



Sydbank

investering

SEPTEMBER 2016

Langvarig lavvækst
truer den globale økonomi

**Emerging Markets kan
klare højere renter**

**AMERIKANSK PRÆSIDENTVALG
– konsekvenser og perspektiver**



Jacob Graven
cheføkonom

Trump truer i horisonten

Foreløbig har investorerne taget optakten til det amerikanske præsidentvalg relativt afslappet. Ikke mindst i lyset af hvor forskellige de to hovedkandidater er i forhold til sikkerhedspolitik og den økonomiske politik. Det kan ændre sig i de kommende uger, hvor valgkampen går ind i den afgørende fase. Især hvis Trump ser ud til at kunne vinde, kan udsvingene på de finansielle markeder blive store. Præsidentvalget og dets effekt på de finansielle markeder er derfor emnet for artiklen på side 4-5.

Det er dog ikke kun præsidentvalget i USA, investorerne skal fokusere på. Centralbankernes ekstremt lempelige politik med rekordlave renter og opkøb af obligationer for nye penge har i de seneste år været en afgørende kilde til medvind for investorerne. Udsigten for de store centralbankers pengepolitik vil også i det kommende år være en af de vigtigste faktorer for stemningen blandt investorerne.

God læselyst!

ansvarshavende redaktør

4 Baggrund

Amerikansk præsidentvalg kan give store dænninger på de finansielle markeder

6 Siden sidst

Investorerne tripper nervøst forud for præsidentvalget i USA

8 Global økonomi

Langvarig lavvækst truer

12 Investerings sammensætning

Ro på renten før præsidentvalg

14 Aktier

Trump-valgsejr kan sænke aktierne – men han er langt fra eneste turbulentudløser

19 Sådan reagerer markederne

Hvilke begivenheder kan påvirke de finansielle markeder?

20 Emerging Markets

Emerging Markets kan klare højere renter

24 Obligationer

Trump kan hjælpe danske boligejere

28 Sydbanks forventninger

Sydbanks vurdering af rente, valuta og aktier på kort og længere sigt

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: 30. september 2016.
Næste nummer: 4. november.

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.

Private investorer købte investeringsbeviser for 3,8 mia. kr. i august

Fonde målrettet private investorer havde nettokøb på 3,8 mia. kr. i august. Det skriver interesse-organisationen Investerings Fonds Branchen (IFB) i en pressemeddelelse. I alt blev der investeret henholdsvis 3,1 og 5,6 mia. kr. i danske og udenlandske obligationsfonde, mens der samlet var tilbagesalg i aktiefonde på i alt 5,6 mia. kr. Der var høje indskud i både emerging markets-aktie- og obligationsfonde, som havde samlede nettokøb på over 7 mia. kr.

Samlet steg formuen i fonde målrettet private investorer med 9,5 mia. kr., hvoraf 5,7 mia. kr. er kursgevinster. I 2016 har de private investorer netto købt investeringsbeviser for 29 mia. kr., hvoraf en del er geninvesterede udbytter. **S**

Kilde: *Investering.dk*



Kom tæt på investeringseksperterne på nettet

Som noget helt nyt, tilbyder Sydbank nu bankens Private Banking-kunder, at deltage i en række eksklusive live webinars, under navnet Sydbank Forecast. Her kan man komme helt tæt på bankens eksperter og blive klogere på aktuelle finansielle temaer.

Et webinar er et webbaseret seminar, hvor du som Sydbank-kunde kan følge med i eksperternes præsentationer og beregninger på din skærm og samtidig stille spørgsmål undervejs. På den måde er webinarer ikke kun live – det er også interaktivt.

Du kan deltage i Sydbank Forecast webinarerne uanset hvor du er, og du vælger selv, om det skal være på computeren, tabletten eller på din smartphone.

