

investering

JUNI 2016

Stor
usikkerhed
om europæisk
økonomi

BREXIT

vil præge
aktiemarkedene





Jacob Graven
cheføkonom

Det blev et Brexit – hvad nu?

Det britiske EU-nej har sendt chokbølger igennem de finansielle markeder kloden rundt. Det har umiddelbart efter afstemningen givet panik blandt mange investorer. De europæiske aktier falder kraftigt, og det britiske pund dykker.

Reaktionen afspejler, at usikkerheden om både britisk og europæisk økonomi i kølvandet på det britiske *leave* er ekstraordinært stor. I de kommende måneder bliver det helt afgørende, hvordan den politiske situation i Europa udvikler sig. Opstår der udbredt frygt for, at hele EU er ved at bryde sammen, kan europæisk økonomi bremse kraftigt op, og aktiekurserne vil falde betydeligt mere. Lykkes det derimod relativt hurtigt EU-lederne at skabe sikkerhed om, at EU består efter briternes farvel, kan aktierne genvinde en stor del af det, der er blevet tabt.

Denne udgave af Investering vil derfor primært fokusere på de muligheder og faldgruber, det britiske EU-exit skaber for investorerne.

I Danmark har DONG Energys debut på børsen fået meget spaltepals. De investorer, der fik mulighed for at købe aktier forud for introduktionen, fik i første omgang et solidt afkast. I artiklen på side 4-5 fortæller vi historien om, hvordan værdien af DONG Energy blev tredoblet på under tre år.

God læselyst og god sommer.

[Signature]
ansvarshavende redaktør

INDHOLD

- 4 Baggrund
- 6 Siden sidst
- 8 Global økonomi
- 12 Investeringssammensætning
- 14 Aktier
- 19 Sådan reagerer markederne
- 20 Emerging Markets
- 24 Obligationer
- 28 Sydbanks forventninger

Fra 31,5 milliarder kroner til en værdi på 98,2 milliarder på under tre år – læs beretningen om DONG Energys store værdistigning – side 4-5

Sydbank Markets – Analyseafdelingen

DK-6200 Aabenraa · tlf. + 45 74 37 37 37
info@sydbank.dk · sydbank.dk
CVR-nr. DK 12626509, Aabenraa

Redaktion:

Cheføkonom Jacob Graven
tlf. 74 37 44 51 (ansv.)
Aktieanalysechef Jacob Pedersen
tlf. 74 37 44 52

Produktion:

Sydbank Kommunikation
Redaktionen sluttet 24. juni 2016.
Næste nummer: 19. august 2016.

Artiklerne i Investering er skrevet af økonomer og analytikere i Sydbank, medmindre andet fremgår af artiklerne. Magasinet er alene bestemt for Sydbanks kunder. Artikler mv. må ikke offentliggøres eller på anden måde videregives uden redaktionens tilladelse.

Magasinet indhold er baseret på informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for, at indholdet er fuldstændigt eller nøjagtigt og tager desuden forbehold for trykfejl, beregningsfejl og evt. øvrige fejl.

Holdningerne i magasinet er udtryk for Sydbanks generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger, ligesom holdningerne kan ændre sig, uden at banken nødvendigvis informerer herom.

At investere er forbundet med risiko for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden kan bruges som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling omtalt i magasinet kan blive negativ. Er oplysningerne baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger medføre, at afkastet bliver lavere end anført. Hvor magasinet oplyser om skattemæssig behandling af en disposition, er det med forbehold for, at skattebehandling altid afhænger af kunders individuelle situation, og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover. Hvis et finansielt instrument handles i en anden valuta end

danske kroner, er der desuden risiko for, at valutaudsving kan medføre højere eller lavere afkast. Dette magasin er ikke et tilbud om eller opfordring til at købe/sælge finansielle instrumenter.

I magasinet nævnes investeringsprodukter, som har risikomærkningen *grøn* og *gul*. *Grøn* betyder, at der investeres i et finansielt instrument, hvor risikoen for at tabe hele det investerede beløb må betragtes som meget lille. *Gul* betyder, at der investeres i et finansielt instrument, hvor der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttyperne *grøn* og *gul* er typisk ikke vanskelige at gennemskue.

Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for evt. tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner foretaget på basis af oplysninger i magasinet. Sydbank eller ansatte i Sydbank kan have positioner i finansielle instrumenter, der er nævnt i magasinet. Sydbank A/S er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, DK-2100 København Ø.

Få gode råd om forældrekøb

I de kommende måneder rykker tusindvis af unge til de store byer for at uddanne sig, og det giver højsæson for forældrekøb af ejerlejligheder til de unge. Selv om priserne på ejerlejligheder i København og Aarhus det seneste år er steget med henholdsvis 5,2 og 8,3 procent, er der fortsat godt gang i salget af lejligheder.

På www.sydbank.dk kan du få en række gode råd om forældrekøb, fx at det er vigtigt at undersøge, om lejligheden må udlejes. 

Kilder:

Realkreditraadet.dk og Sydbank.dk



TEKST: Journalist Mona Østerlund FOTO: Shutterstock.com



Over 3000 købte aktier i auktionshus

Det glippede i første forsøg, men den 22. juni var auktionshuset Lauritz.com klar til at gå på børsen. På dagen købte flere end 3000 aktionærer aktier til en udbudspris på 15 svenske kroner og kunne notere sig en førstedagsgevinst, da kursen efter en times handel lagde sig omkring 16,50-17 svenske kroner. De private investorers ejerandel er på otte procent, mens fire svenske institutionelle investorer har tegnet sig for knap en tredjedel. Resten ejer stifter Bengt Sundströms holdingselskab og hans kone, Mette Rode Sundström. 

Kilde: Borsen.dk

Swipp op til 50.000 kroner

Helt op til 50.000 kroner kan du nu betale med Swipp, og det betyder, at det langt fra kun er de to bakker friske jordbær i gårdbutikken eller bidraget til fællesgaven til fester, der kan betales med mobilen. Med den nye beløbsgrænse kan man også swippe større investeringer som en brugt bil eller ny sofa i møbelforretningen. Swipp-app'en kan hentes på <http://app.swipp.dk/>. 

Kilde: Sydbank.dk



Derfor er værdien af **DONG Energy** tredoblet på under tre år

”

Timing af kapitaltilførslen var set med de nye aktionærers øjne exceptionelt god.

Centrale begivenheder i perioden omkring kapitaltilførslen

Marts 2013

– Den britiske regering offentliggør muligheden for at søge tilskudsstøtte til ny havmølleparker

November 2013

– DONG Energy underskriver en betinget aftale om kapitaltilførsel med de nye aktionærer

December 2013

– Den britiske regering fastsætter niveauet for tilskudsstøtten for nye havmølleparker

Januar 2014

– Det danske folketings godkender salget af DONG Energy-aktier til de nye aktionærer

April 2014

– Den britiske regering offentliggør støtte til blandt andet DONG Energys tre havmølleparker

DONG Energy er gået fra en værdi på 31,5 milliarder i 2013 til et prisskilt på 98,2 milliarder kr., da virksomheden blev børsnoteret i juni 2016. En bemærkelsesværdig værdistigning skabt på under tre år i et forretningsklima præget af faldende olie- og gaspriser.

Tilbage i 2012 var DONG Energy udfordret af faldende indtjening, stigende investeringsbehov og en relativ høj gældsætning. Årsregnskabet for 2012 viste et stort underskud på cirka fire mia. kr. – drevet af udfordrende markedsvilkår inden for specielt selskabets gasaktiviteter.

DONG Energy var i 2012 i gang med at strømline sin forretning og udpegede i den forbindelse to stærke forretningsområder, der skulle danne fundamentet for DONG Energys fremtidige forretning.

DONG Energy ville satse på at udvikle forretningen inden for olie- og gasproduktion i Nordsøen og inden for opførelse, drift og vedligeholdelse af havmølleparker. Det ville kræve betydelige investeringer at udvikle de to forretningsområder. Set i lyset af de udfordrende markedsvilkår i 2012 søsatte DONG Energy i efteråret 2012 derfor en betydelig spareplan. Planen skulle styrke selskabets kapitalgrundlag og understøtte nye investeringer i både olie- og gasproduktion og i havmølleparkindustrien.

Spareplanen indebar blandt andet, at DONG Energy ville frasælge aktiver, der ikke var en del af selskabets kerneforretning, gennemføre betydelige omkostningsbesparelser og forsøge at få tilført ny kapital – minimum i størrelsesordenen 6-8 mia. kr.

I løbet af 2013 solgte DONG Energy aktiver for 14,4 mia. kr. og sænkede omkostningsniveauet med 1,4 mia. kr. i forhold til 2012.

Den danske stat ville ikke tilføre ny kapital

De danske politikere besluttede, at staten som majoritetsaktionær i DONG Energy ikke ville bistå med tilførsel af ny kapital i 2013. Dermed var det nødvendigt at hente kapital hos nye private

investorer. I november 2013 underskrev DONG Energy en betinget aftale med Goldman Sachs, ATP og PFA om tilførsel af 11 mia. kr. i ny kapital. De eksisterende mindretalsaktionærer fik i samme ombæring mulighed for at tilføre op til 2,6 mia. kr. i ny kapital. Kapitaltilførslen kombineret med de store frasalgsdannede fundamentet for en mere fokuseret forretningsmodel og betød samtidig, at DONG Energy kunne fortsætte de betydelige investeringer i havmølleparkindustrien.

I forbindelse med kapitaltilførslen blev DONG Energy værdiansat til 31,5 mia. kr. – en værdiansættelse, som siden har skabt meget debat.

Flere iagttagere mener, at DONG Energy på det tidspunkt var langt mere værd som selskab – og at de nye aktionærer dermed købte aktier i DONG Energy til en alt for favorabel pris.

Nye havmølleprojekter gør forskellen
DONG Energy fik i april 2014 tildelt støtte til tre nye havmølleparker i Storbritannien (Burbo Bank Extension, Walney Extension og Hornsea 1), som DONG Energy vil opføre i perioden frem mod 2020. De tre nye havmølle-

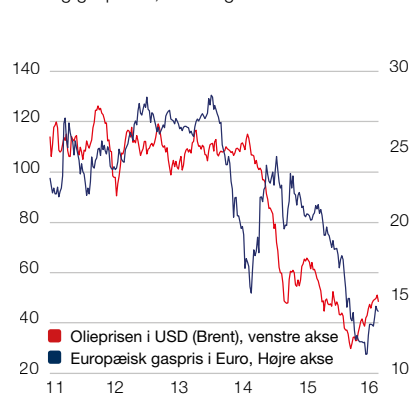
parker i Storbritannien har en samlet kapacitet på cirka to gigawatt. Det er lige så meget som den samlede kapacitet af alle de havmølleparker, DONG Energy havde opstillet ved udgangen af 2013.

Dermed var det meget tydeligt – også for to år siden – at de tre havmølleparker i Storbritannien fuldstændig ændrede fremtidsudsigterne for DONG Energys havmølleforretning.

