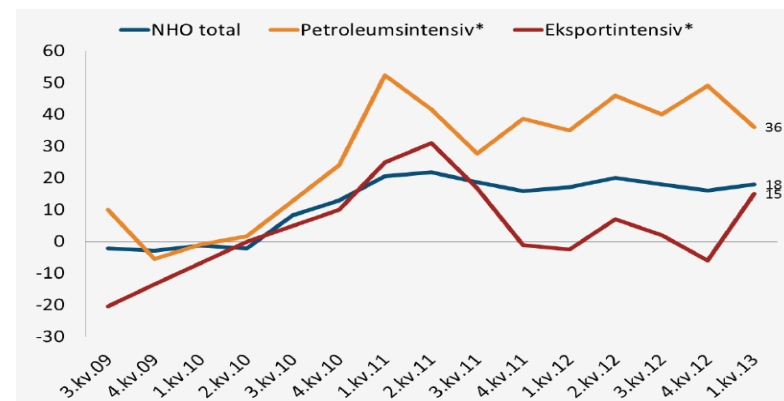


Fig 2.2 NHOs markedsindeks - bedrifter inndelt etter hvor de leverer

Vurdering av den generelle markedsituasjonen i øyeblikket. Differanse mellom andel bedrifter som er positive og negative.



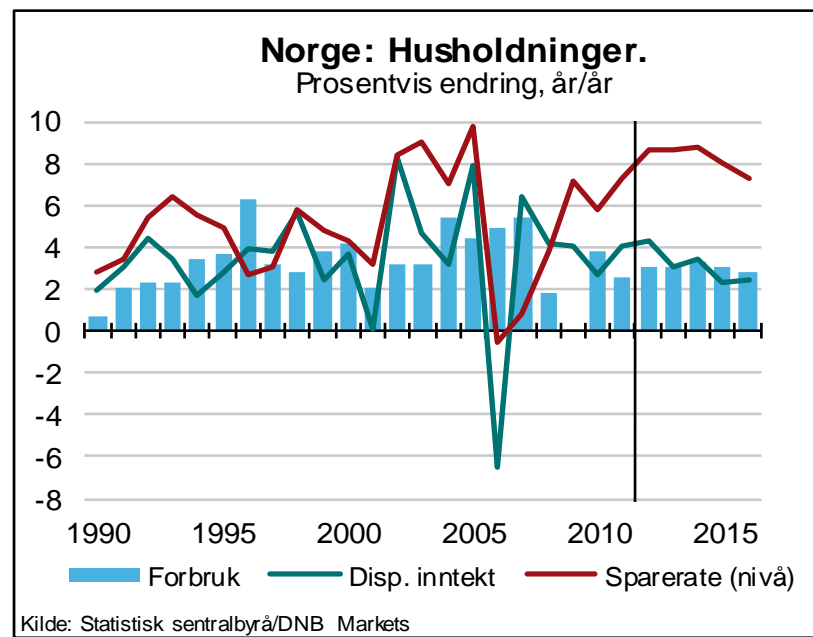
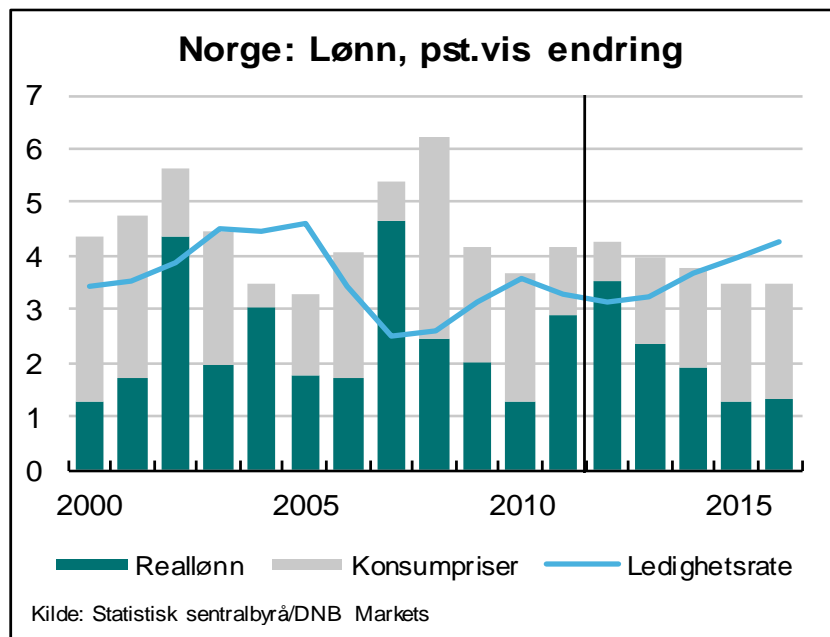
Kilde: NHO

* Bedrifter på tvers av næringer som oppgir å ha over 25 prosent omsetning til henholdsvis petroleumsnæringen eller eksport.