Læs mere og find programmet for webinarerne på Sydbank.dk under Private Banking, hvor du skal klikke på 'ForeCast' menuen. **S**



Sydbank tilbyder indsigt i 500 internationale aktieanalyser

Sydbank har indgået et samarbejde med det uafhængige ratingbureau Morningstar, som fremover skal stå bag leveringen af hele 500 internationale aktieanalyser til bankens Private Banking-kunder. Med det nye samarbejde får investeringsrådgiveren en meget større værktøjskasse til rådighed, og dermed bliver Sydbank i stand til at give en endnu mere nuanceret og dybdegående investerings- og aktierådgivning.

– Det er meget vigtigt for os at kunne levere og udvikle nye værditilbud til vores Private Banking-kunder. Sydbank skal ikke kun være et sted, hvor kunderne kan opbevare deres formue. De skal gerne opnå en merværdi – både på bundlinjen, men også på vores udbudte services, fortæller Steffen Ussing, afdelingsdirektør i Sydbank Investering. **S**



AMERIKANSK PRÆSIDENTVALG

kan give store dønninger på de finansielle markeder

Aktiekurserne og andre risikofyldte aktiver vil formentlig dykke kloden rundt, hvis det ser ud til, at Trump vinder valget. Effekten på dollaren og obligationsrenterne er mere usikker.

Amerikanerne går til præsidentvalg 8. november. Meningsmålerne har i lang tid peget på, at Hillary Clinton vil vinde valget. Men i de seneste uger er forspringet skrumpet betydeligt, se figur 1. Enkelte målinger har vist, at Trump kan vinde.

Finansiell betydning

I modsætning til de seneste amerikanske præsidentvalg kan valget denne gang få stor betydning på de finansielle markeder. Det skyldes, at kandidaterne er usædvanligt forskellige i forhold til den overordnede økonomiske poli-

tik – specielt i forhold til USA's samhandel med resten af Verden. Trump står for hård protektionisme med høje toldmure overfor blandt andet Kina og Mexico, mens Hillary Clinton i højere grad står for status quo.



Trumps planer om høje toldmure omkring USA vil være skidt for aktiemarkedene og andre risikofyldte aktiver kloden rundt.

Finanspolitik

I forhold til andre dele af den økonomiske politik har begge kandidater fremlagt relativt detaljerede programmer. Begge kandidater lægger op til øgede offentlige investeringer i blandt andet infrastruktur. Trump vil derudover lette skatten markant for både personer og virksomheder. Clinton planlægger derimod at hæve skatten for de rigeste amerikanere. Den store forskel i de økonomiske planer er, at Trumps forslag vil lempe finanspolitikken markant og dermed øge underskuddet på de offentlige finanser.

Præsidenten bestemmer langt fra alt

Det primære fokus forud for valget i USA er på, hvem der bliver præsident. Men det er vigtigt at være opmærksom på, at præsidenten i USA langt fra bestemmer alt alene. På de fleste områder skal præsidenten samarbejde med Kongressen. Det vil være vanskeligt for den kommende præsident at komme igennem med sin egen politik, hvis Kongressen ikke vil stemme for den. Den amerikanske præsident kan dog i visse tilfælde regere via dekret og dermed gå uden om Kongressen.

Usikker effekt

Det er således vanskeligt at spå om, hvilken økonomisk politik der vil blive ført i USA efter valget. Det gør det naturligvis endnu mere vanskeligt at spå om reaktionen på de finansielle markeder.

Det er dog relativt klart, at Trumps planer om høje toldmure omkring USA vil være skidt for aktiemarkedene og andre risikofyldte aktiver kloden rundt. Det gælder også i forhold til Emerging Markets – ikke mindst Mexico, der står i første række til at blive ramt. Hvis planerne faktisk gennemføres, vil kurserne sandsynligvis dykke markant. Det vil investorerne naturligvis tage forskud på

allerede i de kommende uger, hvis det ser ud til, at Trump kan vinde valget. Men reaktionen kan i første omgang blive dæmpet af, at mange investorer tvivler på, at Trump reelt kan gennemføre planerne som præsident.

I forhold til obligationsrenterne og dollarkursen er effekten endnu mere usikker. Forskellige forhold vil nemlig trække i hver sin retning. Det er på forhånd særdeles vanskeligt at vurdere, hvilke der vil veje tungest.

