



Fremgangen breder sig

- Danske BNP-tal er stærkt påvirkede af væksten i Novo Nordisk, mens der i den øvrige del af økonomien nærmest har været stagnation – en stagnation, som vi forventer gradvist vil ændre sig til moderat vækst.
- Danskerne bruger en relativt lille del af deres indkomst for tiden, og med udsigt til en stigende realløn og lavere renter forventer vi stigende forbrug – og der er potentiale til, at det kan overraske opadtil.
- Inflationen er faldet kraftigt i Danmark, men forventes at blive moderat højere herfra, blandt andet fordi der er relativt store lønstigninger i en periode.
- Beskæftigelsen fortsætter med at vokse og det ser ud til, at produktiviteten uden for medicinalindustrien er aftaget ganske markant. Vi forventer, at jobvæksten vil gå i stå og produktiviteten genoprettet, men det er usikkert.

	%		
	2023	Prognose 2024	2025
BNP vækst	1,9	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)
Inflation	3,3	1,8 (2,0)	2,0 (1,9)
Ledighed	2,8	2,9 (3,0)	3,1 (3,1)
Indskudsbevisrente*	3,60	3,10 (2,85)	2,35 (1,85)

Paranteser er tidligere prognose (fra marts 2024)

*Slutningen af perioden

Kilde: Danske Bank, Danmarks Statistik, Nationalbanken

Dansk økonomi kan fremvise stærke nøgletal. BNP voksede 1,9 procent i 2023, inflationen nåede ned på 0,8 procent i april, der var et offentligt budgetoverskud sidste år svarende til 3,1 procent af BNP, arbejdsløsheden er lav og konkurrenceevnen god, for bare at nævne nogle af de mest fremtrædende.

Alligevel er vurderingen ikke særlig positiv, når Danmarks Statistik spørger danskerne og virksomhederne til deres syn på økonomien. De fleste lønmodtagere har en lavere købekraft i dag end for tre år siden, og væksten er meget koncentreret om eksport fra medicinalindustrien og især Novo Nordisk, mens resten af økonomien alt i alt stagnerede i 2023. Vores forventning er, at økonomien vil opleves bedre i den kommende tid. Højere realløn, lavere renter og fortsat lav ledighed og stigende huspriser støtter husholdningerne, mens væksten ser ud til at brede sig over flere brancher.

Hvis man ser isoleret på Danmark, er der mere potentiale for positive overraskelser end det modsatte. I gennemsnit er husholdningernes økonomi særdeles stærk og står til at blive stærkere, hvilket kan udløse et større forbrugsopsving, end vi har i prognosen. Det giver så også risiko for en overophedning

Vigtige oplysninger og erklæringer er indeholdt fra side 6 i denne analyse.





Vores forventning er, at økonomien vil opleves bedre i den kommende tid. Højere realløn, lavere renter og fortsat lav ledighed og stigende huspriser støtter husholdningerne, mens væksten ser ud til at brede sig over flere brancher

Chefökonom Las Olsen

af økonomien, men med den relativt lave danske inflation og det meget store betalingsbalanceoverskud skal der noget til, før det bliver et egentligt problem. Risikoen for negative overraskelser kommer især fra usikkerheden omkring global økonomi.

Siden vores sidste prognose i marts er BNP-væksten for 4. kvartal sidste år blevet kraftigt opjusteret til 2,7 procent kvartal til kvartal, mens der til gengæld var en tilbagegang på 1,8 procent i 1. kvartal i år. De udsving dækker over særdeles stor usikkerhed i opgørelsen, og der er stor sandsynlighed for omfattende revisioner af tallene, som også vil kunne ændre denne prognose.

Købekraften stiger kraftigt, men forbrugerne er tilbageholdende

Danske lønmodtagere oplever for tiden den største reallønsfremgang siden midten af 1980'erne. Sammen med fortsat høj beskæftigelse betyder det en betydelig stigning i købekraften herhjemme. Det giver gode muligheder for, at danskerne kan øge deres forbrug både i år og til næste år. Vi forventer dog ikke, at den kraftige realindkomstfremgang vil give sig udslag i en tilsvarende høj forbrugsvækst. Danskerne er stadig tilbageholdende med at bruge penge, og selvom renterne begynder at falde over prognoseperioden, er der stadig mange boligejere, der oplever modvind fra deres låneomkostninger. Det betyder, at forbruget er lavt i forhold til indkomsterne – både i dag og i vores prognose.