Norge

...mens husholdningene prioriterer sparing

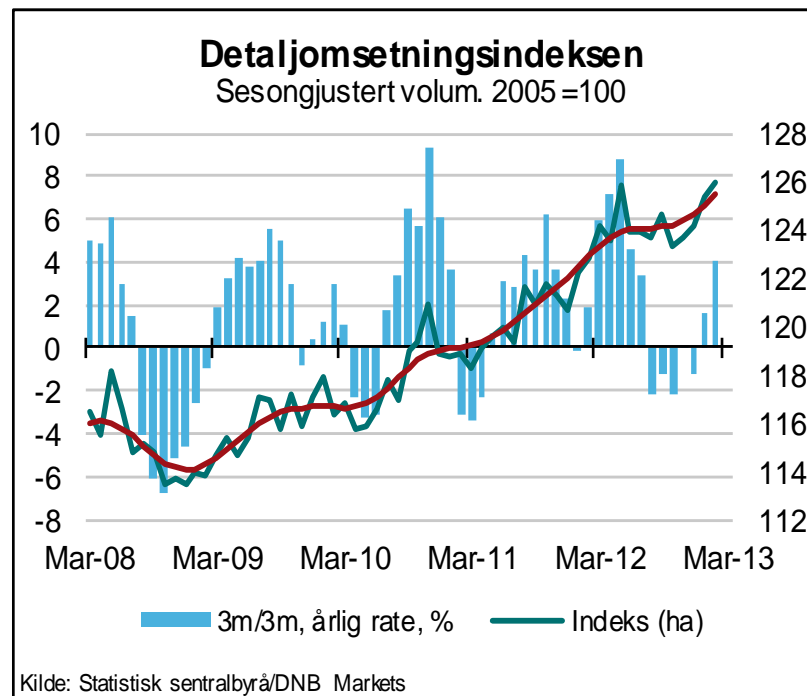
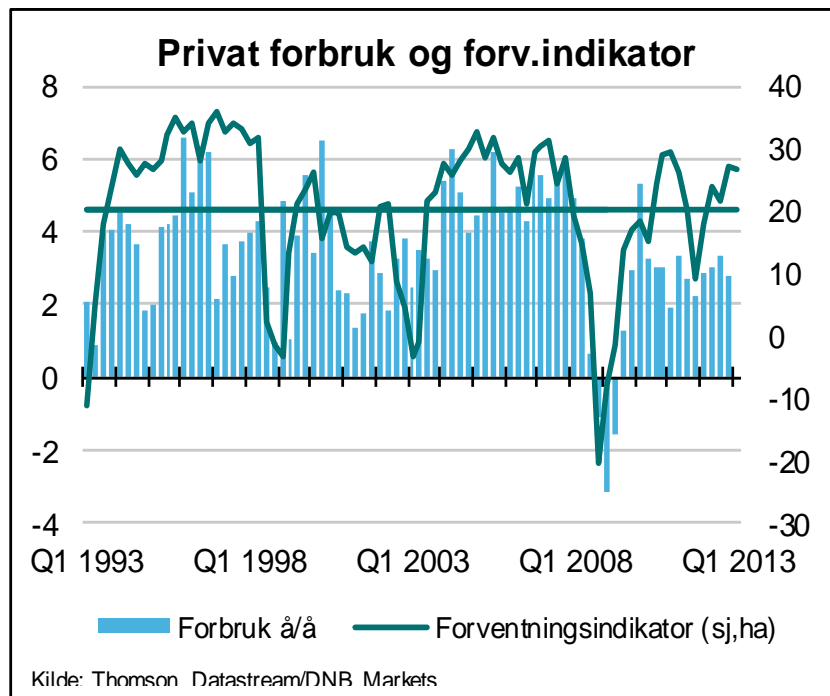
- Arbeidstilbudsveksten blir lavere fremover pga. lavere innvandring, men ikke lav nok til å hindre 35 000 flere ledige i 2016. Raten fra 3,2% til 4,3%
- Høyere ledighet og forverring av bytteforholdet pga. lavere oljepris tilsier lavere lønnsvekst fremover. Vi venter 3¾-4% i 2013-14 og 3½% i 2015-16
- **Inntekstveksten** vil bremse, men litt lavere sparing holder forbruket oppe



Norge

Husholdningene: God stemning, men

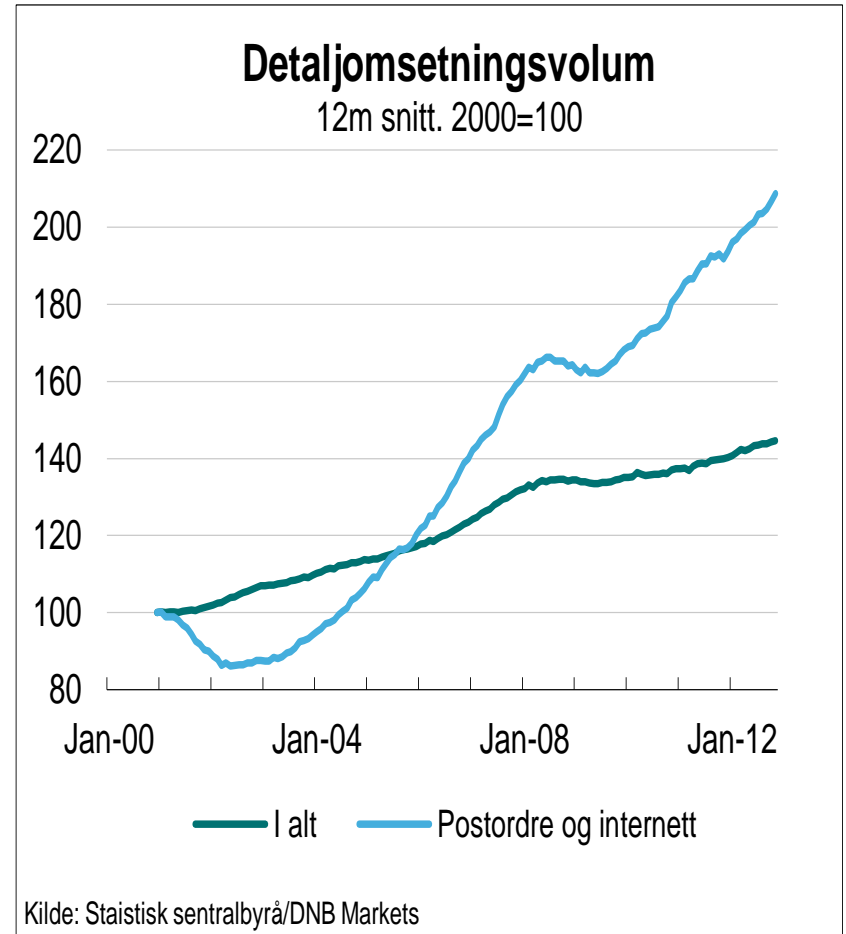
- Forbrukertilliten er tett på toppnoteringer. Dagens nivå har historisk falt sammen med forbruksvekst over 4%. Svakere enn dette nå, selv om de siste tallene har vært sterke. Sliter litt med å forstå det som skjer. Mer konsum utenlands? Netthandel? Økt sparing? Svakere makro?