På den ene side trækker udsigten til risiko for en global økonomisk krise og aktiekursfald med Trump som præsident i retning af endnu lavere obligationsrenter. Men på den anden side vil en global handelskrig og lempelig finanspolitik i USA betyde højere inflation, som trækker i retning af højere obligationsrenter. Vi forventer i udgangspunktet, at obligationsrenterne vil falde, hvis Trump ser ud til at vinde valget.

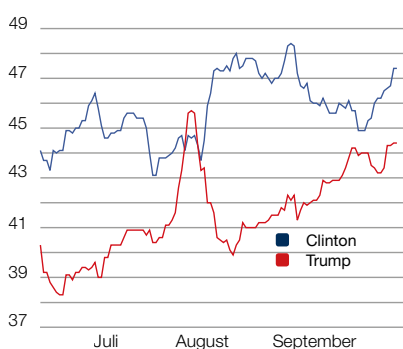
Tilsvarende trækker Trumps planer om toldmure omkring USA og større politisk indflydelse på Fed isoleret set i retning af en svagere dollarkurs, da nogle investorer sandsynligvis vil trække penge væk fra USA. Andre forhold trækker derimod i den anden retning. Global finansiell uro med store aktiekursfald får som regel investorerne til at søge mod

de mest sikre og likvide finansielle aktiver. Det styrker ofte dollaren i perioder med global usikkerhed. Hvis toldmure og lempelig finanspolitik i USA presser de amerikanske renter op, vil det isoleret set styrke dollaren. Endelig vil høje toldmure omkring USA kunne nedbringe USA's underskud på betalingsbalancen og trække i retning af en stærkere dollarkurs. Vi forventer i udgangspunktet, at dollaren i første omgang vil blive svækket overfor euro og danske kroner, hvis Trump ser ud til at vinde valget.

Hvis Clinton vinder, forventer vi derimod kun en behersket reaktion på de finansielle markeder på kort sigt.

Effekten af en sejr til Trump vil sandsynligvis være størst på aktiemarkedet og inden for andre risikofyldte aktiver, hvor kurserne formentlig vil dykke kloden rundt. Hvor kraftigt og langvarigt aktiekursfaldet bliver, er særdeles usikkert og vil blandt andet afhænge af, hvilken politik der reelt bliver ført, når den nye præsident rykker ind i Det Hvide Hus i januar 2017. **S**

Figur 1
Meningsmålinger, gennemsnit, procent
 Clintons forspring er skrumpet



Overblik:

Vores vurdering af valgresultatets mulige konsekvenser

	Clinton	Trump
Aktier	+	%%
Obligationsrenter	+	%?
Dollar	+	%?
Emerging Markets	+	%%
+ Moderat positiv		
%? Usikkert, men formentlig negativ		
%% Stærkt negativ		

Investorerne tripper nervøst forud for præsidentvalget i USA

Med præsidentvalget truende i horisonten har både aktiekurserne, obligationsrenterne og dollarkursen hoppet på stedet i de seneste uger.

Investorerne er så småt ved at rette fokus på præsidentvalget i USA den 8. november. Det mærkes på de finansielle markeder, der har været præget af nervøsitet og hop på stedet i de seneste uger.

I begyndelsen af september forskrækkede de store centralbanker nogle investorer, så aktiekurserne faldt, og obligationsrenterne steg. Flere direktører fra den amerikanske forbundsbank (Fed) indikerede, at de var indstillede på snart at hæve renten i USA igen. Kort efter undlod Den Europæiske Centralbank (ECB) at forlænge obligationsopkøbene for nye penge, der foreløbig står til at udløbe i marts 2017. Det fik nogle investorer til at frygte, at centralbankerne ikke længere vil give samme kraftige medvind for investorerne som i de seneste år. Frygten blev dog manet i jorden, da Fed senere på måneden undlod at hæve renten og samtidig signalerede, at renten i de kommende år sandsynligvis bliver hævet langsommere end hidtil planlagt. Det fik igen aktiekurserne til at stige og pressede obligationsrenterne ned, se figur 1 og 2. Den 10-årige dan-

ske statsobligationsrente er dermed igen kommet ned omkring 0. Dollarkursen har som hidtil i år bevæget sig i et snævert interval med små udsving, se figur 3. I de seneste dage har usikkerhed om især Deutsche Bank givet fornyet nervøsitet blandt investorerne.