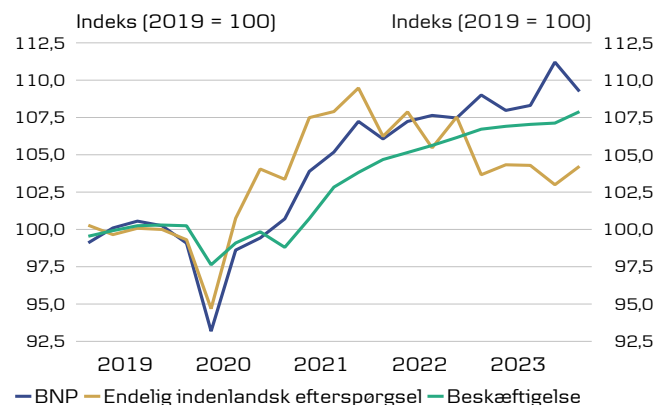
Når danskerne fortsat er tilbageholdende, hænger det sammen med, at forbrugertilliden fortsat er lav. Forbrugertilliden nåede det laveste niveau i mindst 45 år under den voldsomme og uventede inflation i 2022, og selvom den er steget betydeligt siden da, befinder humøret blandt danskerne sig stadig på kriseniveauer. Det afspejler ikke mindst, at mange danskere fortsat vurderer den aktuelle økonomiske situation som værre end før inflationen begyndte at stige. I takt med, at reallønnen begynder at have indhentet det tabte for flertallet af danskerne i løbet af i år, venter vi, at pessimismen bliver til en meget behersket optimisme.

Forbrugsvæksten i prognosen er meget afdæmpet relativt til stigningen i købekraften, så hvis danskerne beslutter at veksle en større del af deres indkomstfremgang til forbrug, end vi forudsætter, er der potentiale for en mere solid efterspørgsel.

Vækst i både løn og beskæftigelse

Beskæftigelsen steg med 1,5 procent i 2023, og langt det meste af den stigning skete uden for medicinalindustrien. Groft sagt skulle der altså flere i arbejde til at frembringe en uændret

Et blandet billede



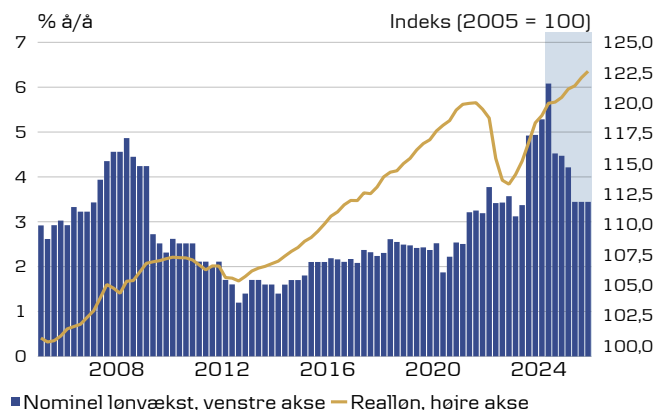
Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond Financial

Fortsat krisestemning blandt forbrugerne, men pilen peger op



Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond Financial

Lønvæksten topper nu



Anm: Løn på det private arbejdsmarked ifølge DA's KonjunkturStatistik. Tal for realløn er sæsonkorrigerede. Kilde: DA, Danmarks Statistik, Macrobond Financial, Danske Bank





Købekraften er kraftigt stigende, men danskerne er stadig meget tilbageholdende med at omsætte det til forbrugsvækst

Chefanalytiker Louise Aggerstrøm Hansen

produktion, så produktiviteten uden for medicinalindustrien er dykket. En del af forklaringen er øget brug af deltid, en anden del er vækst i brancher med relativt lav produktivitet (for eksempel restauranter) og en tredje del er givetvis, at arbejdsgivere holder på ansatte også i perioder med mindre aktivitet. Det ser ud til, at udviklingen er fortsat i de første måneder af 2024. I vores prognose går vi ud fra, at produktiviteten gradvist bliver genoprettet gennem højere vækst i produktionen end i beskæftigelsen, men givet udviklingen hidtil er det selvfølgelig usikkert, om vi får ret i den forventning. Arbejdskraften til den stigende beskæftigelse er i høj grad kommet fra udlandet, og der har derfor ikke været et fald i arbejdsløsheden. Den har tværtimod været svagt stigende, og sammen med færre opslåede ledige stillinger og meldinger fra virksomhederne tegner det et billede af et arbejdsmarked, hvor det er blevet lidt nemmere at finde ansatte, om end det stadig ser ud til at være sværere end før corona.