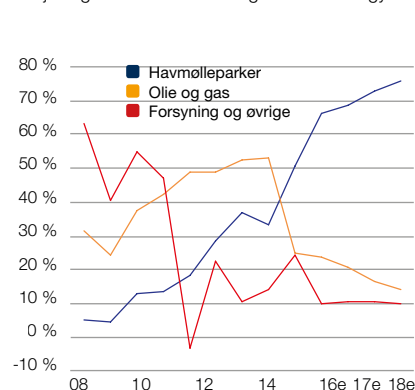
Værdien af havmølleforretningen blev alt andet lige løftet betydeligt i april 2014 med de offentliggjorte tilskudsordninger til de tre havmølleparker i Storbritannien. I debatten om, hvorvidt de nye aktionærer (Goldman Sachs, ATP og PFA) har købt aktier i DONG Energy til en favorabel pris, er viden omkring de tre havmølleparker i Storbritannien efter vores vurdering fuldstændig afgørende for værdiansættelsen af DONG Energy i slutningen af 2013 og starten af 2014.

Tidslinjen viser, at DONG Energy fik tilført ny kapital fra de nye aktionærer sideløbende med, at selskabet opnåede klarhed om de tre meget afgørende havmølleparkprojekter i Storbritannien. Tingen af kapitaltilførslen var set med de nye aktionærers øjne derfor exceptionelt god, da værdien af DONG Energy alt andet lige steg betydeligt i april 2014. De tre omtalte havmølleparker i Storbritannien danner også fundamentet i den meget attraktive projektpipeline, som efter vores vurdering udgør hjørnestenen i værdiansættelsen af DONG Energy i forbindelse med børsnoteringen af selskabet i juni 2016. 

Figur 1
Olie- og gasprisen, udvikling



Figur 2
Indtjeningens sammensætning i DONG Energy



Investorerne i chok efter BRITISK EU-NEJ

Aktiekurserne, obligationsrenterne og det britiske pund dykker, efter at briterne stemte for at forlade EU.

I de seneste uger har den britiske EU-afstemning overskygget alt andet på de finansielle markeder. I de sidste par uger op til afstemningen den 23. juni steg nervositeten blandt investorerne, og udløste store udsving på de finansielle markeder.

Det britiske *leave* har sendt investorerne i chok. Morgenen efter afstemningen faldt de fleste europæiske aktieindeks med omkring 10 procent, og pundet blev svækket med knap 10 procent overfor euro og danske kroner. I løbet af dagen rettede både aktierne og pundet sig dog noget, jf. figur 1 og 2. Samtidig faldt de tyske og danske obligationsrenter med omkring 0,20 procentpoint. Den 10-årige tyske statsobligationsrente er for første gang nogensinde blevet negativ, jf. figur 3.

Den store turbulens på de finansielle markeder afspejler, at der efter det britiske *leave* er stor usikkerhed om hele EU's fremtid. Europæiske aktier er derfor generelt blandt de hårdest ramte.

Fokus på USA

Udover den britiske afstemning har investorerne i de seneste uger primært haft fokus på udviklingen i USA. Efter svag økonomisk vækst i første kvartal har flere nøgletal i de seneste uger indikeret, at væksten har taget fart igen. Blandt andet steg amerikanernes forbrug med 0,6 procent i april. Det var den næsthøjeste månedlige fremgang i over 10 år. Håbet om stærkere fremgang i amerikansk økonomi fik dog et skud for boven, da jobrapporten for maj skuffede gevaldigt med kun 38.000 nye jobs, jf. figur 4. Det var langt mindre end forventet og satte igen spørgsmålstegn ved styrken i det amerikanske opsving.

Den amerikanske forbundsbank (Fed) holdt i lyset af de blandede signaler fra økonomien og usikkerheden om den britiske EU-afstemning som forventet renten uændret på 0,25-0,50 procent den 15. juni. Frem til offentliggørelsen af den svage jobrapport i begyndelsen af

juni havde mange investorer ellers forventet, at Fed ville hæve renten. Fed signalerer stadig, at renten sandsynligvis bliver hævet en-to gange i løbet af året. Men Fed nedjusterede samtidig antallet af forventede renteforhøjelser i 2017-18, jf. figur 5.

De skiftende forventninger til Feds kommende renteforhøjelser har sammen med usikkerheden om den britiske EU-afstemning fået dollaren til at hoppe på stedet i de seneste måneder, jf. figur 6.

Intet nyt fra Europa

Fra europæisk økonomi er der ikke kommet afgørende nye signaler i de seneste uger. Stemningen hos forbrugere og virksomheder steg yderligere en tand i maj, men er fortsat lidt lavere end i be-

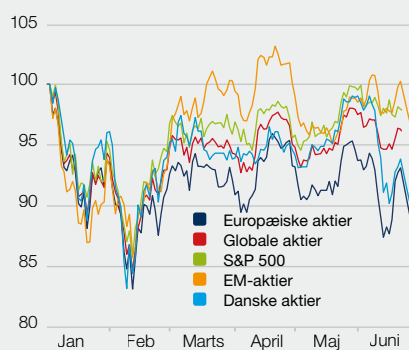
”

Den store turbulens på de finansielle markeder afspejler, at der efter det britiske *leave* er stor usikkerhed om hele EU's fremtid.

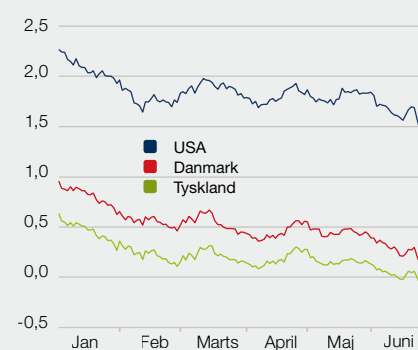
Figur 1
GBP/DKK



Figur 2
Aktieindeks målt i DKK.
1. januar 2016 = indeks 100



Figur 3
10-årig statsobligationsrente, procent



Figur med 5 års historik findes på side 15



gyndelsen af året. Det ømme punkt for eurozonens økonomi er fortsat, at inflationen er alt for lav. I maj faldt priserne med 0,1 procent i forhold til året før. Inflationen har nu i over tre år været under Den Europæiske Centralbanks (ECB's) målsætning på knap to procent. På rentemødet i juni kom ECB helt som forventet ikke med nye tiltag. Det skal ses i lyset af, at ECB satte renten ned og øgede opkøbene af obligationer for nye penge i marts og nu vil se tiden an for at vurdere effekten.

Kina og olie væk fra rampelyset

I begyndelsen af året havde investorerne meget fokus på den faldende oliepris og risikoen for en hård opbremsning i den kinesiske økonomi. I de seneste måneder har både olien og Kina forladt rampelyset.

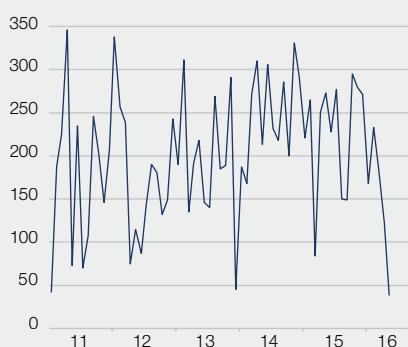
Olieprisen er siden bunden i januar næsten fordoblet og har i de seneste uger ligget relativt stabilt omkring 50 dollars per tønde. Den højere oliepris har mind-

sket investorenes frygt for, at store konkurser i oliebranchen vil udløse en ny global finansiell krise. Det er en af hovedårsagerne til, at aktiekurserne steg markant i foråret sammen med olieprisen. Det amerikanske S&P 500-aktieindeks nåede i begyndelsen af juni det højeste niveau nogensinde.

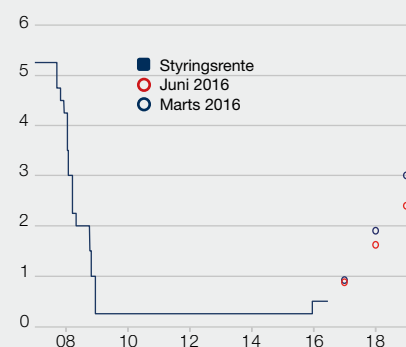
Frygten for en hård opbremsning i den kinesiske økonomi er samtidig aftaget. Efter en periode i baggear er den kinesiske eksport blevet stabiliseret, og huspriserne er igen begyndt at stige. Samtidig har udsvingene i den kinesiske

valuta været mindre, end mange investorer frygtede. Både i august 2015 og i begyndelsen af 2016 gav det stor uro på de finansielle markeder, at den kinesiske yuan blev svækket med nogle få procent overfor dollaren. Mange investorer frygtede, at det var begyndelsen på en langt større kinesisk devaluering, men den frygt er foreløbig gjort til skamme. **S**

Figur 4
Beskæftigelsesændring per måned, USA, 1000. personer



Figur 5
Styrringsrente og Fed's forventning, USA, procent



Figur 6
USD/DKK



”

Usikkerheden om britisk økonomi kan blive endnu større, hvis Skotland efter det britiske EU-nej vælger at forlade Storbritannien.



BREXIT sender mørke skyer ind over europæisk økonomi

Det britiske nej til EU sender chokbølger igennem det finansielle system og giver stor usikkerhed om europæisk økonomi.

Investorerne er i chok, efter at briterne har stemt for at forlade EU. I første omgang giver det britiske nej primært økonomiske udfordringer for Storbritannien. Britisk økonomi vil højst sandsynligt bremse kraftigt op og måske endda gå i bakgear i en periode. Det er naturligvis også i det lys, man skal se den store svækkelse af det britiske pund efter afstemningen.

I første omgang vil de politiske kræfter nu samles om at finde ud af, hvordan Storbritanniens fremtidige forhold til EU skal være. I udgangspunktet vil der gå omkring to år, før Storbritannien forlader EU. I mellemtiden skal politiske forhandlinger mellem den britiske regering og EU afgøre, hvilke regler der derefter skal gælde for handel mellem Storbritannien og EU. Det bliver sandsynligvis langstrakte og besværlige forhandlinger, der i en lang periode vil give usikkerhed om de fremtidige handelsmuligheder ind og ud af Storbritannien. Usikkerheden om britisk økonomi kan blive endnu større, hvis Skotland efter

det britiske EU-nej vælger at forlade Storbritannien.

Konsekvenser for hele Europa

Men det britiske nej får også konsekvenser for resten af Europa. Det er blot særdeles usikkert, hvor store de bliver.

Isoleret set er Storbritanniens direkte økonomiske betydning for resten af Europa relativt behersket. Storbritannien udgør godt 15 procent af EU's økonomi, og kun omkring fem procent af de øvrige EU-landes eksport går til Storbritannien. Men de indirekte konsekvenser for europæisk økonomi af det britiske nej kan vise sig at være betydeligt større end de direkte.

Afgørende politisk proces i Europa

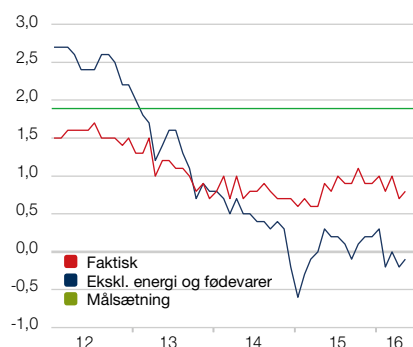
Meget vil afhænge af den politiske proces i Europa i de kommende uger og måneder. De toneangivende EU-ledere har naturligvis allerede meldt ud, at EU-samarbejdet fortsætter trods det britiske nej. Men EU-skeptiske bevægelser i andre lande kan meget vel få vind

i sejlene efter det britiske nej. Får man det indtryk, at EU er på vej i opløsning, vil mange virksomheder utvivlsomt udskyde planlagte investeringer og dermed få hele den europæiske økonomi til at bremse kraftigt op. I så fald vil investorerne flygte væk fra europæiske aktier, der kan komme ud på en langvarig dyb nedtur.