Storbritannien efter Brexit

I skyggen af den nervøse stemning blandt investorerne ser den globale økonomi ud til at holde skindet på næsen efter sommerens Brexit-afstemning. Det gælder også for Storbritannien, hvor stemningen i virksomhederne ellers styrteddykkede i juli i kølvandet på afstemningen. I august mere end genvandt de britiske virksomheder optimismen, se figur 4. Faldet i juli og stigningen i august er de to største månedlige udsving i historien. Samtidig er der i de seneste måneder blevet købt mere i de britiske butikker, og ledighedskøen er

blevet kortere. En del af forklaringen er formentlig, at det britiske pund er svækket markant med over 10 procent siden afstemningen. Det giver de britiske virksomheder en konkurrencefordel og gør det billigere for udenlandske turister at købe ind i Storbritannien. En anden del af forklaringen kan være, at forhandlingerne om Storbritanniens udtræden og fremtidige samarbejde med EU endnu ikke er begyndt. Der er derfor udsigt til, at der vil gå flere år, inden Storbritannien reelt forlader EU.

Status quo i eurozonen

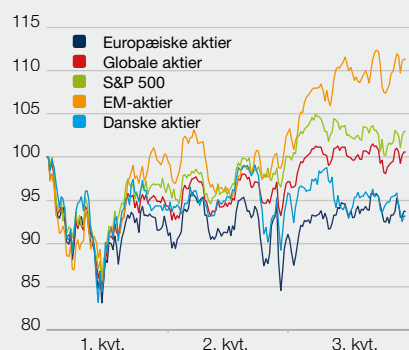
I resten af Europa er stemningen hos forbrugere og virksomheder ikke blevet

”

I skyggen af den nervøse stemning blandt investorerne ser den globale økonomi ud til at holde skindet på næsen efter sommerens Brexit-afstemning.

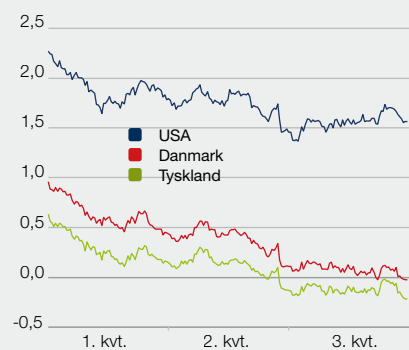
påvirket væsentligt af Brexit. Et af de steder, hvor effekten har været størst er i Tyskland, hvor eksporten til Storbritannien fylder relativt meget. Stemnin-

Figur 1
Aktieindeks målt i DKK. 1. jan. 2016 = indeks 100
Aktiekurserne er kommet stærkt igen efter Brexit, men har hoppet på stedet i de seneste uger.



Figur med 5 års historik findes på side 15

Figur 2
10-årig statsobligationsrente, procent
Obligationsrenterne er rekordlave.



Figur 3
USD/DKK
Dollaren har været relativt stabil året igennem.





gen i de tyske virksomheder dykkede henover sommeren, men i september så man den største månedlige fremgang i over seks år. Stemningen er nu lidt over det gennemsnitlige niveau gennem de seneste år, se figur 5. Det overordnede billede af eurozonens økonomi med behersket vækst og lav inflation er uændret. Det er naturligvis også i det lys, man skal se ECB's beslutning om foreløbig ikke at komme med nye tiltag.

Op og ned i USA

I de seneste år har amerikansk økonomi klaret sig betydeligt bedre end den europæiske. Væksten har været højere, og ledighedskøen er betydeligt kortere. I de sidste tre kvartaler har den amerikanske vækstmotor dog hostet, så væksten faktisk har været svagere end i eurozonen. Det er en af hovedårsagerne til, at Fed foreløbig slet ikke har hævet renten i år, selvom Fed ved årsskiftet lagde op til, at renten ville blive hævet fire gange i 2016. De seneste ugers signaler fra amerikansk økonomi har været blandede. Der er henover sommeren blevet

skabt masser af nye arbejdspladser i et højt tempo efter en opbremsning i foråret.