Norge

Internett kommet for å bli

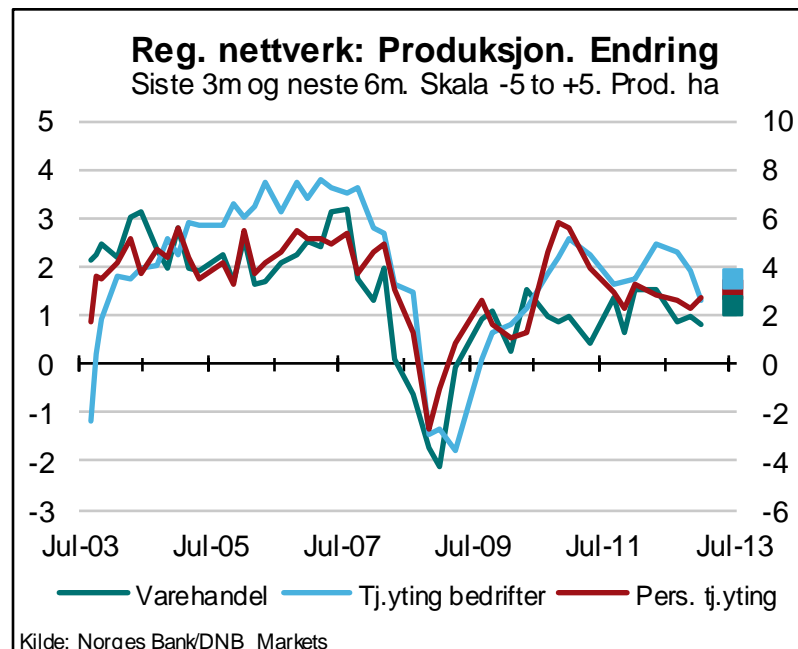
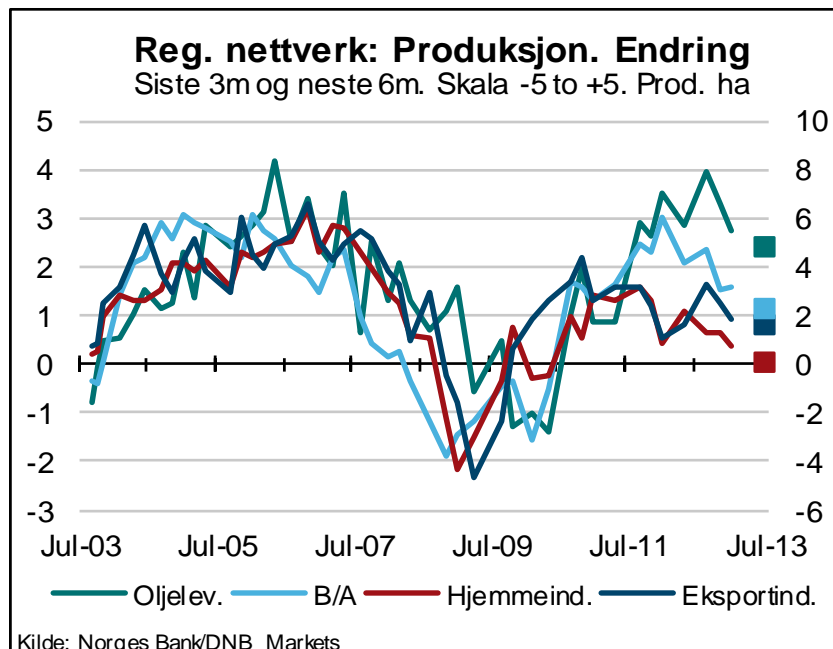
- Siden 2005 har detaljomsetningen steget med 3,0%/år i gjennomsnitt, mens postordre og handel over internett har steget med 8,2%/år i følge SSBs tall.
- Grensehandelen utgjør nå 12 mrd. kroner pr. år, dvs. 3% av samlet detaljomsetning.
- Detaljhandel utenom utsalgssted utgjorde 11,4 mrd. (2,8%) i 2011. Dvs. 5 pp sterkere vekst her kan forklare 0,2 pp på totalen. (Men dette er med i indeksen.)



Norge

Regionalt nettverk: Bremses på «bred basis»

- En liten økning for bygg/anlegg og personlig tj.yting, men nedgang for øvrige bransjer. Størst brens for oljeleverandører og bedriftsrettet tj.yting
- **Forventet produksjonsvekst** neste 6 måneder ligger lavere enn faktisk for vareproduserende, og høyere for tjenesteytende. Hjemmeindustrien venter nullvekst

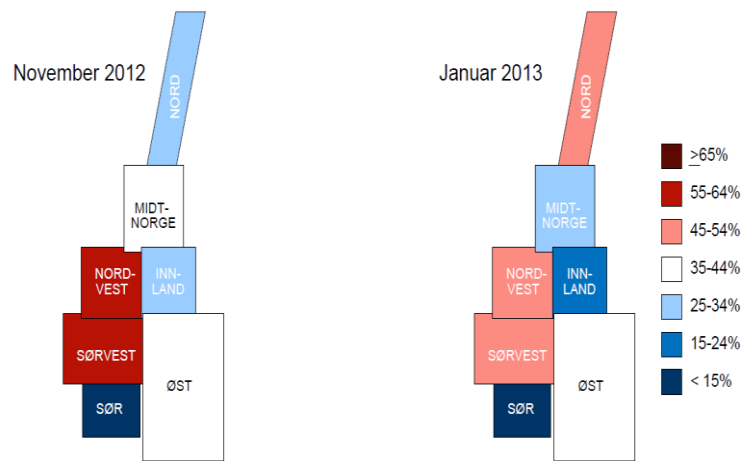


Norge

...også regionalt

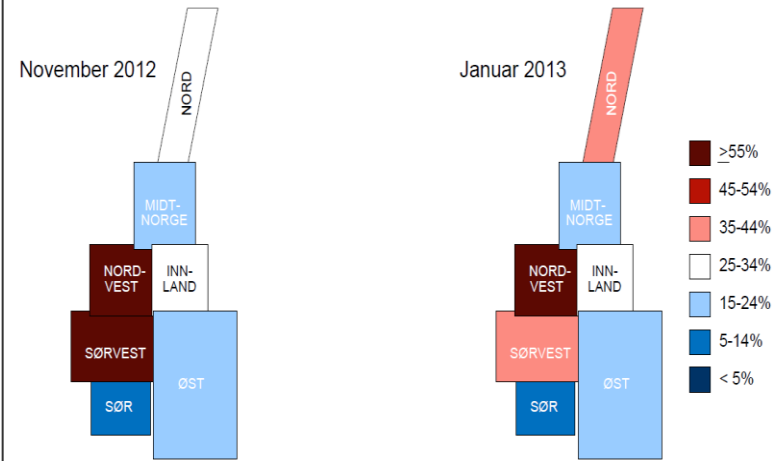
- **Stort sett kjøligere:** Bare i nord er presset økende fra november til januar. I nord, nordvest og sørvest svarer 1 av 2 bedrifter at kapasiteten er presset, i innlandet 1 av 5. **Mangelen på arbeidskraft** er størst i de samme tre landsdeler: Her bremses én av to av tilgang på (kvalifisert) arbeidskraft. Nord er eneste opp. I sør én av ti.