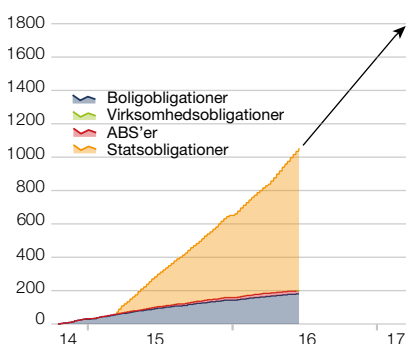
Så galt behøver det naturligvis ikke at gå. De nuværende EU-ledere vil kæmpe med næb og klør for at holde sammen på EU. Men blandt andet den tyske og franske regering kan i yderste konsekvens blive skiftet ud med EU-skeptikere allerede i 2017. Derfor er usikkerheden om fremtiden for europæisk økonomi netop nu ekstraordinært stor.

Vi forventer i udgangspunktet, at EU i store træk vil fortsætte, som vi kender det efter det britiske nej. Set fra en økonomisk synsvinkel er det især afgørende, at det indre marked med fri bevægelighed for varer, tjenester og arbejdskraft fortsætter uændret. Men usikkerheden om EU's fremtid er så stor, >>

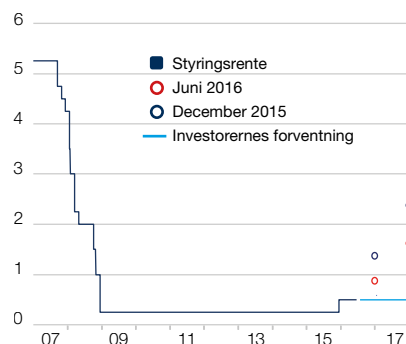
Figur 1
Inflation, eurozonen, procent år-over-år



Figur 2
Den Europæiske Centralbanks beholdning af støtteopkøbte obligationer, milliarder euro



Figur 3
Styrringsrente og Fed's renteforventninger, USA, procent





» at det kan få mange virksomheder til at blive så forsigtige, at det i sig selv får europæisk økonomi til at bremse op.

I lyset af det britiske nej nedjusterer vi vores vækstforventninger for eurozonens økonomi til 1,25 procent i 2016 og en procent i 2017 fra tidligere 1,5 procent begge år. Usikkerheden er dog meget stor.

Nye tiltag fra centralbanken

I første omgang vil Den Europæiske Centralbank (ECB) formentlig se tiden an for at vurdere, hvordan økonomien udvikler sig. Bremser eurozonens økonomi væsentligt op, kan inflationen falde

yderligere fra det i forvejen alt for lave niveau, jf. figur 1. Det vil formentlig få ECB til at komme med nye tiltag senere på året. I første omgang med mere af det samme som hidtil. Det vil sige sænke indlånsrenten yderligere og forhøje opkøbet af obligationer fra de godt 1.000 milliarder euro, ECB allerede har købt for, jf. figur 2. I yderste konsekvens kan ECB bruge såkaldte helikopterveje, hvor centralbanken deler nye penge ud til borgerne. En variant af det kan være at slette noget af eurolandenes gæld til centralbanken og dermed give råderum til skattelettelser eller øgede offentlige investeringer. Hvis ECB benytter heli-

kopterveje i større omfang, vil obligationsrenterne i Europa formentlig stige. I udgangspunktet forventer vi dog ikke, at ECB vil starte helikopteren.

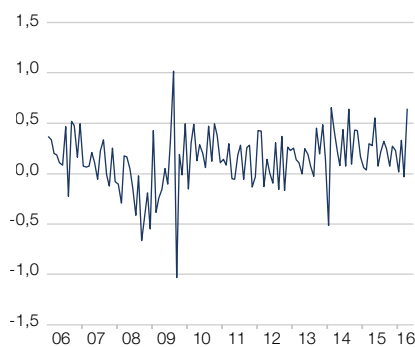
Flere usikkerheder truer

Udover usikkerheden i relation til det britiske nej truer den næste store politiske usikkerhed allerede i horisonten. Det amerikanske præsidentvalg i november har potentiale til at give lige så store dønninger på de finansielle markeder, som vi har oplevet i forbindelse med den britiske EU-afstemning. Det skyldes især, at den republikanske kandidat, Donald Trump, har hård protektionisme

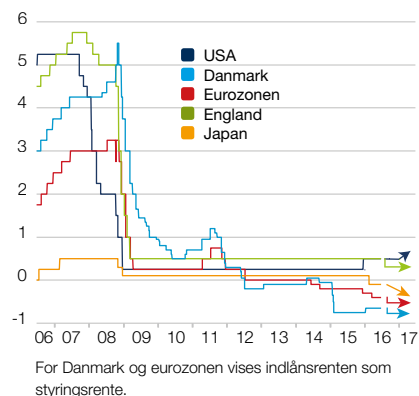
Figur 4
Arbejdsløshed, USA, procent



Figur 5
Privatforbrugsvækst, USA, procent måned-over-måned



Figur 6
Centralbankernes styringsrenter, procent



med blandt andet straffetold på Kina og Mexico på programmet. Det kan i værste fald udløse en global handelskrig, som i yderste konsekvens kan føre til en ny global økonomisk krise. Foreløbig har investorerne taget optakten til det amerikanske præsidentvalg relativt afslappet. Men hen over sommeren kan valget give dønninger på de finansielle markeder. Specielt, hvis meningsmålingerne viser, at Trump kan vinde, og han fastholder sine protektionistiske meldinger.

I forvejen er den globale økonomi i lav fart. Verdensbanken nedjusterede i juni vækstudsigterne for verdensøkonomien i 2016 til kun 2,4 procent fra tidligere 2,9 procent. Det er den laveste globale vækst siden 2009.

USA tilbage på sporet

Et af de steder, hvor væksten hidtil har skuffet i år, er i USA. I første kvartal voksede den amerikanske økonomi kun med under en procent målt på årsniveau. Det har sammen med fortsat beherskede løn- og prisstigninger fået den amerikanske forbundsbank (Fed) til at undlade at hæve renten i år. Da Fed i december 2015 hævdede renten en smule efter at have holdt den tæt på nul i syv år, lagde Fed ellers op til, at renten ville blive hævet fire gange i både 2016 og 2017, jf. figur 3. Det har Fed nu skruet ned til en-to gange i år og tre gange i 2017, jf. figur 3. Det tror investorerne dog ikke på. Investorerne forventer, at Fed slet ikke hæver renten yderligere i de kommende to år. Det, vurderer vi, i udgangspunktet er for lidt.

Vi forventer, at amerikansk økonomi kommer op i højere gear i løbet af året i forhold til den svage vækst i første

kvartal. Specielt det private forbrug bør kunne vokse i lyset af pæn reallønsfremgang, stigende boligpriser, lave renter og faldende arbejdsløshed, jf. figur 4. Amerikanerne har da også brugt betydeligt flere penge i de seneste måneder end i begyndelsen af året. Det private forbrug viste i april den næststørste fremgang i over 10 år, jf. figur 5. De foreløbige indikationer fra detailsalget viser, at fremgangen fortsatte i maj. Det private forbrug har i de seneste år været den primære vækstmotor for amerikansk økonomi, og det vil sandsynligvis fortsætte i de kommende år.

Vi forventer, at amerikansk økonomi vil vokse med omkring to procent om året i de kommende år. Det er ikke prangende efter amerikansk målestok, men matcher de seneste års beherskede opsving. Det vil sandsynligvis få Fed til at hæve renten forsigtigt i de kommende år. I lyset af usikkerheden efter det britiske nej, skal vi dog formentlig ind i 2017, inden Fed hæver renten igen, jf. figur 6.

Får vi ret i, at Fed hæver renten i 2017, vil det isoleret set løfte obligationsrenterne i både USA og Europa lidt i det kommende år. Renteniveauet vil dog efter alt at dømme være meget lavt i en lang periode endnu især i Europa, jf. figur 7. Det skyldes ikke mindst udsigt til en fortsat ekstremt lempelig pengepolitik fra mange centralbanker – blandt andet i eurozonen.

Lidt stærkere dollarkurs

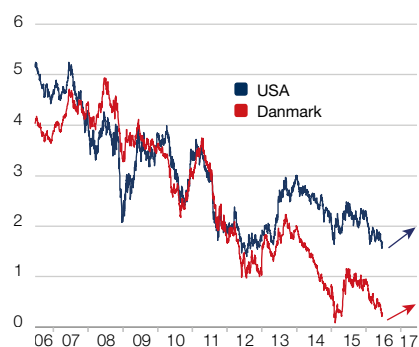
I de seneste år har dollaren primært svinget i takt med den relative renteudvikling i USA i forhold til Europa, jf. figur 8. Højere renter i USA i forhold til eurozonen har i perioder styrket dollaren, mens det i andre perioder har været omvendt. Den modsatrettede pengepolitik i USA og eurozonen trækker isoleret set i retning af en stærkere dollar. Dollaren blev dog allerede frem til foråret 2015 styrket kraftigt netop på grund af udsigten til en markant strammere pengepolitik i USA end i eurozonen i de kommende år. I de

Usikkerheden om EU's fremtid er så stor, at det kan få mange virksomheder til at blive så forsigtige, at det i sig selv får europæisk økonomi til at bremse op.

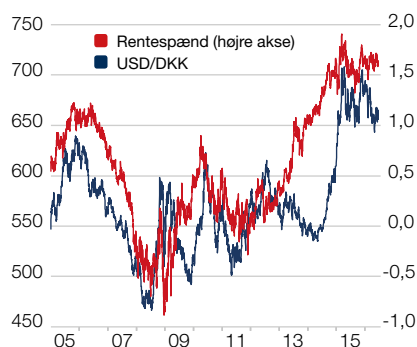
seneste måneder er dollaren samlet set blevet svækket lidt igen i lyset af, at Fed har undladt at hæve renten så hurtigt, som investorerne tidligere forventede.

Får vi ret i, at Fed vil hæve renten i USA lidt hurtigere, end investorerne i øjeblikket forventer, vil det sandsynligvis styrke dollaren behersket. Vi forventer dog ikke, at dollaren bliver styrket kraftigt, jf. figur 9. En væsentligt stærkere dollarkurs vil nemlig presse både inflationen og den økonomiske vækst i USA ned og dermed mindske behovet for, at Fed hæver renten. Usikkerheden er dog endnu større end normalt efter det britiske EU-nej - også i forhold til dollarkursen. **S**

Figur 7
10-årig statsobligationsrente, procent



Figur 8
USD/DKK og 10-årigt statsobligationsrentespænd mellem Tyskland og USA



Figur 9
USD/DKK





TEKST: afdelingsdirektør Mads Kjølisen Olsen FOTO: Shutterstock.com GRAF: Sydbank

Britisk EU-nej overrasker markederne

Den britiske afstemning om forsat medlemskab af EU har overskygget alle andre nyheder de seneste mange uger. Ændringer i meningsmålinger og odds har haft stor indflydelse på aktiemarkedene. Den europæiske Centralbanks (ECB's) opkøb af obligationer har medvirket til at presse selv 10-årige statsobligationsrenter i Tyskland i negativt territorium, og det efterlader obligationsmarkedet i en tilstand, der ikke er set før.