Lønvæksten på det private arbejdsmarked nåede op på 5,0 procent i 1. kvartal og kan meget vel nå 6 procent i andet kvartal. Det afspejler overenskomsterne fra sidste år, der giver især arbejdere en direkte fremgang, mens lønvæksten er noget lavere for funktionærer. Det ligger i overenskomsten, at lønvæksten aftager igen i andet halvår, og vores forventning er, at vi i løbet af 2025 vender tilbage til mere normale lønvækstrater. I kombination med den lave inflation er der tale om meget solid reallønvækst, og vi forventer, at lønmodtagernes købekraft mod slutningen af i år vil være tilbage på niveauet fra midten af 2021, for derefter at stige yderligere.

Inflationen har ramt bunden

Inflationen ramte efter vores vurdering en bund i april med 0,8 procent – langt under euroområdet. Det afspejler, at virksomhederne siden efteråret over en bred kam er blevet forsigtigere med prisjusteringerne. Det er dog ikke hele forklaringen bag den lave inflation, for kerneinflationen i april var stadig 1,5 procent. Lavere fødevarerpriser er den anden del af forklaringen. Danske fødevarer er nemlig blevet billigere i løbet af det seneste år i modsætning til de fleste andre steder. Dertil kommer et kraftigt pres nedad fra normaliseringen af energipriserne.

Herfra vil inflationen forventeligt stige markant igen, i takt med at især det meget store elprisfald fra sidste forår falder ud af inflationsmålet. Det alene vil trække inflationen godt 1 procentpoint højere. Det store billede er dog stadig, at danske forbrugere er bedre stillet end de fleste med beskeden inflation igennem længere tid. Med den løbende genopretning af købekraften hos forbrugere og stigende lønomkostninger i virksomhederne forventer vi, at det underliggende prispress i økonomien vil tiltage lidt igen. Vi ser det som en naturlig følgevirkning af den periode vi har været igennem med høj inflation, og vi ser ikke nogen bekymrende løn-pris-spiral for os.

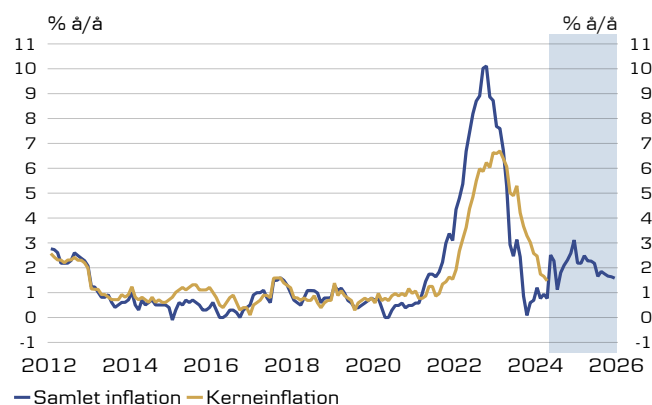
Vi forventer, at inflationen lander på 1,8 procent i 2024 og 2,0 procent i 2025.

Medicin og energi slører billedet af svækket industri, men det lysner

Eksporten er vokset kontinuerligt med høje vækstrater i en årrække. På det seneste er det billede dog blevet misvisende. Vareeksporten er vokset over 10 procent i første kvartal sammenlignet med et år tidligere, men det skyldes især gennemløbet af gas i Baltic Pipe-rørledningen, som forbinder Norge med Østeuropa. Den gaseksport modsvarer en-til-en af import i den anden ende og bidrager ikke med aktivitet eller vækst herhjemme. Snart vil gennemstrømningen af gas blive filtreret ud af nationalregnskabet, hvilket vil give et mere reelt billede af udenrigshandlen. Den stærke eksportvækst afspejler dog også Novo Nordisks væksteventyr, som i stor stil smitter positivt af på økonomien. Det, der står tilbage herefter, er at mange danske eksportører i virkeligheden har været udfordret af en svag efterspørgsel.