1.7 Kapasitetsproblemer. Alle regioner. Aggregert
Andel av kontaktbedrifter som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en vekst i etterspørselen



Kilde: Norges Banks regionale nettverk

1.8 Tilgang til arbeidskraft. Alle regioner. Aggregert
Andel av kontakter som svarer at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen

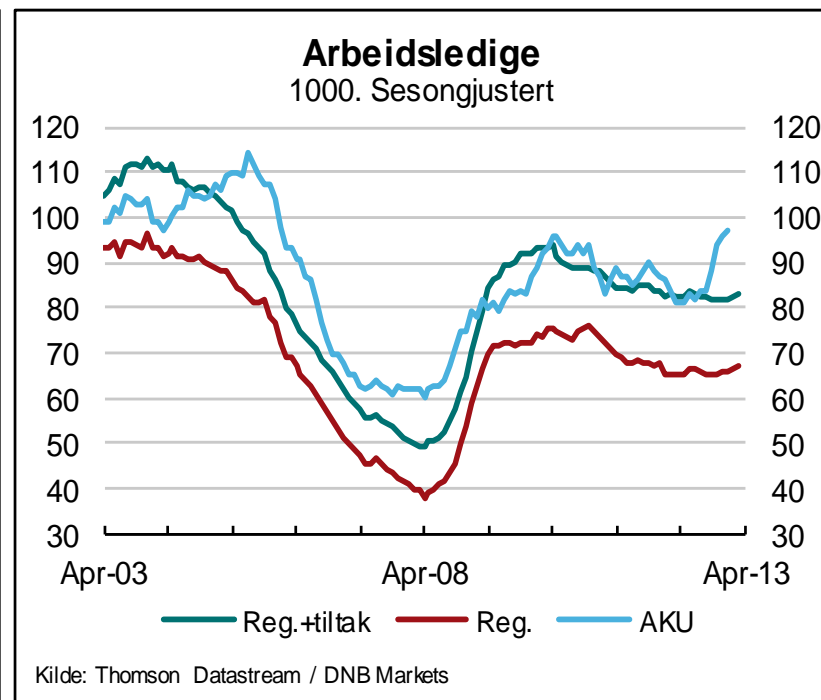
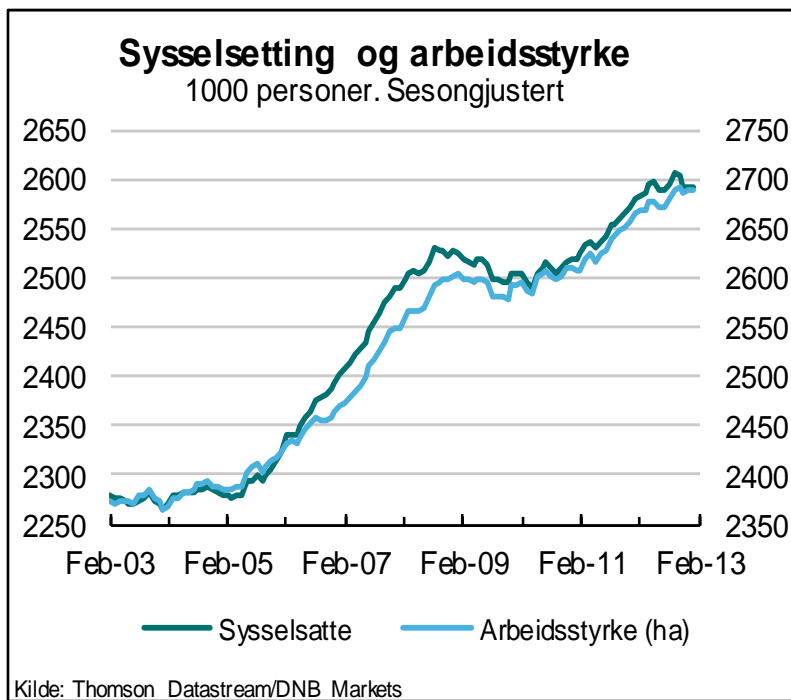


Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Norge

Sterk jobbvekst, lite ledighetsfall

- Vel 300' flere jobber siden medio 2005, tilsvarende underliggende vekst på solide 1,6%. Siste tre år er samlet vekst på 90', tilsvarende 1,2%.
- Men **klare tegn til oppbremsing**. Bare 0,3% årlig rate siste halvår. Og ledighetsnedgangen har åpenbart stanset opp.
- Vi anslår 1,4% i år og 0,5-0,7% i 2014-16. Ledigheten opp til 4,3% i 2016

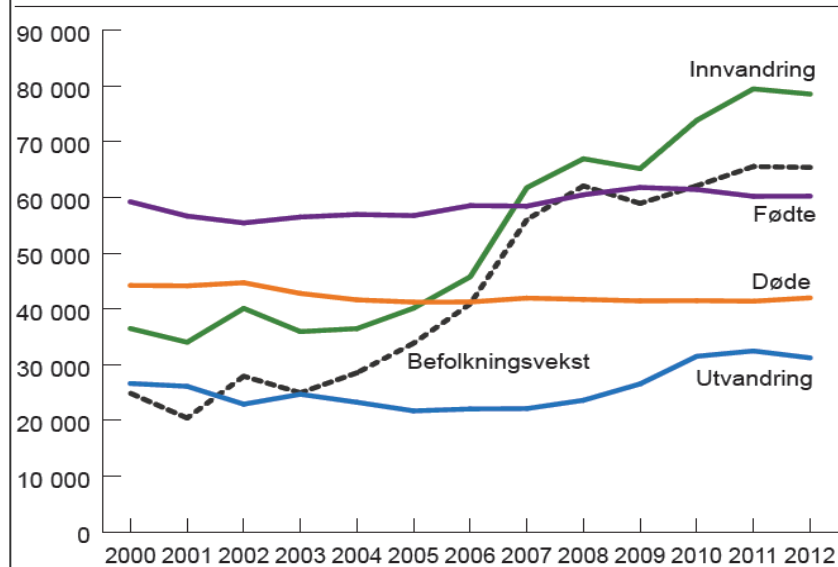


Norge

Vår nye joker: Innvandringen

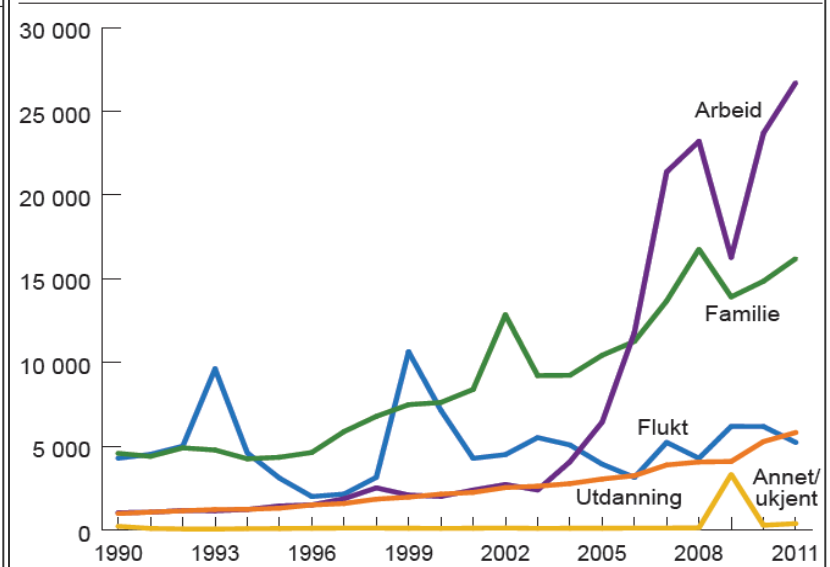
- Befolkningen vokste med nær rekordhøye **65400 personer (1,3%) i fjor**
- **18000 flere fødte enn døde**. Fruktbarhet 1,85. Forventet levealder 79,4 for menn (et halvt år mer enn i 2011) og 83,4 for kvinner (uendret).
- **Nettoinnvandring på 47300**. De fleste pga. jobb, el. familiegjenforening

Figur 4.1. Fødte, døde, innvandring, utvandring og befolkningsvekst. 2000-2012



Kilde: Statistisk sentralbyrå, Folkemengd og kvartalsvise befolkningsendringer.