Blandt analytikere og odds-sættere har der, bortset fra en kort periode i starten af juni, været en forventning om et britisk *remain*, og specielt i den seneste uge er denne opfattelse slået igennem på de finansielle markeder. Så meget desto større markedsreaktion ser vi nu. Sydbanks porteføljemodeller bliver naturligvis påvirket afkastmæssigt af udsvingene. Derfor vil værdierne i figur 1 på næste side opleve et dyk. Fredag morgen var reaktionerne følgende: Den forsigtige konservative model ligger med et lille fald i afkastet. Obligationerne stiger

pænt, mens aktierne falder. Nettoeffekten bliver derfor meget beskeden. For "balanceret" og "vækstorienteret" bliver effekten et fald i afkastet på henholdsvis cirka en procent og to procent i forhold til dagen før. Bemærk, at her taler vi om ændringer fra umiddelbart før afstemningen. Vores porteføljer er meget spredt på flere aktivklasser, og det lønner sig i høj grad, når aktiemarkedet ud sættes for "stød".

Selvom det britiske resultat medfører store kursfald og massiv usikkerhed, anbefaler vi investorerne at slå koldt vand i blodet. Centralbankerne har et stort beredskab, og der vil blive sat massivt ind for at dæmpe gemytterne. Vi forventer, at europæiske aktier i første omgang rammes hårdest, men det er samtidig også her, vi ser det største potentiale på længere sigt. Vi anbefaler, at man holder fast i sin langsigtede strategi i forventning om, at verdensøkonomien undgår en recession. På aktiesiden anbefaler vi en global, spredt portefølje. **S**

Sydbanks anbefalinger

Anbefalingerne på disse sider er baseret på Sydbanks fem risikoprofiler: bevarende, konservativ, balanceret, vækstorienteret og aggressiv.

Din risikoprofil

Din rådgiver i Sydbank hjælper dig med at fastlægge risikoprofilen for lige præcis dine forskellige værdipapirdepoter – pension, frie midler, børneopsparing osv. – ligesom du bliver rådgivet om dit valg af konkrete værdipapirer i de forskellige aktivkategorier. Rådgivningen tager udgangspunkt i både din investeringsprofil og den risikoprofilrapport, som Sydbank udarbejder til kunder med værdipapirdepot i banken.

Sydbank PengePlan®

Ønsker du at overlade ansvaret for dele af eller hele din portefølje til Sydbank, tilbyder vi professionel pleje af dine midler. Det kalder vi Sydbank PengePlan®. Din rådgiver kan fortælle dig om mulighederne.

Investering vs. risikoprofil

Som investor er du enten ”aktiv”, dvs. handler værdipapirer løbende, eller ”passiv”, dvs. investerer ud fra, at dine beholdninger skal kunne passe sig selv i en længere periode.

I oversigterne på disse sider kan du se, hvordan Sydbank overordnet rådgiver en aktiv investor. Dertil kommer individuel rådgivning på basis af den enkelte investors investerings- og risikoprofil. 

Tabel 1

Sydbanks anbefalede fordeling på kontant, obligationer og aktier

	Bevarende	Konservativ	Balanceret	Vækstorienteret	Aggressiv
Kontant	80 %				
Obligationer	20 %	90 %	75 %	45 %	25 %
Aktier		10 %	25 %	55 %	75 %
Taktisk aktieallokering		Neutral	Neutral	Neutral	Neutral

Tabel 2

Sydbanks anbefalede fordeling på aktivkategorier

	Porteføljeandele (%)				
	Bevarende	Konservativ	Balanceret	Vækstorienteret	Aggressiv
Kontant	80 %				
Danske obligationer					
– Korte	20 %	23 %	12 %		
– Mellemlange/lange		52 %	45 %	27 %	10 %
Udenlandske obligationer					
– Emerging Markets		10 %	10 %	10 %	10 %
Virksomhedsobligationer					
– Investment grade					
– High yield		5 %	8 %	8 %	5 %
Aktier					
– Globale		10 %	22 %	48 %	67 %
– Emerging Markets			3 %	7 %	8 %
Afkast år-til-dato (22.06.2016)	0,8 %	2,1 %	1,4 %	0,1 %	-1,1 %

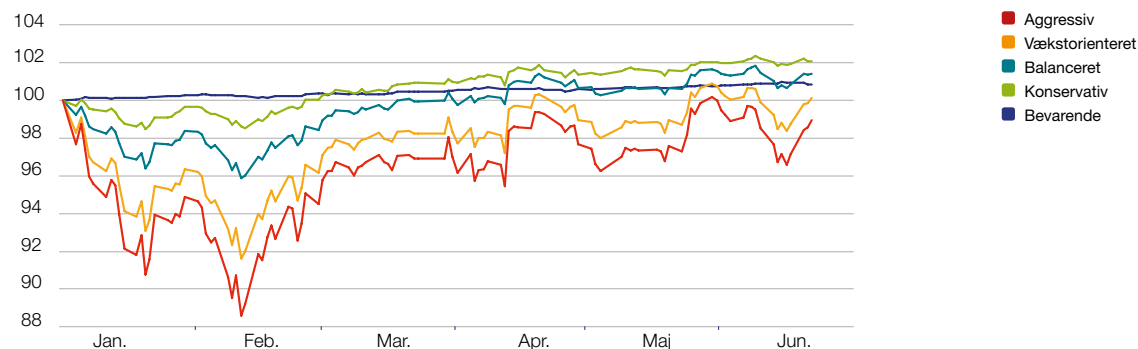
De viste afkast er beregnet på basis af Sydbanks konkrete modelporteføljer rettet mod frie midler.

Afkastet tager højde for de porteføljeændringer, vi løbende foreslår.

Pilens retning angiver ændringen i forhold til seneste udgave af Investering.

Figur 1

Formueudvikling på Sydbanks modelporteføljer. Værdier pr. 1.1.2016 = indeks 100 (Slutværdier pr. 22.06.2016)



”

Afstemningsresultatet øger usikkerheden om fremdriften i europæisk økonomi, og den vil uvægerligt øge investorernes skepsis om særligt de europæiske selskabers indtjeningsmuligheder i de kommende år.

Britisk EU-nej skaber usikkerhed for aktierne

Det britiske EU-nej skaber usikkerhed om fremtiden for Storbritannien og måske også EU. Derfor venter der investorerne nogle svære aktiemåneder forude.

Den britiske folkeafstemning og usikkerheden om udfaldet har dirigeret aktiemarkedernes retning i de seneste uger, helt som vi på forhånd havde forventet i et miljø, hvor nej-sigerne fik mere medvind i meningsmålingerne. Det har resulteret i udpræget usikkerhed og kursfald. Samtidig er en række af ellers fine nøgletal fra amerikansk økonomi blevet afløst af skuffende tal for jobskabelsen, der på ny sætter spørgsmålstegn ved styrken af det amerikanske opsving. Udsigterne for amerikansk økonomi og risikoen for Brexit har sat dagsordenen og flyttet investorernes opmærksomhed fra de to vigtigste kursdrivkræfter i årets begyndelse, nemlig olieprisen og vækstudsigterne i Kina.

En vigtig årsag til, at olieprisen aktuelt spiller en mindre fremtrædende rolle er, at den er steget kraftigt fra bundniveauerne omkring 28 dollars per tønde til et niveau i dag omkring 50 dollars per tønde. Selv om det stadig er langt under tidligere tiders niveau, løfter det investorernes forhåbninger om, at de fleste

olieselskaber kan gennemføre effektiviserings tiltag, der kan tøjle indtjeningsfaldet. Dermed bliver risikoen for, at bankerne oversvømmes med store tab fra olieindustrien væsentligt mindre. Nøgletallene fra den kinesiske økonomi peger desuden mod en håndterbar vækststopbremsning, der ikke bliver alt for hård.

Britisk leave er rigtig skidt nyt

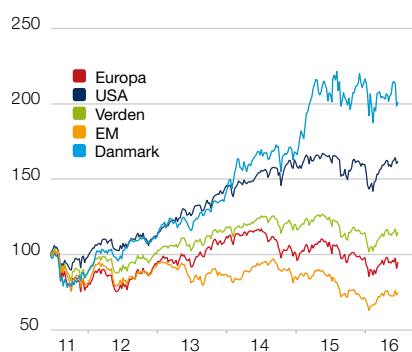
Det britiske nej til fortsat EU-medlemskab er rigtig skidt nyt for aktiemarkedene, særligt de europæiske, der i perioder har været tyngt af usikkerheden om indtjeningsudsigterne i tilfælde af et *leave*. Afstemningsresultatet øger usikkerheden om fremdriften i europæisk økonomi, og den vil uvægerligt øge investorernes skepsis om særligt de europæiske selskabers indtjeningsmuligheder i de kommende år. Briternes EU-nej har dog potentiale til at sende endnu større chokbølger igennem aktiemarkedene og særligt de europæiske. Såfremt EU-ledernes svar mangler hånd-

fasthed og klarhed om retningen i fremtiden for EU, kan det skabe frygt for, hvorvidt der venter en flodbølge af udmeldinger fra andre lande i fremtiden. Bliver det dagsordenen på de europæiske aktiemarkeder, er det meget sandsynligt, at de europæiske aktiers afkastefterløb til eksempelvis amerikanske aktier bliver udvidet. Det vil sænke vores i forvejen lave forventninger til afkastmulighederne på verdens aktiemarkeder i år.

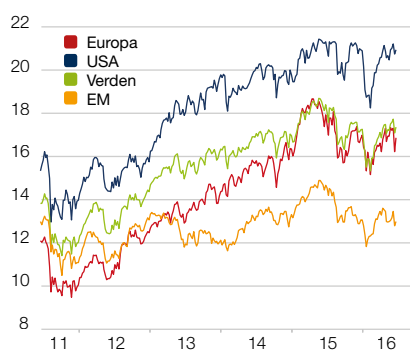
Det britiske *leave* kan reducere fremdriften i europæisk økonomi yderligere og dermed føje sig til listen af verdensøkonomiske vækstudfordringer. Vi har allerede set adskillige analytikere og tænketanks nedrevideringer af udsigterne for verdensøkonomien. Amerikansk økonomi holder sig godt nok på sporet med udsigt til lidt højere vækst i andet kvartal, men de seneste meldinger fra arbejdsmarkedet indikerer også, at økonomien langtfra er usårlig. Kinesisk økonomi kommer ned i et noget lavere væksttempo, men foreløbig ser den værste frygt for en hård opbremsning ud til



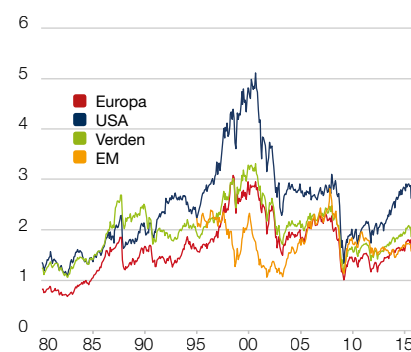
Figur 1
Kursudvikling i aktieindeks, indekseret



Figur 2
Prisfastsættelse målt på P/E



Figur 3
Prisfastsættelse målt på K/I





at være overdrevet. Bekymringerne omkring landets gældsniveau og de kinesiske bankers tilstand er dog relevante, og det er meget svært at få øje på, at kinesisk økonomi pludselig vender tilbage til tidligere tiders væksthiveauer. Samtidig er økonomierne i olieeksporterende lande som Brasilien og Rusland slået kraftigt tilbage og bidrager på kort sigt heller ikke til væksten i verdensøkonomien. Det britiske EU-nej hjælper bestemt ikke på væksttempoet i europæisk økonomi. Den Europæiske Centralbanks (ECB's) massive pengeudpumpning har hidtil

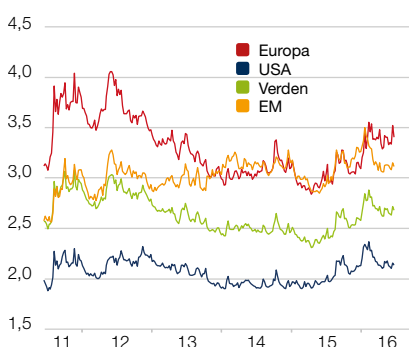
ikke været tilstrækkelig medicin til at løfte vækst og inflation i Europa.