Tilbagegangen i industrien (uden for medicinalindustrien) er langt hen ad vejen hørt op, i takt med at bunden også er nået i den globale industrirecession, men vi har ikke set noget kraftigt opsving, og det forventer vi heller ikke ligger lige rundt om hjør-

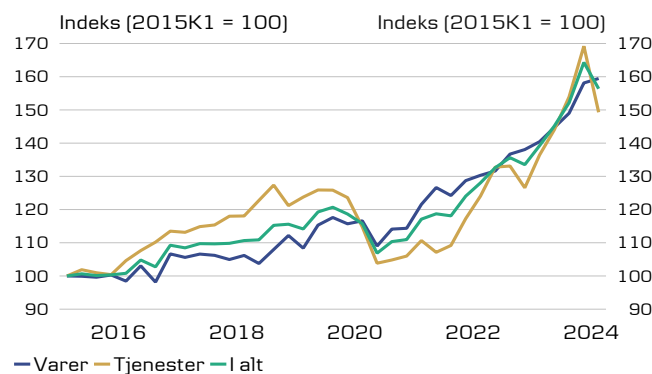
Teknik vil trække inflationen højere, men prispresset i økonomien er beskedent



Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond Financial, Danske Bank

Imponerende eksportvækst misvisende for virkeligheden hos mange

Eksport



Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond Financial, Danske Bank





Høj lønvækst er en naturlig følgevirkning af den periode vi har været igennem med høj inflation

Chefanalytiker Bjørn Tangaa Sillemann

net. Industrien er i almindelighed fortsat udfordret af høje renter og forsigtige forbrugere. Møbelindustrien har været et lyspunkt. Her har produktionen nået nye højder i første kvartal – et billede der også understøttes af et stærkt møbelforbrug, som vi kan se det i Danske Banks egne forbrugsdata, og industriens egen vurdering af eksportordreboerne.

Også tjenesteeeksporten har set stærk ud igennem længere tid, om end den kan svinge rigtig meget som følge af stor usikkerhed på især prisen på søtransport. Det er en bred vifte af tjenester, der har klaret sig godt. Turismeerhvervene har haft god fart på med det højeste antal overnattende gæster nogensinde i første kvartal til trods for, at det er blevet dyrt at være turist i Danmark for mange – især svenskere. Der har også været godt salg i "andre forretningstjenester", som eksempelvis dækker over forskellige slags konsulentbistand. De bliver i høj grad aftaget af vores nabolande.

I første kvartal er overskuddet på betalingsbalancen faldet med 10 mia. kroner. Det kommer dog fra et meget højt niveau, og generelt gælder det, at det store danske overskud svinger meget især som følge af eksporten af varer, der produceres og sælges i udlandet. Det relaterer sig særligt til, hvornår Novo Nordisks produktion og salg dateres. Udskydelsen af den fulde genåbning af Tyralfeltet betyder, at bidraget fra Nordsøen bliver mindre i år end hidtil forventet. Den fulde effekt på betalingsbalancen vil først kunne aflæses sidst på året.

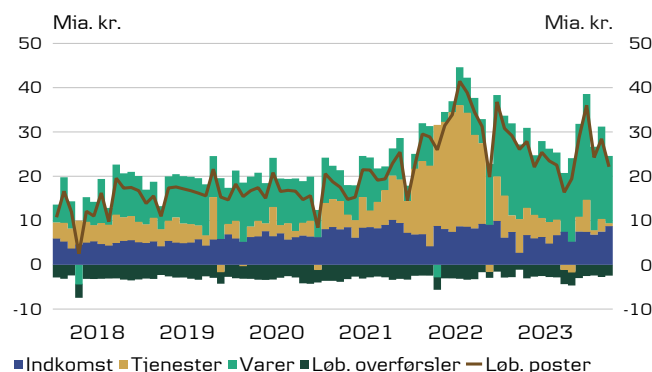
Nationalbanken følger ECB

Med et stort betalingsbalanceoverskud i ryggen er kronen grundlæggende stærk, og de pengepolitiske renter skal være lidt lavere i Danmark end i euroområdet for at balancere overfatterspørgslen efter kroner. Mens ECB har sat renten op med 4,5 procentpoint siden sommeren 2022, har Nationalbanken nøjedes med 4,2 procentpoint. Det seneste år er presset for en stærkere krone dog aftaget, og derfor har Nationalbanken også skygget de sidste fem renteforhøjelser fra ECB en-til-en. Det er vores forventning, at Nationalbanken også vil følge en-til-en med de rentenedsættelser fra ECB, vi forventer fra juni 2024 og frem. Usikkerheden er selvfølgelig meget stor, men vores prognose er en indskudsbevisrente fra Nationalbanken på lige under 2,5 procent ved udgangen af 2025.