Det er en af hovedårsagerne til, at amerikanerne ser mere optimistisk på økonomien end på noget tidspunkt siden 2007. Til gengæld faldt stemningen betydeligt i både service- og industri-virksomhederne i august, se figur 6. Bundlinjen er, at amerikansk økonomi i store træk ser ud til at holde kursen fra de seneste års beherskede opsving, men med nogle bump på vejen. Samtidig er løn- og prispresset fortsat beskedent, selvom arbejdsløsheden på under 5 procent indikerer, at der er tæt på fuld beskæftigelse.

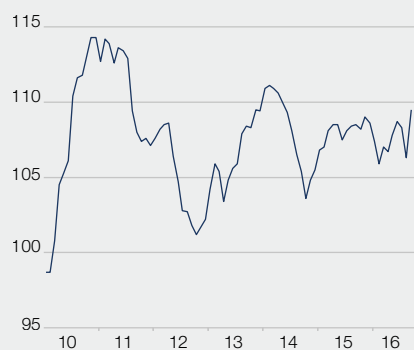
Fokus forsvundet fra Kina og olie

Med til billedet af omtrent status quo i den globale økonomi i de seneste måneder hører, at fokus på Kina og olieprisen næsten er forsvundet, efter at de to emner i begyndelsen af året udløste stor turbulens på de finansielle markeder. Det afspejler, at både kinesisk økonomi og olieprisen har rettet sig efter en hård start på året og på det seneste har udviklet sig relativt stabilt. 

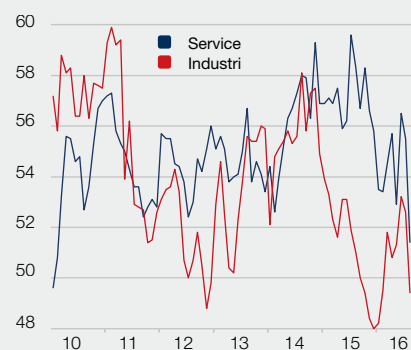
Figur 4
Erhvervstillidsindeks, Storbritannien
De britiske virksomheder blev forskrækkede over Brexit, men har genfundet humøret.



Figur 5
Erhvervstillidsindeks, Tyskland
Også de tyske virksomheder er kommet sig over en mindre Brexit-forskrækkelse.



Figur 6
Erhvervstillidsindeks, USA
Humøret i de amerikanske virksomheder dykkede i august.





Økonomisk vækst skabes af:

- Øget input af arbejdskraft
- Øget input af kapital
- Forbedret produktivitet

Alle tre punkter vil sandsynligvis være i modvind i de kommende år. Det vil holde den økonomiske vækst på et lavt niveau.

Langvarig lavvækst **TRUER**

Historisk lave renter er ikke nok til for alvor at sparke fart i den globale økonomi.

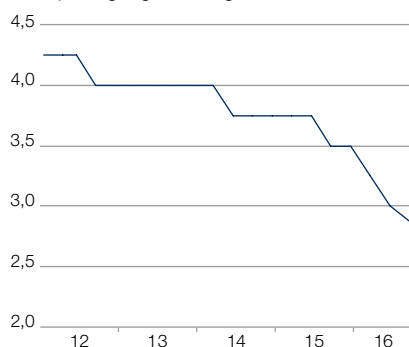
I de fleste lande i Verden har renterne aldrig været lavere end nu. Det burde få forbrugere og virksomheder til at låne og bruge masser af penge og sikre et stærkt økonomisk opsving. Sådan er virkeligheden bare ikke. Den globale økonomi humper afsted, og de store vestlige økonomier kan kun fremvise moderate opsving.