Vi holder fast i vores helt grundlæggende vurdering af, at aktieinvestorerne er for optimistiske, hvis de tager historiske aktieafkast som indikator for afkastpotentialet på aktiemarkedet i den nærmeste fremtid. I et nul-rente miljø fremstår den forventning som for optimistisk i vores optik. De seneste års massive pengeudpumpning fra centralbanker i USA, Japan og Europa har rykket fremtidens vækst frem – uden at det i øvrigt har afværget en verdensøkono-

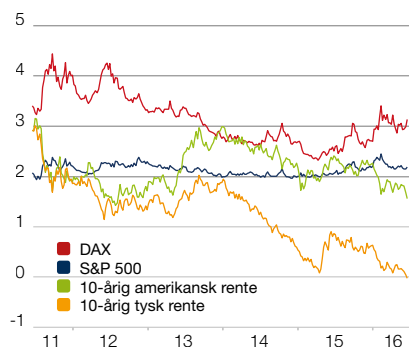
mi i lavt gear. Det er sket samtidig med, at gældsniveauerne mange steder i verden også har nået et højt niveau. Begge dele burde have løftet den økonomiske vækst, men verdensøkonomien er langt fra sprudlende.

Aktieinvestorerne kigger nu ind i sommerferiemånederne, hvor aktiviteten er lav, og hvor vi i tidligere år har set ganske store kursudsving. Kursudviklingen kan i Europa meget vel blive drevet af politiske meldinger om håndteringen af den britiske udtræden af EU. Den amerikanske regnskabssæson tager

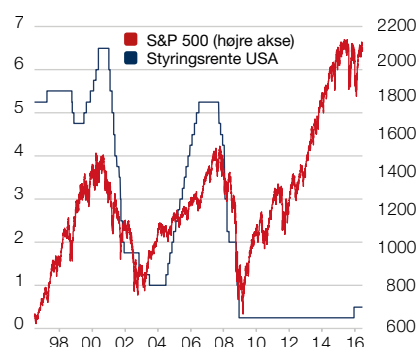
Figur 4
Prisfastsættelse målt på yield, procent



Figur 5
Udbytte i S&P 500 og DAX samt 10-årig amerikansk og tysk rente



Figur 6
S&P 500 og styringsrente i USA





Det britiske nej kan medvirke til en sur stemning på aktiemarkedene. Investorerne er fortsat nervøse over det lave væksttempo i verdensøkonomien og de udfordringer, det giver mange virksomheder i jagten på højere omsætning og indtjening.

imod for nuværende en sejr til Hillary Clinton som en "status quo".

Forvent et svagt aktieafkast i år

Vi forventer stadig et svagt aktieafkast på de globale aktiemarkeder i 2016. Starten har været pinefuld i januar og ind i februar, men aktierne har fuldført et solidt comeback siden – forud for turbulensen inden det britiske valg. Valgresultatet i Storbritannien er desuden rigtigt dårligt nyt for aktieinvestorer. Vækstudsigterne er stadig svage, og aktierne i flere regioner er relativt dyrt prisen fastsat.

Formkurverne hos mange virksomheder peger ikke så stejlt opad som for blot få kvartaler siden, fordi der mangler vækst på top linjen. Det bliver formentlig i tiltagende grad tydeligt for investorerne i de næste måneder. Samtidig lurker usikkerhedsmomenter om kinesisk vækst, fremdriften i amerikansk økonomi og olieprisudviklingen.

Indtjeningsniveauerne i langt de fleste brancher er dog stadig på meget fine niveauer – med mine- og olieindustrierne som nævneværdige undtagelser. Indtjeningsniveauerne afspejler sig også i høje udlodningsniveauer, der særligt blandt de europæiske aktier sikrer et højt direkte afkast (udbytte i forhold til aktiekurs). Det vejer tungt for mange investorer, der må kigge langt efter

acceptable afkast blandt alternativerne kontantplacering og obligationer.

Det britiske EU-nej vil medvirke til en sur stemning på aktiemarkedene. Investorerne er fortsat nervøse over det lave væksttempo i verdensøkonomien og de udfordringer, det giver mange virksomheder i jagten på højere omsætning og indtjening. Turbulensen vil efter al sandsynlighed fortsætte nu, også hvis/når de økonomiske nøgletal skuffer og puster til investorernes frygt for yderligere vækstafmatning i særligt Kina og USA.

Svære vilkår for europæiske aktier

De amerikanske aktier har længe handlet til en ret anstrengt værdiansættelse, hvilket er en af årsagerne til, at vi i en periode har foretrukket europæiske aktier. Det britiske *leave* kaster dog en stor dosis usikkerhed ind på den europæiske scene, og det er tvivlsomt, om de europæiske aktier i den nærmeste fremtid kan klare sig bedre end andre, dyrere aktiemarkeder som eksempelvis USA. Tilbagefald i Europa i kølvandet på det britiske EU-nej dæmper vores i forvejen ret beherskede forventninger til aktiemarkedsafkastene i år yderligere.

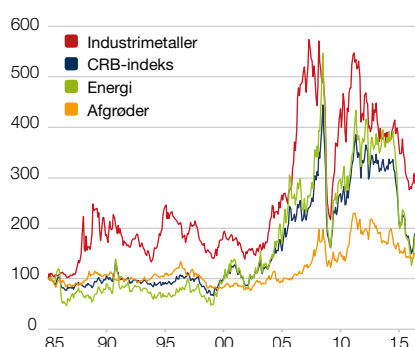
På Emerging Markets ser vi en kontrolleret vækststopbremsning i Kina som positiv for de fjernøstlige aktier, mens vi vurderer, at høje aktieafkast i Latinamerika bliver afhængige af olie-



først for alvor til om en lille måneds tid, og indtil da bliver også nøgletallene retningsgivende for kursudviklingen. Vi forventer, at halvårsregnskaberne generelt vil blive kendetegnet ved et ret uændret syn på vækstudsigterne – men nok med en lille negativ drejning i de cykliske industrier.

Længere ude i horisonten lurker det amerikanske præsidentvalg den 8. november. Et valg, der kan sætte stort præg på de finansielle markeder, hvis Donald Trumps protektionistiske retning får mere medvind. Investorerne anser der-

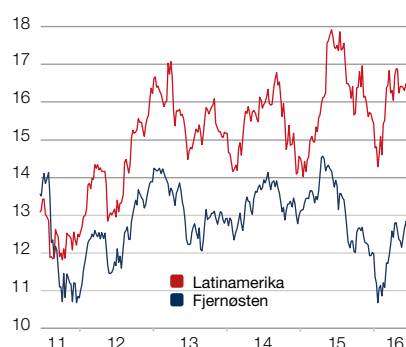
Figur 7
Udvikling i råvarepriser, indekseret



Figur 8
Olieprisen (Brent), dollars per tønde



Figur 9
Prisfastsættelse målt på P/E





Usikkerheden om EU's fremtid betyder dog, at investorerne må forvente, at også de danske aktier bliver ramt i den nærmeste fremtid.



prisstigninger. Samtidig betragter vi værdiansættelse af de fjernøstlige aktier som mere attraktiv end værdiansættelsen i Latinamerika, og vi foretrækker derfor de fjernøstlige aktier frem for de latinamerikanske.

Danske aktier med muligheder

I sammenligning med deres europæiske, amerikanske og asiatiske konkurrenter fremstår mange af de største danske selskaber stadig som stærkt positionerede. Mange er "bedst i klassen" – og giver konkurrenterne baghjul hvad angår produkter, services, forretningsmodeller og indtjeningsudvikling. Samtidig er de største danske aktier kendetegnet ved en forholdsvis høj andel af defensive selskaber, der igennem mange kvartaler har udmærket sig ved at levere generelt stærke regnskaber. Vi forventer, at denne type selskaber, der leverer resultater af høj kvalitet i sektorer med begrænset

eksponering mod den cykliske vækstrisiko også i fremtiden vil være i høj kurs hos aktieinvestorerne. Vores undersøgelse af de danske selskaber i Sydbanks aktieunivers viser, at det kun er få aktier, der for alvor har noget direkte at tabe ved den britiske EU-exit. Usikkerheden om EU's fremtid betyder dog, at investorerne må forvente, at også de danske aktier bliver ramt i den nærmeste fremtid.

Vi sænker vores afkastforventninger til de europæiske aktier, og det giver sig udslag i lavere kursforventninger til både det tyske DAX-indeks, det svenske S30-indeks og det danske C20 CAP-indeks på 6-12 måneders sigt. Det britiske *leave* forstærker vores indtryk af, at der kan vente nogle svære aktiemåneder forude. 

Køb, Hold, Sælg

Begreberne køb, hold og sælg angiver, hvordan en aktie forventes at klare sig i forhold til andre aktier i samme kategori, dvs. enten cykliske eller defensive.

Vi arbejder med tre anbefalingstrin:

Køb

Forventes at klare sig bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien.

Hold

Forventes at klare sig på linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien.

Sælg

Forventes at klare sig dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien.

Sydbanks aktieanalyse

Læs her, hvilke aktier Sydbank anbefaler at købe, beholde og sælge.

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier (konjunkturfølsomme)	Pandora Rockwool Vestas	A. P. Møller Mærsk Bang & Olufsen DSV SAS	FLSmidth
Defensive aktier (mindre konjunkturfølsomme)	Carlsberg Genmab GN Store Nord H. Lundbeck Novo Nordisk William Demant	ALK-Abelló Coloplast ISS Novozymes	Chr. Hansen DONG Energy TDC

På sydbank.dk finder du løbende opdateringer af Sydbanks anbefalinger vedrørende de nævnte aktier. Dels i form af aktieanalyser, dels som kommentarer til aktierne.

Sådan reagerer markederne

Læs her, hvilke begivenheder der især kan påvirke de finansielle markeder i den kommende tid.