Figur 4.4: Innvandring etter innvandringsgrunn og innvandringsår, ikke-nordiske borgere. 1990-2011



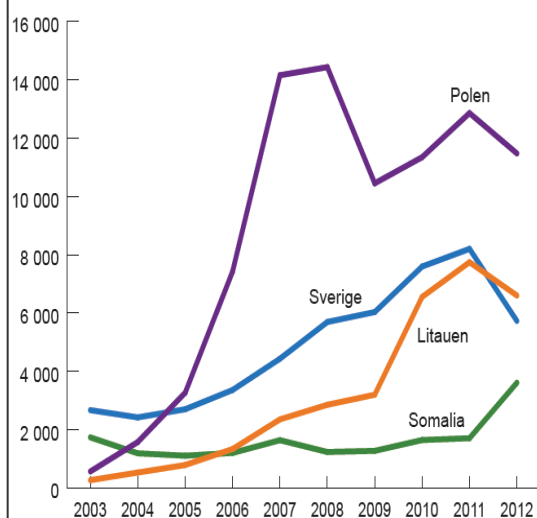
Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Norge

Eurokrisen øker arbeidstilbudet i Norge

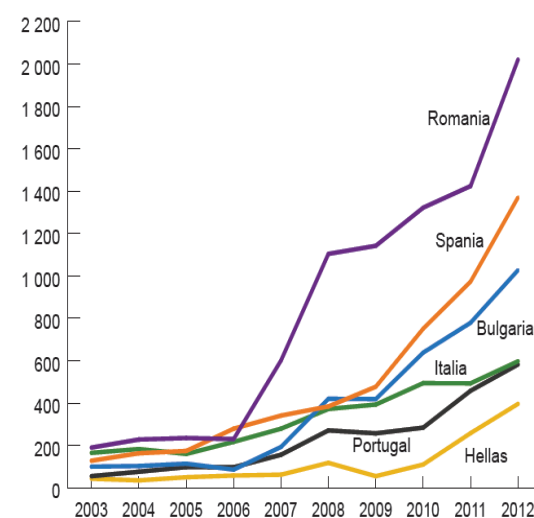
- **Flest polakker** (ca 12000). Mange, men færre, svensker. Sterk økning for øst- og sydeuropeere, men fra lave nivåer. PIGS+RM+BG < Polen.
- Stopper Norge uten innvandring? Ja, på kort sikt. Mange i pressområder, kan avhjelpe lokal/yrkesmessig knapphet. Nei, på lang sikt. BNP/capita øker bare dersom innv

Figur 4.2. Største innvandringsland i 2012 etter statsborgerskap, utvikling fra 2003



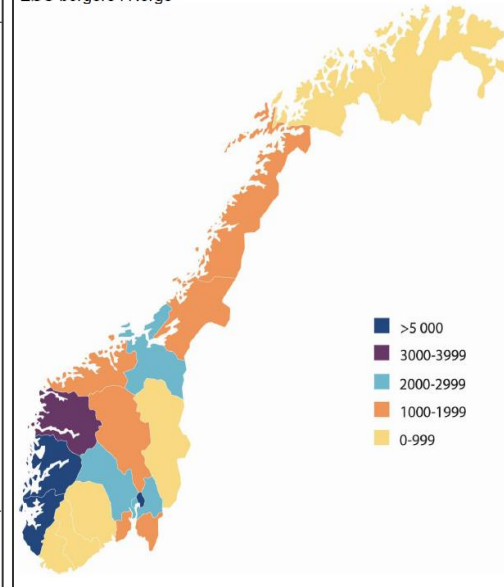
Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Figur 4.3. Innvandring av statsborgere fra land i Sør- og Øst-Europa. 2003-2012



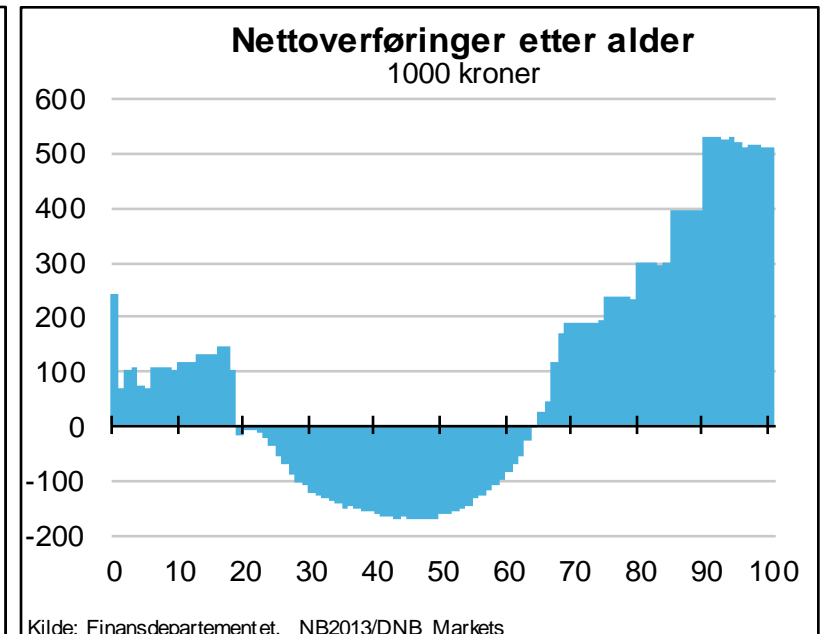
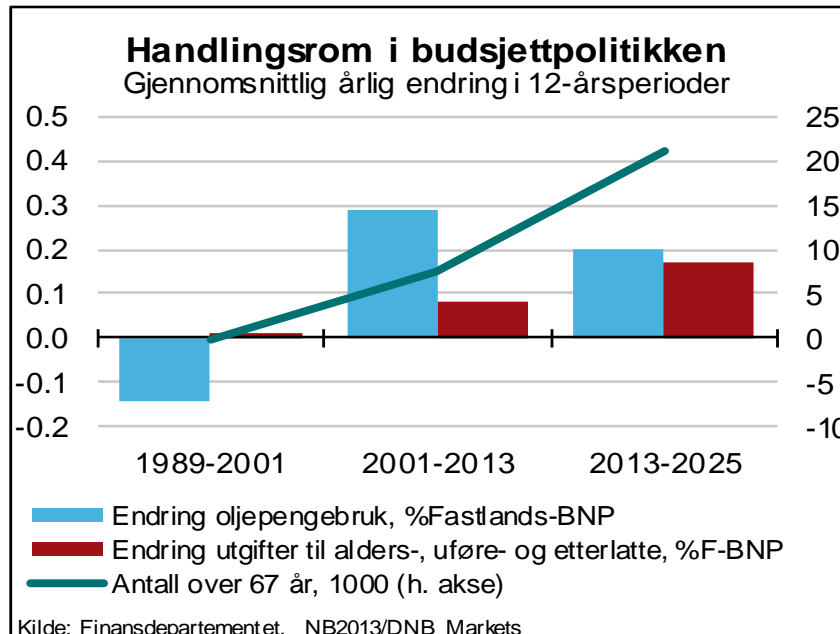
Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Arbeidsregistreringer for EØS-borgere i Norge