Det er en opjustering på et halvt procentpoint siden vores seneste prognose i marts. Opjusteringen afspejler især en stærkere økonomisk situation i eurolandene og dermed mindre pres for rentenedsættelser fra ECB, og dermed skal man ikke se den højere renteforventning som en ulempe for dansk økonomi alt i alt. Vores forventning til centralbankerne er ikke langt fra markedsforventningen, og dermed forventer vi ikke umiddelbart nogen større reaktion i for eksempel 30-årige realkreditrenter. I løbet af 2025 ser vi dog mulighed for, at der kan komme et nedadgående pres også i den del af rentemarkedet, men det vil blandt andet afhænge af, hvad renteniveauet kan forventes at være på langt sigt, og det er der stor usikkerhed om.

Stort overskud på betalingsbalancen svinger meget

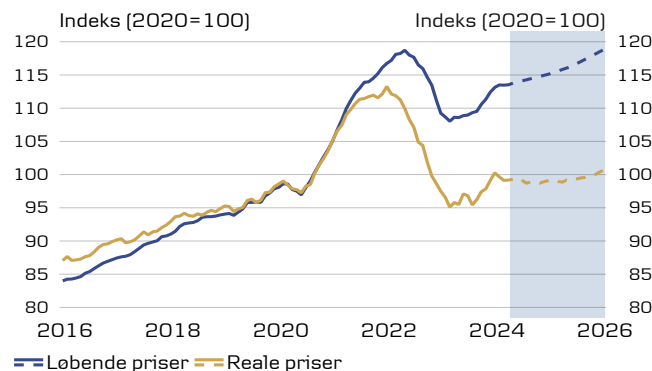
Betalingsbalancen



Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond Financial

Udsigt til stigende boligpriser, men realt er fremgangen beskeden

Pris per kvadratmeter huse, hele landet



Kilde: Boligsiden.dk, Danmarks Statistik, Macrobond Financial og egne beregninger

Boligmarkedet overrasker igen positivt

Siden sidste forår er huspriserne på landsplan steget moderat, til trods for at de højere renter har gjort det dyrere at købe og eje bolig. Genopretningen af forbrugernes købekraft holder hånden under boligmarkedet, og et stadig solidt arbejdsmarked har understøttet mulighederne for at købe nyt. Vi forventer ikke nogen voldsom stigning i priserne – til det er der stadig for meget modvind fra renterne, men også det vil med tiden vende, i takt med at rentenedsættelserne fra Nationalbanken sætter sig i forbrugernes finansieringsomkostninger – i hvert fald for de boligejere der har lån med kort rentebinding.

Vi forventer en prisivækst på 4,0 procent i 2024 og 2,5 procent i 2025. Dermed vil huspriserne på landsplan også komme op omkring det niveau de havde for to år siden, hvor priserne toppede inden rentestigningerne sendte dem ned. Korrigerer vi for, at andre priser er steget i mellemtiden, befinder huspriserne i reale termer sig dog stadig væsentligt under sidste top.

Dele af markedet er dog løbet ind i problemer i 2024 som følge af markante skattestigninger på især ejerlejligheder. Det har givet et stort dyk i antallet af handler, ligesom også interessen for at kigge på bolig er faldet. Vi skal sandsynligvis et godt stykke ind i 2024, før markedet finder sine ben igen, for som det er nu, er mange lejligheder mere værd for sælger, end de er for køber.