Land	Begivenhed	Konsekvens
Europa	Flere lande styrer mod at forlade EU eller ændre deres tilknytning til EU	Europæisk økonomi bremser op, da mange virksomheder vil udskyde nye investeringer. Aktiekurserne vil dykke, obligationsrenterne bliver presset yderligere ned, og euroen bliver svækket.
Europa	Uroen omkring gældskrisen i eurozonen bryder ud igen.	Oblighedsrenterne i de gældsplagede lande vil stige, mens de vil falde i sikre lande som Danmark og Tyskland. Aktiekurserne vil falde, og euroen bliver svækket.
Kina	Den kinesiske økonomi bremser kraftigt op.	De kinesiske myndigheder vil gøre alt for at stimulere økonomien, men det er usikkert, om man kan styre udviklingen. Lykkes det ikke, vil aktierne falde verden over, og statsobligationsrenterne i sikre lande presses ned. Især på Emerging Markets vil kursfaldene blive store.
USA	Den amerikanske forbundsbank (Fed) sætter renten kraftigt op eller begynder at sælge de støtteopkøbte obligationer.	Kraftige stramninger fra Fed kan udløse et ramaskrig på de finansielle markeder med faldende aktiekurser og kraftigt stigende obligationsrenter. Især hvis baggrunden er, at Fed er bekymret for stigende inflation. Hvis baggrunden derimod er, at den økonomiske vækst tager fart, og stramningerne kun kommer langsomt, vil aktiekurserne kunne stige. Dollaren vil sandsynligvis blive styrket.
Globalt	Olieprisen falder yderligere.	Faldende oliepriser presser midlertidigt inflationen ned og forbedrer forbrugernes købekraft og kan derfor øge den økonomiske vækst. Hvis den faldende inflation får inflationsforventningerne til at falde, kan centralbankerne sætte renterne ned eller skrue op for obligationsopkøbene. I udgangspunktet er faldende oliepriser generelt positivt for aktiemarkedet, men negativt for olieselskaberne. Kraftigt faldende oliepriser kan skabe en generelt negativ stemning på aktiemarkedet og presse statsobligationsrenterne i sikre lande yderligere ned, hvis investorerne frygter en statsbankerot i nogle af de olieproducerende lande, og flere olieselskaber trues af konkurs.
Globalt	Inflationen falder yderligere i en række vestlige økonomier med USA og eurozonen i spidsen.	I første omgang vil faldende inflation give en positiv stemning på de finansielle markeder i forventning om flere tiltag fra centralbankerne. Men fortsætter inflationen ned, kan der opstå frygt for deflation. Aktiekurserne vil falde, obligationsrenterne bliver presset ned, og valutaerne i de pågældende lande vil blive svækket.
Globalt	Væksten i verdensøkonomien tiltager kraftigt	Renterne vil stige kraftigt. I første omgang vil et stærkt opsving være godt for aktiemarkedet, men kraftige rentestigninger risikerer at kvæle opturen.

”

Lavere rente kan være med til at sætte gang i økonomien igen og dermed er Rusland ikke længere en bremse for den globale økonomi.

БЩЕСТВО "БАНК

Emerging Markets kan klare

BREXIT

Brexit giver investorer ny usikkerhed, men vi vurderer, at Emerging Markets kan klare udfordringen. Blandt andet fordi Rusland og Brasilien er ved at komme op i gear.

Investorer har det ikke let. Man skulle tro, at finanskrisen, Grækenlands økonomiske problemer, fald i oliepris og en kinesisk økonomi på vej ned i gear osv. var mere end nok, men de britiske vælgere vurderede, at et Brexit manglede.

Nu, hvor et Brexit er aktuelt, og kursene dykker, hvad betyder det så for investeringer i Emerging Markets aktier, obligationer og valuta? Grundlæggende vil vi formentlig se, at toneangivende centralbanker verden over vil holde renten nede eller sætte den endnu længere ned over de kommende måneder. Det er befordrende for især EM-obligationer og valuta, men usikkerheden i kølvandet på Brexit kan mere end opveje den positive effekt på kort sigt.

Inden for gruppen af Emerging Markets vil Brexit ramme de østeuropæiske EU-lande samt landene lige udenfor, som fx Serbien. Brexit skaber tvivl om hele EU-projektet, som i høj grad har gjort, at borgerne i Østeuropa er blevet rigere og har institutioner, som er bedre

end dem, de ellers ville have haft. Uden EU og optagelseskriterierne havde der ikke været en gulerod og pisk over for politikerne. Politiske og økonomiske reformer var ikke blevet til noget, eller det var gået meget langsomt. Vi forventer ikke, at EU bryder sammen, men alene øget usikkerhed om EU's fremtid er negativt for de østeuropæiske lande.

Ellers er effekten på Emerging Markets primært via de finansielle markeder, hvor mindre appetit på risiko rammer generelt. Derudover kan den globale økonomi blive ramt og derfor også Emerging Markets-økonomierne. Brexit er en større udfordring for Storbritannien og EU end for Emerging Markets.

Fra bakgear til første gear

Der var inden afstemningen lyspunkter for to af de største bremser i Emerging Markets.

Rusland og Brasilien har begge været i dyb recession, og økonomierne er

skrumpet massivt, men nu ser det ud til, at de to økonomier kan komme ud af bakgear og over i første gear. Det betyder, at godt nok trækker Kina ikke den globale økonomi så meget frem mere, men til gengæld trækker Rusland og Brasilien fremad igen i stedet for bagud.

Øges tempoet i Emerging Markets samtidig med, at USA måske vokser knap så hurtigt, vil virksomheder og investorer igen kigge på Emerging Markets efter en årerække, hvor man har været mere forbeholdne.

Russisk rentenedsættelse

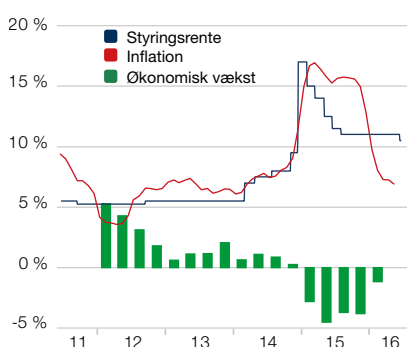
Den russiske centralbank satte i juni renten ned fra 11 procent til 10,5 procent. Den økonomiske udvikling i Rusland er fortsat relativt svag. I 2015 skrumpe- de økonomien 3,7 procent, og forventningerne til i år er også en økonomi, der bliver mindre. Men økonomien er ved at vende, jf. figur 1.

Til trods for den svage vækst har inflationen været høj. Det skyldes en svag



Figur 1

Styrringsrente, inflation år-over-år, og økonomisk vækst år-over-år, Rusland



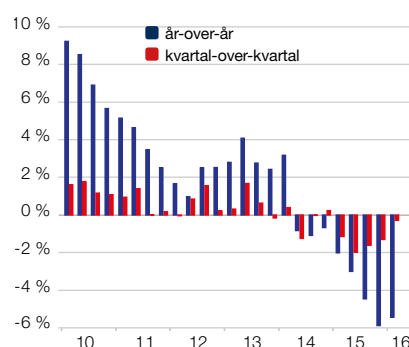
Figur 2

Statsgæld i forhold til økonomiens størrelse, Brasilien



Figur 3

Økonomisk vækst, Brasilien



» rubel, som har været presset af den lave oliepris. Det har gjort importvarer dyre og presset det generelle prisniveau op. Der er dog ved at komme styr på inflationen igen, og det har givet plads til, at centralbanken kan sætte renten ned.

Centralbankens inflationsmålsætning på 4,0 procent, der blev indført i starten af 2015, er ret ambitiøs. Historisk har der været høje inflationsrater i Rusland, så der er tale om noget af et skift. Centralbanken har da også været ”hård” i tonen og dermed bygget noget troværdighed op om målsætningen. Der er dog fortsat langt til målet, og faren er helt klart, hvis renten sættes ned for hurtigt. Det vil stimulere økonomien, men kan også lægge pres på rublen, som i øjeblikket har en af de højeste renter blandt EM-valutaerne. Vi tror, at rentenedsættelsen er den første blandt flere nedsættelser. Det er tænkeligt, at centralbanken samlet vil sænke renten med to-tre procentpoint i år. Lavere rente kan være med til at sætte gang i økonomien igen og dermed er Rusland ikke længere en bremse for den globale økonomi. Der vil dog ikke blive tale om et Rusland, som suser afsted i overhalingsbanen. Dertil er det politiske klima, oliepris og sanktioner for store bremsere, men alligevel kan Rusland begynde at se interessant ud igen for investorer.

Ny præsident i Brasilien

Selv ikke den mest opfindsomme manuskriptforfatter til de brasilianske sæbeoperaer – telenovelas – eller politiske shows som tv-serien ”Borgen”, kunne komme med et mere spændende forløb,

end det brasilianerne har kunnet følge i nyhederne over det seneste års tid. Den såkaldte operation bilvask – Operação Lava Jato – har ført til korruptionsanklager mod næsten hele den brasilianske politiske elite og har i maj også kostet præsident Dilma posten.

Vicepræsidenten, Michel Temer, overtager i første omgang posten som præsident. Der er ingen tvivl om, at Temer kommer på en vanskelig opgave. Dels med at få det politiske system til at blive funktionsdygtigt igen, dels og ikke mindst med at foretage de nødvendige tiltag i den økonomiske politik, som Brasilien i den grad har brug for. Dertil har han sammensat et meget kompetent team af ministre. De skal blandt andet få styr på den offentlige gæld, som på grund af store budgetunderskud er steget betydeligt, jf. figur 2. På sigt kan det føre til risiko for en statsbankerot, hvis udviklingen ikke stopper. Pensionssystemet skal reformeres, da det belaster de offentlige budgetter i meget høj grad. Økonomien skal i det hele tages gøres mere smidig og tilpasningsdygtig, så vækstpotentialet igen kan blive indfriet.

Brasiliens økonomi har nået bunden

Brasilien har gennem de seneste to år stort set altid leveret skuffende eller decideret ringe økonomiske nøgletal. Men i juni blev der offentliggjort en lang række brasilianske nøgletal, som giver håb. Økonomien skrumpede endnu en

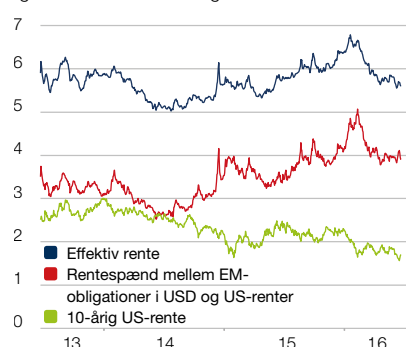
gang, men det var dog alligevel bedste resultat siden slutningen af 2014, hvor økonomien kortvarigt voksede fra kvartal til kvartal, jf. figur 3. Dermed er der håb for, at den brasilianske økonomi kan komme ud af den ekstremt dybe recession. Det kan måske allerede ske i indeværende kvartal. Industriproduktionen viste i april for anden måned i træk, at fabrikkerne langsomt har mere gang i samlebandene.

Lavere renter kan også sætte skub på økonomien. Vi vurderer, at centralban-

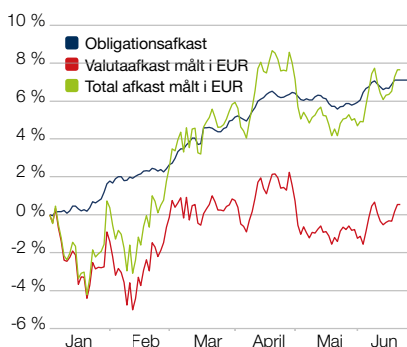
Brasilien har gennem de seneste to år stort set altid leveret skuffende eller decideret ringe økonomiske nøgletal.

ken begynder med at sætte renten ned i tredje kvartal. Inflationen har formentlig toppet eller er meget tæt på toppen. Den brasilianske real er rigeligt stærk, og derfor vil lavere renter ikke gøre nogen skader her. Det vigtigste er dog, om den nye regering kan holde sig til de meget ambitiøse reformplaner. Brasilien har ikke noget valg, men det betyder ikke, at reformerne er på sikker grund. Den nye regering har allerede mistet flere ministre på grund af mistanker om korruption, og ryger der mange flere, kan regeringen miste opbakning. Det er aktuelt den store risiko for Brasilien og den brasilianske real. **S**

Figur 4
Effektiv rente på EM-obligationer i USD, rentespænd mellem EM-obligationer i USD og US-renter samt 10-årig US-rente

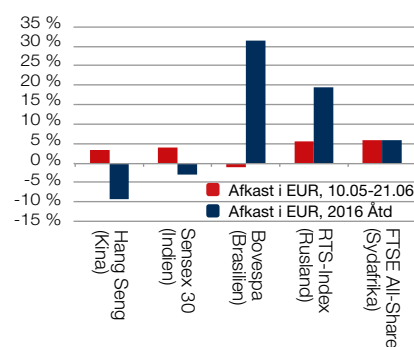


Figur 5
Afkast på EM-obligationer udstedt i lokalvaluta siden ultimo 2016



Tabel 1 med fem års historik findes på side 23

Figur 6
Afkast i EUR på udvalgte EM-aktiemarkeder



Tabel 2 med fem års historik findes på side 23

Afstemning giver udsving

I nedenstående tekst er alle afkast og ændringer, som det så ud til og med tirsdag den 21. juni og dermed før den britiske EU-afstemning. Briternes nej til EU har betydet lavere kurser.