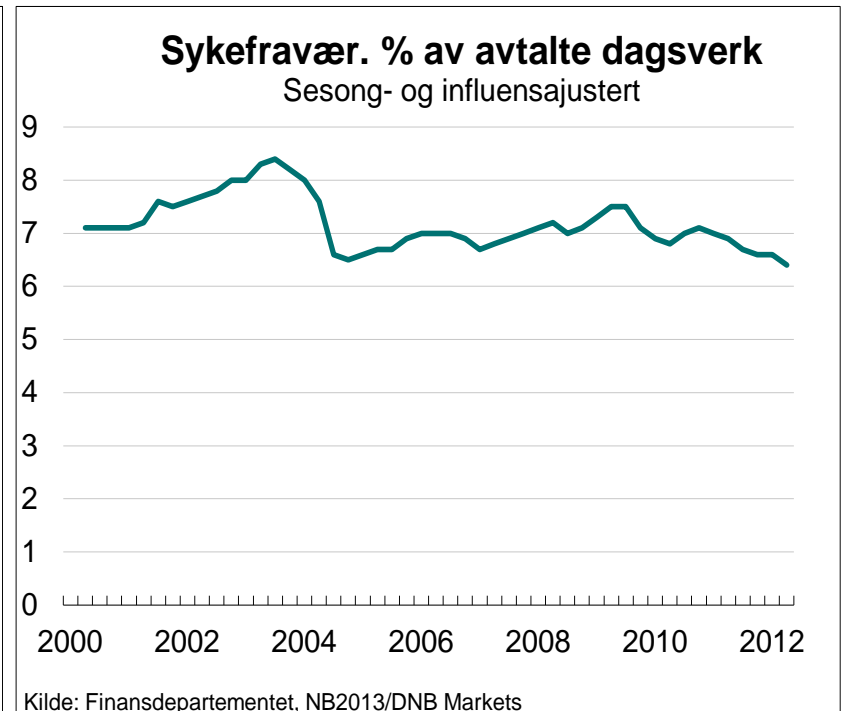
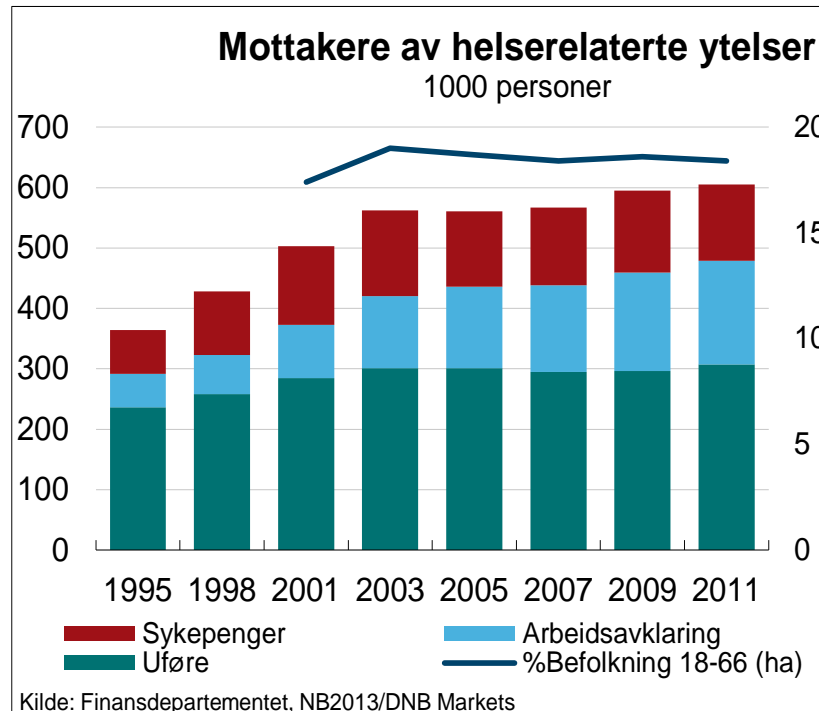
Budsjettmessig handlingsrom snevres inn

- Eldrebølgen (babyboomerne) kommer nå: Fra nullvekst i antall over 67 fra 1989 til 2001, til 8' flere pr år 2001-13, til 21' flere 2013-25.
- Fra fylte 65 går folk over fra netto bidragsytere til netto mottakere
- Etter noen år med stort handlingsrom i budsjettpolitikken, snevres rommet inn fremover. Et godt tidspunkt å gi fra seg regjeringsansvaret?