Mere og mere tyder på, at den lave økonomiske vækst er ved at bide sig fast. Det kan holde renterne på et lavt niveau i mange år – også i Danmark.

Fed sænker renteskøn

En indikation på de lavere langsigtede vækst- og renteudsigter er den amerikanske forbundsbanks (Feds) skøn for, hvor høj styringsrenten i USA vil være på langt sigt. I 2012 vurderede Fed, at renten i USA på langt sigt ville være omkring 4,25 procent. Det har Fed nu nedjusteret til 2,9 procent, se figur 1. Det er et spejlbillede af, at de langsigtede vækstudsigter i dag er betydeligt lavere end tidligere.

Figur 1
Feds forventning til styringsrenten på langt sigt, procent
Fed forventer i dag en væsentligt lavere styringsrente på langt sigt end tidligere.



I Danmark og store dele af resten af Europa er de langsigtede vækstudsigter formentlig endnu lavere end i USA. Det skyldes ikke mindst, at befolkningen i Europa ældes hurtigere end i USA. Antallet af personer i den arbejdsdygtige alder vil sandsynligvis falde i EU i de kommende 15 år, mens det vil stige med omkring 15 procent i USA, se figur 2.

En anden indikation på lave langsigtede vækstudsigter er, at de seneste års beherskede økonomiske opsving i mange vestlige økonomier har skabt relativt mange arbejdspladser og presset arbejdsløsheden ned. Det er et tegn på, at økonomierne, trods behersket vækst, er vokset mere, end man kan forvente på langt sigt.

Svag produktivitetsvækst

Spejlbilledet af den beherskede økonomiske vækst og pæne vækst i beskæftig-

sen er en svag produktivitetsudvikling i langt de fleste vestlige lande i de seneste år, se figur 3. I årene 1990-2007 steg produktiviteten i både eurozonen og USA med omkring 1,5 procent om året. I de seneste fem år er produktiviteten kun vokset med omkring 0,25 procent om året. Med andre ord er vores evne til at blive mere effektive i produktionen altså generelt blevet dårligere. Det er usikkert, om det er en forbigående eller perma-



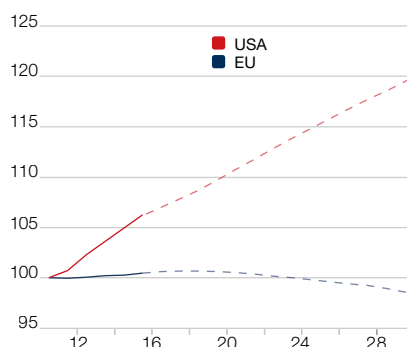
Spejlbilledet af den beherskede økonomiske vækst og pæne vækst i beskæftigelsen er en svag produktivitetsudvikling i langt de fleste vestlige lande.

nent situation. Vi vurderer dog, at der er gode grunde til at tro, at produktiviteten også i de kommende år vil udvikle sig svagt og dermed lægge en dæmper på den økonomiske vækst.

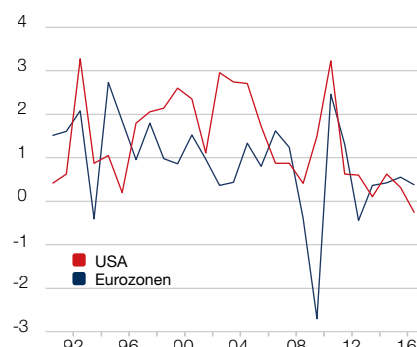
En af årsagerne er, at virksomhederne i de fleste lande har investeret meget lidt, siden finanskrisen ramte. I USA



Figur 2
Antal personer i arbejdsdygtig alder, indekseret
Antallet af personer i den arbejdsdygtige alder vil falde i Europa og kun vokse svagt i USA.



Figur 3
Produktivitetsvækst, procent
Evnen til at blive mere effektiv i produktionen har været dårlig i de seneste år.





» faldt investeringerne med 25 procent, da krisen ramte og ligger i dag kun 2 procent over niveauet i 2006. I eurozonen bliver der i dag investeret næsten 15 procent mindre, end før finanskrisen ramte, se figur 4. Lave investeringer gennem en årrække gør det naturligvis vanskeligt at blive mere effektive i produktionen. Det kan meget vel betyde, at produktiviteten fortsat vil udvikle sig svagt i de kommende år.