Ud over den britiske afstemning har det især været den amerikanske centralbanks skiftende udmeldinger, som har sat aftryk på markederne. I midten af maj var den amerikanske centralbank pludselig noget mere hård i tonen end tidligere, og det ramte EM-aktiverne. Men efter mindre gode tal for det amerikanske arbejdsmarked vendte stemningen. Det blev bekræftet ved det amerikanske rentemøde i juni, og derefter steg kurserne på EM-aktier og obligationer igen.

For EM-obligationer var det vigtigste fra mødet, at medlemmerne af den amerikanske centralbank ikke forventer at skulle hæve renten mange gange de kommende år. Dermed er risikoen for højere amerikanske renter på længere sigt lavere. Det har ført til lavere amerikanske renter i perioden. Det var også positivt, at olieprisen er steget yderligere

og er stabiliseret omkring de 50 dollars per tønde.

Lavere amerikanske renter har gavnet EM-obligationer udstedt i USD. Merrenten er faldet en smule til 3,9 procentpoint. På indeksniveau er renten faldet 0,2 procentpoint til 5,6 procent som følge af fald i merrenten og de amerikanske renter. Det betød et afkast på 1,5 procent, jf. tabel 1. Det var obligationer fra risikofyldte lande, deriblandt en del olielande, som klarede sig bedst. Et par lande med Mozambique i spidsen havde negativt afkast.

For EM-obligationer udstedt i lokalvaluta er renten på indeksniveau for alle praktiske formål uændret, det vil sige på 6,5 procent, jf. tabel 1.2. Dermed gav obligationerne før valutakursudsving et afkast på 1,0 procent. Der var rentestigninger i Thailand, Mexico og Polen, mens renterne faldt kraftigt i Tyrkiet. Der var også rentefald i Rusland, hvor centralbanken er begyndt at sætte renten ned.

EM-valutaerne har over en bred kam klaret sig flot i de seneste uger frem til den britiske afstemning. Den russiske

rubel har klaret sig bedst, bl.a. som følge af en højere oliepris. Ud over Nigeria, som endelig har frigivet landets valuta, har perioden været hårdest for Mexico, jf. tabel 3. EM-valutaerne blev som gruppe styrket med 1,4 procent overfor euro og styrket 0,3 procent overfor dollar. Samlet var afkastet for EM-obligationer opgjort i euro på 2,4 procent i perioden, jf. tabel 1.

Med én undtagelse har perioden været positiv for EM-aktier. Brasilien har efter store stigninger i år holdt en mindre pause på trods af udsigt til renteforhøjelse senere på året. På resten af markederne var der plusser. Russiske aktier fik hjælp af en højere oliepris og af, at centralbanken nedsatte renten. I Indien gav regnskabssæsonen højere kurser. Noget af toppen blev dog taget af, efter at centralbankdirektør Raghuram Rajan valgte at stoppe. Rajan har sammen med premierminister Narendra Modi sørget for at holde Indien på reformsporet, og frygten er nu, at Indiens reformtog bliver afsporet. **S**

Tabel 1
Afkast og renter EM-obligationsindeks

Obligationer	10.05-21.06	2016 Åtd	5 år
EM-obligationer i lokalvaluta ¹⁾	2,4 %	7,7 %	12,1 %
EM-obligationer i USD ²⁾	1,5 %	7,7 %	31,6 %
Rentespænd	31.12.2015	10.05.2016	21.06.2016
Effektiv rente EM-obligationer i lokalvaluta	7,1 %	6,5 %	6,5 %
Rentespænd EM-obligationer i USD ³⁾	4,2 %	4,0 %	3,9 %

¹⁾ GBI-EM Global Diversified uafdækket til EUR, ²⁾ EMBI Global Diversified valutaafdækket til EUR, ³⁾ Rentespænd mellem EMBI Global Diversified og den 10-årige amerikanske rente

Tabel 2
Afkast, EM-aktieindeks

Indeks	EUR			I lokal valuta eller USD			Valuta
	10.05-21.06	2016 ÅTD	5 år	10.05-21.06	2016 ÅTD	5 år	
Hang Seng (Kina)	3,3 %	-9,2 %	21,1 %	2,1 %	-5,7 %	-5,4 %	HKD
Sensex 30 (Indien)	3,8 %	-3,0 %	29,3 %	4,0 %	2,7 %	52,7 %	INR
Bovespa (Brasilien)	-1,0 %	31,5 %	-50,6 %	-4,2 %	17,3 %	-17,2 %	BRL
RTS index (Rusland)	5,6 %	19,3 %	-36,2 %	4,5 %	23,8 %	-49,9 %	USD
FTSE all share (Sydafrika)	5,8 %	5,9 %	-0,2 %	2,1 %	4,5 %	71,0 %	ZAR

Tabel 3
Ændring i valutakurs overfor EUR

Land	Valuta	10.05-21.06	2016 ÅTD
Rusland	RUB	5,0 %	11,3 %
Sydafrika	ZAR	4,0 %	1,1 %
Brasilien	BRL	2,9 %	12,1 %
Tyrkiet	TRY	2,6 %	-3,3 %
Sydkorea	KRW	2,5 %	-2,2 %
Filippinerne	PHP	1,9 %	-1,9 %
Malaysia	MYR	1,5 %	2,7 %
Indonesien	IDR	1,4 %	0,3 %
Thailand	THB	1,3 %	-1,0 %
Colombia	COB	1,1 %	3,0 %
Polen	PLN	0,6 %	-3,0 %
Kina	CNY	0,0 %	-4,9 %
Ungarn	HUF	0,0 %	0,4 %
Indien	INR	-0,1 %	-5,4 %
Mexico	MXN	-2,2 %	-10,9 %
Nigeria	NGN	-29,3 %	-32,4 %

Stor usikkerhed om danske obligationer

Danmark er sikker havn på kort sigt, men det kan ændre sig på længere sigt.

Med et farvel til EU sendte de britiske vælgere de finansielle markeder til tælling. Danmark har før fungeret som "safe haven", og Brexit er ingen undtagelse. Investorer søger mod sikre markeder, og her finder vi Danmark.

Vi forventer, at flere danske kapitalforvaltere og pensionskasser de kommende uger vil forsøge at afdække deres valutarisiko og købe kroner. Udenlandske investorer vil sikkert også kortvarigt være at finde blandt kronekøberne. Det kan få Nationalbanken til at sænke renten tidligere end forventet, men først vil man nok lade valutareserven stige med minimum 50 milliarder kroner. Under presset på kronen i 2015 steg valutareserven med 300 milliarder kroner. En rentenedsættelse fra Nationalbanken vil sende obligationskurserne op på danske obligationer, og 2% 30-årige realkreditobligation kan igen nærme sig 100.

Argumenterne for og imod Danmark som "safe haven" er dog mange, og på længere sigt er der en risiko for, at investorerne begynder at spekulere i et dansk farvel til EU. Ser vi en stigende tendens

fra danske politikere til at afvige fra EU, vil investorerne betragte det danske obligationsmarked som uinteressant og risikabelt, og det vil få renterne til at stige på længere sigt.

Den danske krone styrket

I den seneste tid har den danske krone klaret sig utrolig godt over for euroen, hvor Nationalbanken ikke har tilladt kronen at komme under 7,435 i forhold til euro. Det virker som en bund, Nationalbanken har lagt. Det har affødt, at nationalbankdirektør Lars Rohde har været nødt til at komme på banen og sælge kroner for at svække kronen over for euroen. Den solgte mængde af kroner oversteg 23 milliarder kroner i maj. Det er en god portion, men et godt stykke fra niveauet, som Nationalbanken solgte ved sidste års kronepres.

Forklaringen på den styrkede danske krone er hovedsageligt to ting. Først og fremmest at nogle pensionsselskaber blev usikre på deres euro-positioner op til Brexit-afstemningen, og samtidig har korte danske obligationer givet et bed-

re afkast for USD-investorer. Det bedre afkast på de korte danske obligationer opstår ved, at udenlandske investorer veksler dollars om til kroner og køber korte danske obligationer. Samtidig sælger de kroner ved udløb af obligationen.

Da kronen er stærk ude i fremtiden, vil man kunne få flere udenlandske valutaer for de kroner, man sælger. Derved pakker udenlandske investorer obligationerne væk indtil udløb. Med briternes nej til EU vil efterspørgslen efter kroner ikke aftage på den korte bane, derfor vil Nationalbanken blive nødsaget til at sælge kroner. Det ekstra pres efter danske obligationer vil have en positiv effekt på priserne for danske realkreditobligationer, hvor vi vil opleve kursstigninger.

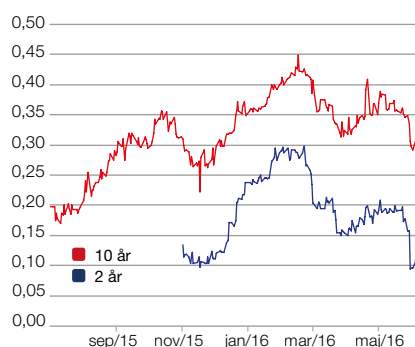
ECB i stort opkøb af virksomhedsobligationer

Den 8. juni begyndte Den Europæiske Centralbank (ECB) opkøb af de mest sikre virksomhedsobligationer i det europæiske marked. Obligationerne må ikke være udstedt af finansielle selska-

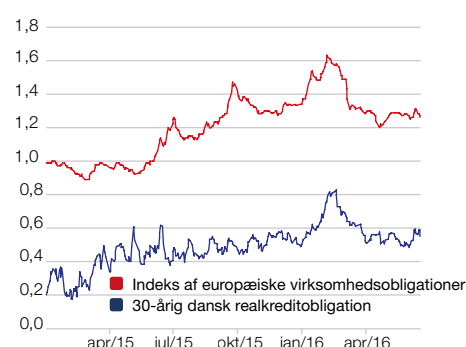
Figur 1
Udvikling i danske kroner overfor euroen, invers



Figur 2
Rentespænd mellem danske statsobligationer og tyske statsobligationer, procentpoint



Figur 3
Kreditspænd på 30-årig dansk realkreditobligation og europæiske virksomhedsobligationer, procentpoint





”

Investorer søger mod sikre markeder,
og her finder vi Danmark.

ber. Forventningerne til, at ECB ville vise muskler, var store, for at opkøbsprogrammet kunne få den ønskede effekt. Allerede på førstedagen viste ECB en aggressiv strategi, hvor de købte stort og bredt ind på det europæiske virksomhedsobligationsmarked. Det betød, at kreditspændet mellem de mest sikre virksomhedsobligationer og swap-renterne er blevet indsnævret. I dagene efter opstarten på opkøbsprogrammet blev kreditspændet indsnævret, men sammen med usikkerheden omkring Brexit blev kreditspændet atter udvidet.