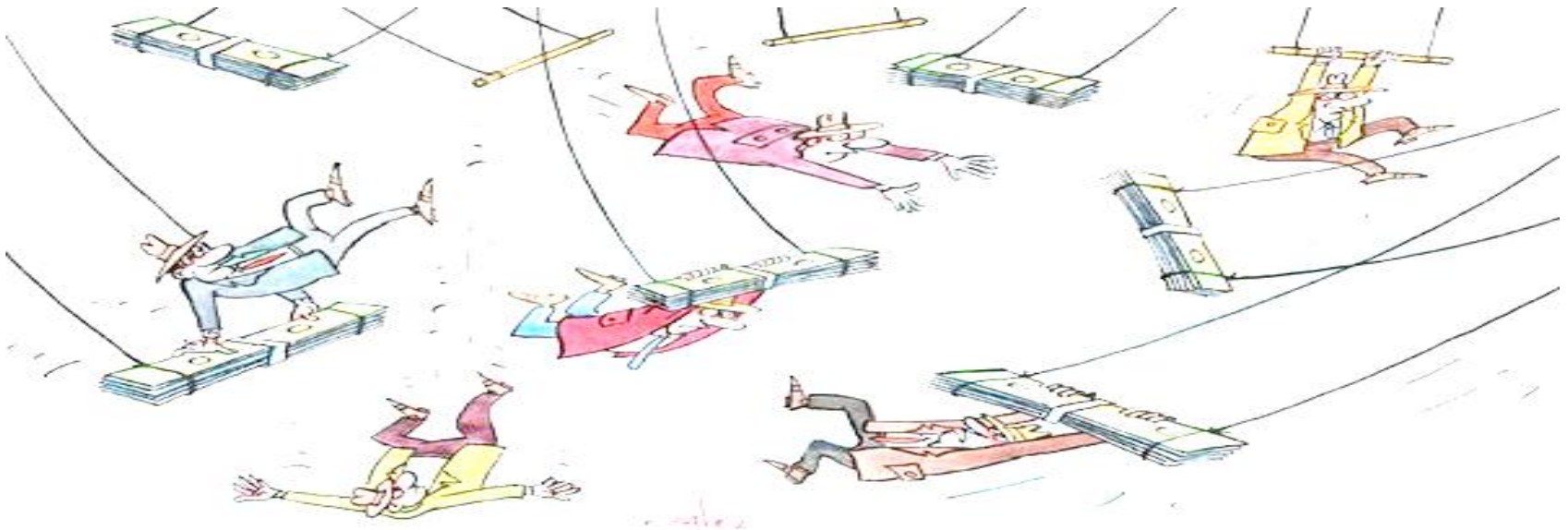
...men utstøtingsveksten synes å ha bremsset

- 605' i arbeidsfør alder er uføre eller mottar arbeidsavklaringspenger (tidligere attføring) eller sykepenger. Tilsvarener nesten én av fem (18%).
- Andelen er meget høy, men trøsten er at veksten synes å ha stanset, noe som også speiles i sesong- og influensajustert sykefravær



Mange kilder til bom

1. Internasjonal kollaps – se foran
2. Kroneappresieringen stanser ikke
3. Spareraten faller mer enn antatt
4. Kreves sterkere lut for å stagge boliggetterspørselen
5. Oljeinvesteringene fortsetter å øke





Takk for meg! Spørsmål?

DNB

Renteprognosene

Styringsrenter

Land	18-Mar-13			
	19-Mar-13	Jun-13	Sep-13	Mar-14
USA: Fed Funds Target	0.25	0.25	0.25	0.25
Japan: Dag-til-dag	0.10	0.10	0.10	0.10
Euroland: Reporente	0.75	0.75	0.75	0.75
Storbritannia: Bank rate	0.50	0.50	0.50	0.50
Sverige: Reporente	1.00	1.00	1.00	1.00
Norge: Foliorente	1.50	1.50	1.50	1.50
Sveits: 3M Libor CHF	0.13	0.13	0.13	0.13

Tre måneders pengemarkedsrenter

Land	18-Mar-13			
	19-Mar-13	Jun-13	Sep-13	Mar-14
USA	0.28	0.35	0.35	0.35
Japan	0.16	0.20	0.20	0.20
Euroland	0.21	0.25	0.25	0.25
Storbritannia	0.51	0.60	0.60	0.60
Sverige	1.24	1.20	1.20	1.20
Norge	1.85	1.85	1.85	1.85
Sveits	0.02	0.13	0.13	0.13

Ti års swaprenter

Land	18-Mar-13			
	19-Mar-13	Jun-13	Sep-13	Mar-14
USA	2.05	2.00	2.00	2.50
Japan	0.73	1.00	1.00	1.00
Euroland	1.70	1.75	1.75	2.00
Storbritannia	2.00	2.00	2.00	2.25
Sverige	2.38	2.25	2.25	2.50
Norge	3.19	3.25	3.25	3.50
Sveits	1.16	1.00	1.00	1.50

Kilde: DNB Markets

DNB Markets' valutaprognooser

Valutakurser				18-Mar-13
Kurs	19-Mar-13	Jun-13	Sep-13	Mar-14
EURNOK	7.51	7.40	7.40	7.40
USDJPY	95.4	92.0	95.0	100.0
EURUSD	1.29	1.32	1.34	1.37
EURGBP	0.86	0.85	0.86	0.87
EURSEK	8.33	8.40	8.45	8.60
EURCHF	1.22	1.22	1.25	1.27
USDCNY	6.22	6.23	6.23	6.23

Valutakurser (beregnet)				18-Mar-13
Kurs	19-Mar-13	Jun-13	Sep-13	Mar-14
SEKNOK	90.1	88.1	87.6	86.0
USDNOK	5.81	5.61	5.52	5.40
GBPNOK	8.76	8.71	8.60	8.51
JPYNOK	6.09	6.09	5.81	5.40
DKKNOK	101	99	99	99
CHFNOK	613	607	592	583
TWI	92.5	91.1	90.5	89.5

Kilde: DNB Markets

Detaljerte vekstanslag, Norge

Makroøkonomiske nøkkeltall. Norge

	2013	2014	2015	2016
Privat forbruk	3.1	3.2	3.0	2.7
Offentlig forbruk	1.9	1.1	1.1	1.1
Oljeinvesteringer	10.0	5.0	1.0	-2.0
Fastlandsinvesteringer	2.9	2.9	3.5	3.3
Trad. vareeksport	0.0	1.7	3.5	4.6
Trad. vareimport	5.6	5.4	4.6	3.8
BNP	1.2	1.5	1.6	1.6
- Fastlands-Norge	2.4	2.0	2.1	2.0
Sysselsetting	1.4	0.7	0.6	0.5
Arbeidsledighet (AKU)	3.2	3.7	4.0	4.3
Årslønn	4.0	3.8	3.5	3.5
KPI	1.6	1.9	2.2	2.2
KPI-JAE	1.2	1.5	1.8	1.9
Sparerate	8.6	8.7	8.1	7.3
Boligpris	7.5	2.0	-1.5	-1.0
3m NIBOR	1.9	1.9	2.4	3.1