Makroøkonomisk prognose - Danmark

	2023	2023	Prognose 2024	2025
Forsyningsbalance	Mia. kr. (løbende priser)	å/å	å/å	å/å
Privatforbrug	1236,6	1,0%	1,5%	2,6%
Offentligt forbrug	630,5	0,0%	2,9%	2,0%
Faste bruttoinvesteringer	605,9	-5,0%	2,8%	3,2%
- Erhvervsinvesteringer	374,6	-4,0%	1,9%	3,1%
- Boliginvesteringer	140,8	-10,2%	3,5%	4,0%
- Offentlige investeringer	90,5	-0,5%	5,5%	2,3%
Væksbidrag fra lagerændringer		-1,8%	-0,3%	0,0%
Eksport	1921,8	13,4%	5,7%	1,6%
- Vareeksport	1133,8	10,4%	8,9%	1,7%
- Tjenesteeksport	788,0	16,9%	1,1%	1,3%
Import	1655,4	8,6%	7,7%	2,2%
- Vareimport	943,9	2,7%	12,2%	2,7%
- Tjenesteimport	711,5	17,1%	1,7%	1,5%
BNP	2784,8	1,9%	2,1%	2,0%
Økonomiske nøgletal				
Betalingsbalancen, mia. kr.		304,4	298,7	327,7
- Andel af BNP		10,9%	10,4%	11,0%
Offentlig sektors saldo, mia. kr.		97,0	55,0	32,0
- Andel af BNP		3,5%	1,9%	1,1%
Offentlig bruttogæld, mia. kr.		816,2	795,0	785,0
- Andel af BNP		29,3%	27,7%	26,3%
Beskæftigelse (årgennemsnit, 1000 pers.)		3214,3	3244,4	3242,1
Bruttoledigheden (årgennemsnit, 1000 pers.)		83,4	88,3	92,7
- Andel af arbejdsstyrken (DST definition)		2,8%	2,9%	3,1%
Huspriser, å/å		-2,7%	4,0%	2,5%
Lønniveau i den private sektor, å/å		4,1%	4,9%	3,7%
Forbrugerpriser, å/å		3,3%	1,8%	2,0%
Finansielle nøgletal				
Udlånsrente*		3,75%	3,25%	2,50%
Indskudsbevisrente*		3,60%	3,10%	2,35%

* Slutningen af perioden
 Kilde: Danske Bank, Danmarks Statistik, Nationalbanken, Dansk Arbejdsgiverforening





Editor-in-Chief:
Las Olsen
Cheføkonom
laso@danskebank.com



Bjørn Tangaa Sillemann
Chefanalytiker
bjsi@danskebank.com



Louise Aggerstrøm Hansen
Chefanalytiker
louhan@danskebank.com

Redaktionen afsluttet 3. juni kl. 16.00
Økonomisk analyse

Analysen kan findes på
www.danskebank.com/danskeresearch

Hvor ingen anden kilde er nævnt er kilderne:
Danske Bank, Macrobond, EU, IMF og andre nationale
statistikbureauer samt egne beregninger.

Disclosures

Denne analyse er udarbejdet af Danske Bank A/S ('Danske Bank'). Analysen er udarbejdet af Las Olsen, Cheføkonom, Bjørn Tangaa Sillemann, Chefanalytiker og Louise Aggerstrøm Hansen, Chefanalytiker.

Analytikernes erklæring

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

Regulering

Danske Bank er godkendt og under tilsyn af Finanstilsynet. Danske Bank er godkendt af Prudential Regulation Authority i Storbritannien og under tilsyn af det britiske finanstilsyn, Financial Conduct Authority, og begrænset tilsyn af Prudential Regulation Authority. Enkeltheder vedrørende omfanget af dette tilsyn kan fås ved henvendelse til banken.

Danske Banks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Kapitalmarked Danmarks anbefalinger. Danske Bank er ikke registreret som et kreditvurderingsbureau i henhold til forordningen om kreditvurderings-bureauer (forordning (EF) nr. 1060/2009). Danske Bank overholder således ikke og søger ikke at overholde kravene til kreditvurderingsbureauer.

Interessekonflikter

Danske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en

høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer fremgår af Danske Banks Research Policy. Alle ansatte i Danske Banks analyseafdelinger er bekendt med, at enhver henvendelse, der kan kompromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyseledelsen og til Bankens Compliance-afdeling. Danske Banks analyseafdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder.

Analytikernes aflønning er til en vis grad afhængig af det samlede regnskabsresultat i Danske Bank, der omfatter indtægter fra investment bank-aktiviteter, men analytikerne modtager ikke bonusbetalinger eller andet vederlag med tilknytning til specifikke corporate finance- eller kredittransaktioner.

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

Analysen opdateres kvartalsvis.

Første offentliggørelsesdato

Se forsiden af denne analyse for første dato for offentliggørelse.

Generel disclaimer

Denne analyse er udarbejdet af Danske Bank alene til orientering og bør ikke betragtes som investerings-, juridisk eller skatterådgivning. Den er ikke og udgør ikke nogen del af, og må under ingen omstændigheder betragtes som, et tilbud om at sælge eller en opfordring til at tilbyde at købe eller sælge relevante finansielle instrumenter (dvs. finansielle instrumenter, der er nævnt heri, eller andre finansielle instrumenter fra nogen udsteder, der er nævnt heri, og/eller optioner, warrants, rettigheder eller andre interesser vedrørende sådanne finansielle instrumenter) ("Relevante Finansielle Instrumenter").