Det samme mønster kan man spore ved 30-årige realkreditobligationer. I lyset af et Brexit vil usikkerheden ikke blive mindre, men generelle fald i renten betyder, at priserne på obligationerne stiger. Derfor vil vi opleve, at kurserne på obligationerne stiger i pris på kort sigt. Selvom usikkerheden er stor – også på længere sigt – vil vi på den lange bane stadig anbefale lange danske realkreditobligationer til pensionsdepotet.

Korte danske realkreditobligationer går godt

I Investering i maj beskrev vi, at variabelt forrentede realkreditobligationer, hvor renten bliver fastsat hvert halve år,

skulle på auktion sidst i maj. Rentetil-lægget, som der blev budt på, blev noget lavere end markedet havde indikeret. Det er rigtig godt for låntagerne. At obligationerne på auktionen gik rigtig godt, er efterfølgende blevet støttet af stadigt stigende priser. I juni udløber cirka 20 milliarder kroner i variabelt forrentede realkreditobligationer, og derfor kan det skabe et understøttende pres på dem, da nogle investorer ikke har fået nok ind på bøgerne. Selvom de korte realkreditobligationer klarer sig fornuftigt, vil 30-årige realkreditobligationer sandsynligvis få medvind hen over sommeren.

Lange realkreditobligationer bedre

Med et nej til EU fra briterne sender de renterne i en nedadgående retning. Det vil være godt for de 30-årige realkreditobligationer, som vi anbefaler til pensionsdepotet. Med rentefald kan nogle blive nervøse for, at 2% 30-årige realkreditobligation kommer i en attraktiv kurs, hvor låntagere begynder at indfri deres lån. Det er vi ikke så bange for, da størstedelen af låntagerne har indfriet deres lån. Derfor vil køb af 3% realkreditobligationer stadig være vores anbefaling. Kursen handles over kurs 100, og det giver lavere rentefølsomhed

end 2,5% 30-årige realkreditobligationer samt et højere afkast på grund af den pålydende rente. Hvis man er en lidt modig køber, er 3,5% 2044 stadig et alternativ, vi synes er interessant, da det er nogle forholdsvis store serier og indfri-elserne ved de sidste opsigelsesperioder har kun været på 6%.

Er man interesseret i mindre renterisiko og den lange løbetid, som eksisterer i 30-årige realkreditobligationer, anbefaler vi at kigge på obligationer med variabel pålydende rente fra DLR og Nykredit. Afkast er tæt på nul procent, men risikoen er lav, og kurserne handles tæt på kurs 100. DLR's 3-årige obligation med variabel rente kan ikke blive negativ og kan købes til kurs 99,80. Alternativt kan man købe Nykredits obligation, hvor renten godt kan blive negativ. Dog har obligationen et højere tillæg, hvilket gør at renten er positiv, og obligationen kan handles over kurs 100. **S**

Tabel 1 · Anbefalinger på realkreditobligationer (grøn risikomærke)

Fondskode	Navn	Kurs	Kursrisiko*	Effektiv rente**	Sydbanks forventning til ét-årigt afkast
0950734	FRN CIB3M+46 okt-2018, NYK	100,20	0,0		0,4 %
0633704	FRN CIB6M-20 jul-2019, DLR	99,80	1,9		-0,2 %
0633755	2% okt-2018, DLR	104,96	2,4	-0,2 %	-0,2 %

Fondskode	Navn	Kurs	Kursrisiko*	Effektiv rente**	Sydbanks forventning til ét-årigt afkast
0978736	3.5% 2044, NYK	105,20	0,4	3,1 %	0,5 %
0978949	3% 2044, NYK	103,60	0,9	2,7 %	0,8 %

Fondskode	Navn	Kurs	Kursrisiko*	Effektiv rente**	Sydbanks forventning til ét-årigt afkast
0979880	2.5% 2047, NYK	100,60	5,4	2,5 %	1,1 %
0979562	2.5% 2037, NYK	102,95	2,8	2,2 %	1,2 %

* Kursrisiko betyder, hvor mange øre kursen vil ændre sig, hvis både korte og lange renter stiger/falder 0,01 procentpoint.

** Effektiv rente (Eff. rente) på fastforrentede konvertérbare obligationer antager, at konverteringsretten ikke bliver udnyttet.

Bemærk derfor, at effektiv rente derfor ikke giver et retvisende billede af afkastet på en fastforrentet konvertérbare obligation.

*** Hvis intet andet er nævnt, har alle de anbefalede obligationer risikomærkningen grøn.



Vestjylland
Private Banking-directør
Bente Borup
tlf. 74 37 65 34



Tyskland
Private Banking-directør
Thomas Hansen
tlf. 0049 461 8602 8750



Midtjylland
Private Banking-directør
Clemen Overgaard
tlf. 74 37 62 38



Østjylland
Private Banking-directør
Anders Høgel
tlf. 74 37 76 11



Fyn
Private Banking-directør
Jesper Møller
tlf. 74 37 82 32



Sjælland
Private Banking-directør
Marianne Jels Eilgaard
tlf. 74 37 99 11



København
Private Banking-directør
Christian Sand Kirk
tlf. 74 37 78 99



Kolding
Private Banking-directør
Alex Slot Hansen
tlf. 74 37 49 04



Aarhus-Aalborg
Private Banking-directør
Erling Carlsson
tlf. 74 37 57 27



Sønderjylland
Private Banking-directør
Helle Hansen
tlf. 74 37 70 43



Sydbank
Afdelingsdirektør
Steffen Ussing
tlf. 74 37 41 03

Sydbank Markets: Aktier tlf. 74 37 44 53 · Obligationer tlf. 74 37 46 31 · Valuta tlf. 74 37 41 61

HVAD KAN VI GØRE FOR DIG OG DIN FORMUE?

Vil du også have din egen formuerådgiver og adgang til et team af eksperter, så ring til os og hør, hvad vi kan gøre for din formue.

Ring på 70 10 78 79 og aftal et møde.

PRIVATE BANKING

Sydbank

Renter, valuta og aktier

Læs her, hvordan danske og udenlandske renter samt valuta og aktier efter Sydbanks vurdering udvikler sig på kort og længere sigt.

Rente forventninger for Danmark pr. 24. juni 2016

	31. dec. 2015	P.t.	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
3-måneders rente (CIBOR)	-0,09 %	-0,16 % (-0,09 %)	-0,15 % (-0,05 %)	-0,15 % (-0,05 %)	-0,15 % (0,00 %)
2-års rente (0,25 % st.l. 2018)	-0,18 %	-0,50 % (-0,35 %)	-0,40 % (-0,20 %)	-0,30 % (-0,15 %)	-0,25 % (0,10 %)
5-års rente (3 % st.l. 2021)	0,33 %	-0,33 % (0,05 %)	-0,25 % (0,10 %)	-0,10 % (0,20 %)	0,00 % (0,30 %)
10-års rente (1,75 % st.l. 2025)	0,94 %	0,17 % (0,40 %)	0,25 % (0,60 %)	0,35 % (0,75 %)	0,50 % (0,90 %)
3-års realkreditrente (jan. 2019)	0,30 %	0,00 % (0,13 %)	0,05 % (0,25 %)	0,15 % (0,30 %)	0,25 % (0,35 %)
30-års realkreditrente (2,5 % 2047)	2,88 %	2,49 % (2,60 %)	2,55 % (2,70 %)	2,65 % (2,85 %)	2,80 % (3,00 %)

En streg i stedet for et tal i tabellen angiver, at obligationen er skiftet ud.

Rente forventninger for USA og Tyskland pr. 24. juni 2016 (10-årige effektive renter)

	31. dec. 2015	P.t.	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USA	2,31 %	1,55 % (1,75 %)	1,60 % (2,00 %)	1,75 % (2,25 %)	2,00 % (2,50 %)
Tyskland	0,63 %	-0,06 % (0,12 %)	0,00 % (0,30 %)	0,10 % (0,45 %)	0,25 % (0,60 %)

Styringsrente forventninger pr. 24. juni 2016

	31. dec. 2015	P.t.	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
Danmark (indskudsbevisrente)	-0,75 %	-0,65 % (-0,65 %)	-0,75 % (-0,65 %)	-0,75 % (-0,65 %)	-0,75 % (-0,50 %)
Eurozonen (indlånsrente)	-0,30 %	-0,40 % (-0,40 %)	-0,50 % (-0,40 %)	-0,50 % (-0,40 %)	-0,50 % (-0,40 %)
USA (fed funds rate)	0,25-0,50 %	0,25-0,50 % (0,25-0,50 %)	0,25-0,50 % (0,50-0,75 %)	0,25-0,50 % (0,50-0,75 %)	0,50-0,75 % (1,00 %)

Valutakurs forventninger pr. 24. juni 2016

	31. dec. 2015	P.t.	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
EUR/USD	108,6	111,3 (114,2)	110-115 (110-115)	105-110 (105-110)	105-110 (105-110)
USD/DKK	687	668 (652)	647-678 (647-678)	677-710 (677-710)	677-710 (677-710)
EUR/DKK	746,3	743,7 (744,0)	744,5-745,5 (744,5-745,5)	744,5-745,5 (744,5-745,5)	744,5-745,5 (744,5-745,5)
JPY/DKK	5,71	6,49 (5,98)	(5,60-5,90)***	(5,40-5,70)***	(5,30-5,60)***
CHF/DKK	686	687 (670)	670-690 (670-690)	660-680 (660-680)	660-680 (660-680)
GBP/DKK	1013	922 (940)	(970-1000)***	(980-1010)***	(990-1020)***
SEK/DKK	81,3	79,0 (80,1)	79,0-81,0 (79,0-81,0)	80,0-82,0 (80,0-82,0)	82,0-84,0 (82,0-84,0)
NOK/DKK	77,7	78,9 (79,5)	77,0-80,0 (76,0-79,0)	78,0-81,0 (78,0-81,0)	80,0-83,0 (78,0-81,0)

Aktiekurs forventninger pr. 24. juni 2016

	ÅTD	ÅTD i DKK	5-årigt afkast	P.t.	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
OMXC20 Cap	-5,9 %	-5,9 %	155,87 %*	978	875-1.025 (950-1.050)	925-1.025 (950-1.050)	950-1.050 (1.000-1.100)
OMXS30	-6,0 %	-8,9 %	29,0 %	1.361**	1.175-1.325 (1.250-1.350)	1.200-1.300 (1.300-1.400)	1.225-1.325 (1.350-1.450)
DAX	-11,2 %	-11,5 %	43,5 %	9.515	8.500-10.000 (9.500-10.500)	9.000-10.000 (10.000-11.000)	9.500-10.500 (10.500-11.500)
S&P 500	3,4 %	1,1 %	64,7 %	2.113**	1.900-2.050 (2.000-2.100)	1.900-2.000 (1.950-2.050)	1.900-2.000 (1.900-2.000)
Nikkei	-21,4 %	-10,0 %	69,2 %	14.952	14.000-15.500 (16.000-17.000)	14.500-15.500 (16.000-17.000)	14.500-15.500 (16.500-17.500)

* 25/11/2011 er startdatoen for C20 Cap ** Lukkekurs 23. juni *** Under udarbejdelse

Tal i parentes angiver skønnene fra forrige udgave af Investering