Kilde: Statistisk sentralbyrå/DNB Markets Jan 2013

Detaljerte vekstanslag, internasjonalt

BNP. Prosentvis endring fra året før							
Land/område	PPP-vekt	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Verden	100.0	4.0	3.3	3.5	4.0	4.0	3.9
USA	18.9	1.8	2.3	2.5	3.0	2.7	2.3
Canada	1.7	2.4	2.0	2.3	2.8	2.5	2.5
Brasil	2.9	2.9	1.2	2.0	3.0	3.5	4.0
Eurosonen	13.7	1.5	-0.4	0.3	1.6	1.7	1.6
Tyskland	3.9	3.1	1.0	1.0	1.9	1.8	1.6
Frankrike	2.7	1.7	0.2	0.6	1.7	1.9	2.1
Italia	2.2	0.6	-2.0	-0.3	0.9	1.7	1.8
Spania	1.7	0.4	-1.3	-1.0	1.5	1.8	2.0
Finland	0.2	2.7	0.0	1.1	2.6	2.2	2.1
Storbritannia	2.8	0.8	0.0	0.7	1.4	1.9	2.1
Sverige	0.5	3.8	1.0	0.7	2.6	2.7	2.5
Danmark	0.3	1.1	-0.4	1.3	1.8	1.9	2.0
Fastl.-Norge	0.3	2.5	3.5	2.4	2.0	2.1	2.0
Sveits	0.4	2.1	0.9	1.4	1.6	1.8	1.8
Polen	1.0	4.3	2.7	2.0	3.0	3.0	3.0
Estland	0.0	7.6	3.0	2.5	3.5	5.0	5.0
Latvia	0.0	5.5	4.7	2.8	3.5	5.0	5.0
Litauen	0.1	5.9	3.0	2.0	3.0	5.0	5.0
Russland	3.0	4.3	3.5	3.0	3.5	3.5	3.5
Kina	15.0	9.2	7.7	7.5	7.0	7.0	7.0
India	5.7	7.6	5.7	6.5	7.5	7.5	7.5
Japan	5.6	-0.5	2.0	0.6	1.1	0.4	0.5
Sør-Korea	2.0	3.6	2.3	3.0	3.5	3.5	3.5
Øvrige land	26.1	4.7	4.1	4.3	4.5	4.5	4.5
Industriland	50.2	1.5	1.2	1.4	2.1	1.9	1.8
Fremvoksende	49.8	6.2	5.4	5.6	5.7	5.8	5.8
Norges handelsp.		1.8	0.3	0.7	1.9	2.0	1.9

Kilde: DNB Markets

Important/Disclaimer

- This note (the “Note”) must be seen as marketing material and not as an investment recommendation within the meaning of the Norwegian Securities Trading Act of 2007 paragraph 3-10 and the Norwegian Securities Trading Regulation 2007/06/29 no. 876. The Note has been prepared by DNB Markets, a division of DNB Bank ASA, a Norwegian bank organized under the laws of the Kingdom of Norway (the “Bank”), for information purposes only. The Note shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. The Bank, its affiliates, and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (individually, each a “DNB Party”; collectively, “DNB Parties”) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Note. DNB Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, nor for the results obtained from the use of the Note, nor for the security or maintenance of any data input by the user. The Note is provided on an “as is” basis. DNB PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE NOTE’S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE NOTE WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall DNB Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Note, even if advised of the possibility of such damages. Any opinions expressed herein reflect the Bank’s judgment at the time the Note was prepared and DNB Parties assume no obligation to update the Note in any form or format. The Note should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. No DNB Party is acting as fiduciary or investment advisor in connection with the dissemination of the Note. While the Note is based on information obtained from public sources that the Bank believes to be reliable, no DNB Party has performed an audit of, nor accepts any duty of due diligence or independent verification of, any information it receives. Confidentiality rules and internal rules restrict the exchange of information between different parts of the Bank and this may prevent employees of DNB Markets who are preparing the Note from utilizing or being aware of information available in DNB Markets/the Bank which may be relevant to the recipients of the Note.
- The Note is not an offer to buy or sell any security or other financial instrument or to participate in any investment strategy. Distribution of material like the Note is in certain jurisdictions restricted by law. Persons in possession of the Note should seek further guidance regarding such restrictions before distributing the Note.
- The Note is for clients only, and not for publication, and has been prepared for information purposes only by DNB Markets - a division of DNB Bank ASA registered in Norway with registration number NO 984 851 006 (the Register of Business Enterprises) under supervision of the Financial Supervisory Authority of Norway (Finanstilsynet), Monetary Authority of Singapore, the Chilean Superintendent of Banks, and on a limited basis by the Financial Services Authority of UK. Information about DNB Markets can be found at dnb.no.
- **Additional information for clients in Singapore**
- The Note has been distributed by the Singapore branch of DNB Bank ASA. It is intended for general circulation and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. You should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any product referred to in the Note, taking into account your specific financial objectives, financial situation or particular needs before making a commitment to purchase any such product.
- You have received a copy of the Note because you have been classified either as an accredited investor, an expert investor or as an institutional investor, as these terms have been defined under Singapore’s Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) and/or the Financial Advisers Regulations (“FAR”). The Singapore branch of DNB Bank ASA is a financial adviser exempt from licensing under the FAA but is otherwise subject to the legal requirements of the FAA and of the FAR. By virtue of your status as an accredited investor or as an expert investor, the Singapore branch of DNB Bank ASA is, in respect of certain of its dealings with you or services rendered to you, exempt from having to comply with certain regulatory requirements of the FAA and FAR, including without limitation, sections 25, 27 and 36 of the FAA. Section 25 of the FAA requires a financial adviser to disclose material information concerning designated investment products which are recommended by the financial adviser to you as the client. Section 27 of the FAA requires a financial adviser to have a reasonable basis for making investment recommendations to you as the client. Section 36 of the FAA requires a financial adviser to include, within any circular or written communications in which he makes recommendations concerning securities, a statement of the nature of any interest which the financial adviser (and any person connected or associated with the financial adviser) might have in the securities.
- Please contact the Singapore branch of DNB Bank ASA at +65 6212 0753 in respect of any matters arising from, or in connection with, the Note.
- The Note is intended for and is to be circulated only to persons who are classified as an accredited investor, an expert investor or an institutional investor. If you are not an accredited investor, an expert investor or an institutional investor, please contact the Singapore branch of DNB Bank ASA at +65 6212 0753.
- We, the DNB group, our associates, officers and/or employees may have interests in any products referred to in the Note by acting in various roles including as distributor, holder of principal positions, adviser or lender. We, the DNB group, our associates, officers and/or employees may receive fees, brokerage or commissions for acting in those capacities. In addition, we, the DNB group, our associates, officers and/or employees may buy or sell products as principal or agent and may effect transactions which are not consistent with the information set out in the Note.
- **Additional Information, including for Recipients in the In the United States:**
- **The Note does not constitute an offer to sell or buy a security and does not include information, opinions, or recommendations with respect to securities of an issuer or an analysis of a security or an issuer; rather, it is a “market letter,” as the term is defined in NASD Rule 2211.**