Analysen er udarbejdet uafhængigt, udelukkende på baggrund af offentligt tilgængelige oplysninger, som Danske Bank A/S anser for pålidelige, men Danske Bank A/S har ikke uafhængigt verificeret indholdet heraf. Selvom der er udvist rimelig omhu for at sikre, at indholdet ikke er usandt eller vildledende, fremsættes ingen erklæring eller garanti, hverken udtrykkeligt eller underforstået, om rimeligheden, nøjagtigheden, fuldstændigheden eller rigtigheden af de oplysninger, meninger og forventninger, der er indeholdt i denne analyse, og Danske Bank, dets tilknyttede virksomheder og datterselskaber påtager sig intet ansvar for direkte eller indirekte tab, herunder, men ikke begrænset til, driftstab, i forbindelse med handlen i tillid til denne analyse.

De holdninger, der er udtrykt heri, er analytikernes holdninger og afspejler deres opfattelse pr. datoen for denne analyse. Disse holdninger kan ændre sig, og Danske Bank A/S er ikke forpligtet til at give modtagere af denne analyse meddelelse om sådanne ændringer eller om andre ændringer vedrørende oplysningerne i denne analyse.

Analysen henvender sig ikke til og må ikke udleveres til detailkunder i Storbritannien (se særskilt disclaimer nedenfor) og det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde som defineret i direktiv 2014/65/EU.

Analysen er ophavsretligt beskyttet og er kun tiltænkt den angivne modtager. Den må ikke reproducere eller distribueres helt eller delvist af nogen modtager til noget formål uden forudgående skriftligt samtykke fra Danske Bank A/S.

Analysen er ophavsretligt beskyttet og er kun tiltænkt den angivne modtager. Den må ikke reproducere eller distribueres helt eller delvist af nogen modtager til noget formål uden forudgående skriftligt samtykke fra Danske Bank A/S.

Disclaimer i forbindelse med distribution i USA

Denne analyse er udarbejdet af Danske Bank A/S og distribueres i USA af Danske Markets Inc., en amerikansk registreret børshandler og et datterselskab af Danske Bank A/S, i henhold til SEC-regel 15a-6 og relaterede fortolkningsbidrag, der er udstedt af U.S. Securities and Exchange Commission. Analysen er bestemt for distribution i USA, men kun til amerikanske institutionelle investorer ("U.S. institutional investors") som defineret i SEC-regel 15a-6. Danske Markets Inc. påtager sig alene ansvaret for denne analyse i forbindelse med distribution i USA over for "amerikanske institutionelle investorer".

Danske Bank A/S er ikke underlagt amerikanske regler i forbindelse med udarbejdelsen af analysen eller analytikernes uafhængighed. Desuden er de af Danske Banks analytikere,

som har udarbejdet analysen, ikke registrerede eller kvalificerede analytikere hos New York Stock Exchange eller Financial Industry Regulatory Authority, men de opfylder de gældende krav for en ikke-amerikansk institution. Amerikanske investorer, der modtager denne analyse og ønsker at købe eller sælge Relevante Finansielle Instrumenter må kun gøre dette ved at kontakte Danske Markets Inc. direkte og bør være opmærksomme på, at når man investerer i ikke-amerikanske finansielle instrumenter kan det medføre visse risici. Finansielle instrumenter fra ikke-amerikanske udstedere kan ikke registreres hos U.S. Securities and Exchange Commission og er muligvis ikke omfattet af regnskabs- og revisionsstandarder udstedt af U.S. Securities and Exchange Commission.

Disclaimer i forbindelse med distribution i Storbritannien

I Storbritannien er dette dokument kun til distribution til (1) personer, som har professionel erfaring med forhold, der relaterer sig til investeringer og falder inden for rammerne af article 19(5) i Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 ("bekendtgørelsen") eller (2) er personer, som falder inden for rammerne af bekendtgørelsens article 49(2)(a)-(d), eller (3) personer som er elektive professionelle

klienter eller i sig selv en professionel klient under kapitel 3 i FCA Conduct of Business Sourcebook (alle sådanne personer benævnes under ét "relevante personer"). I Storbritannien er dette dokument udelukkende rettet mod Relevante Personer, og andre personer bør ikke handle ud fra eller i tillid til dette dokument eller indholdet heraf.

Disclaimer i forbindelse med distribution i det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde

Dette dokument udleveres til og er udelukkende rettet mod personer i medlemslande i det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde ("EØS"), som er "kvalificerede investorer" som defineret i prospektforordningens artikel 2(e) (forordning (EU) 2017/1129) ("kvalificerede investorer"). Enhver person i EØS, som modtager dette dokument, vil blive anset for at have tilkendegivet og accepteret, at vedkommende er en kvalificeret investor. Enhver modtager vil også blive anset for at have tilkendegivet og accepteret, at vedkommende ikke har modtaget dette

dokument på vegne af personer i EØS, som ikke er kvalificerede investorer eller personer i Storbritannien og andre medlemslande (hvor der er tilsvarende lovgivning), for hvilke investor har bemyndigelse til at træffe beslutninger udelukkende efter eget skøn. Danske Bank A/S handler i tillid til, at ovenstående erklæringer og aftaler er sande og nøjagtige. Enhver person i EØS, der ikke er en kvalificeret investor, må ikke handle ud fra eller i tillid til dette dokument eller indholdet heraf.

Analyse færdiggjort: 3. juni 2024 kl. 16.00

Analyse offentliggjort første gang: 4. juni 2024 kl. 06.00

Global Danske Research

Global Head of Research
Heidi Schauman
heidi.schauman@danskebank.com

Macro

Head of
Las Olsen
Denmark
laso@danskebank.com

Allan von Mehren
China macro and CNY
alvo@danskebank.com

Antti Ilvonen
US macro, AUD and NZD
ilvo@danskebank.com

Bjørn Tangaa Sillemann
Denmark, Japan
bjsi@danskebank.com

Frank Jullum
Norway
fju@danskebank.com

Louise Aggerstrøm Hansen
Denmark
louhan@danskebank.com

Minna Kuusisto
Emerging Markets
mkuus@danskebank.com

Pasi Kuoppamäki
Finland
paku@danskebank.com

Rune Thyge Johansen
Euro Area
rujo@danskebank.com

Sweden

Head of
Filip Andersson
Fixed income strategy
fian@danskebank.com

Michael Grahm
Sweden
mika@danskebank.com

Gustav Sundén
Sweden macro
gusu@danskebank.com

Jesper Fjärstedt
SEK, PLN, HUF and CZK
jesppe@danskebank.com

Stefan Mellin
SEK strategy
mell@danskebank.com

Joel Rossier
Fixed income strategy
joero@danskebank.com

Fixed Income Research

Head of
Jan Weber Østergaard
DKK and EUR fixed income
jast@danskebank.com

Frederik Romedahl Poulsen
Global rates
frpo@danskebank.com

Jens Peter Sørensen
Nordic and EUR fixed
income
jenssr@danskebank.com

Jonas Hensch
DKK fixed income
jhens@danskebank.com

Piet P.H. Christiansen
ECB and EUR fixed income
phai@danskebank.com

FX and Corporate Research

Head of
Kristoffer Kjær Lomholt
NOK
klom@danskebank.com

Mohamad Al-Saraf
EUR, USD, JPY, and
Institutional FX
moals@danskebank.com

Jens Nærvig Pedersen
DKK, commodities, USD
liquidity, Institutional FX
jenpe@danskebank.com

Kirstine Grønborg Kundby-Nielsen
GBP, CHF and Corporate FX
kigrn@danskebank.com

Credit Research

Head of
Jakob Magnussen
Utilities
jakja@danskebank.com

Benedicte Tolaas
Norwegian HY
beto@danskebank.com

Brian Børsting
Industrials
brbr@danskebank.com

Christian Svanfeldt
Real Estate and Industrials
chrsv@danskebank.com

Linnea Sehlberg
Industrials
sehl@danskebank.com

Louis Landeman
Sustainability/ESG
llan@danskebank.com

Mads Rosendal
TMT and Industrials
madros@danskebank.com

Mark Thybo Naur
Financials and Strategy
mnau@danskebank.com

Marko Radman
Credit Portfolios
mradm@danskebank.com

Olli Eloranta
Industrials and Real Estate
oelo@danskebank.com

Rasmus Justesen
Credit Portfolios
rjus@danskebank.com

Sverre Holbek
Financials
holb@danskebank.com

Marcus Gustavsson
Real Estate
marcg@danskebank.com

Mille Opdahl Müller
Industrials
mifj@danskebank.com