En anden årsag til lav forventet produktivitetsudvikling i de kommende år er, at mange af de tilbageværende arbejdsløse har en relativt svag tilknyt-

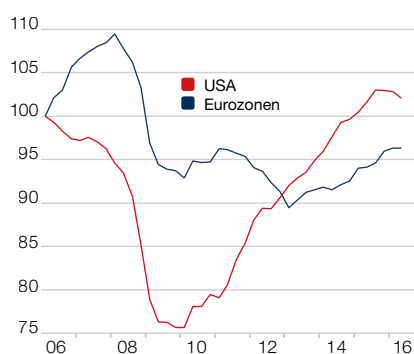
ning til arbejdsmarkedet. Mange vil derfor naturligvis have en lavere produktivitet end erfarne medarbejdere - i hvert fald i en periode efter de kommer i arbejde.

Politiske muligheder

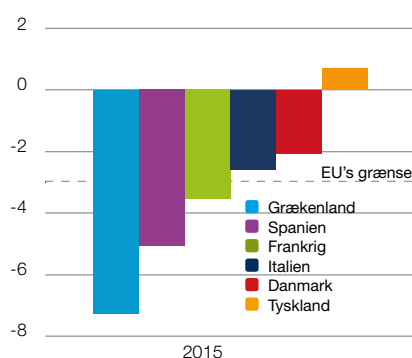
Bundlinjen er altså, at der i de kommende mange år sandsynligvis er udsigt til relativt svag økonomisk vækst i de fleste lande. Det kan man naturligvis forsøge at gøre noget ved fra politisk side, men vi vurderer, at udsigten er dårlig. Nogle af de vigtigste politiske håndtag for at øge økonomiens vækstpotentiale er struktu-

relle reformer, der øger arbejdsudbuddet og skaber øget international konkurrence. Ingen af delene ser desværre ud til at være i støbeskeen i større omfang - snarere tværtimod. Fra en global økonomisk synsvinkel er det dybt bekymrende, at flere og flere lande vender sig væk fra international frihandel. Brexit er blot ét eksempel på den tendens. Helt galt kan det gå, hvis Trump får gennemført sine planer om høje toldmure overfor Kina og Mexico. Det kan udløse en global handelskrig. Men selv hvis det bliver afværget, vil en folkelig skepsis mod frihandel i mange lande sandsyn-

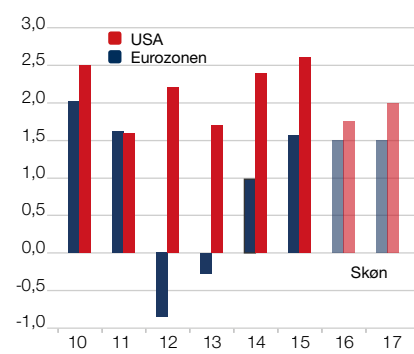
Figur 4
Investeringer i faste priser, indeks
Virksomhederne har kun investeret lidt efter finanskrisen.



Figur 5
Offentlige finanser, procent af BNP
I flere lande overskrider det offentlige underskud EU's grænse.



Figur 6
BNP-vækst, procent
Det moderate økonomiske opsving kan fortsætte.



ligvis sætte globaliseringen på standby eller ligefrem i bagegear i de kommende år. Det vil dæmpe den globale økonomiske vækst yderligere.

På kort sigt kan en mere lempelig finanspolitik med skattelettelser eller øgede offentlige udgifter også løfte den økonomiske vækst. Både i USA og eurozonen har centralbankerne ligefrem opfordret politikerne til at lempe finanspolitikken i erkendelse af, at centralbankerne ikke alene kan sikre højere økonomisk vækst. De ekstremt lave renter gør det billigt for regeringerne at låne penge til at dække det offentlige underskud, som en mere lempelig finanspolitik vil skabe. Vi vurderer dog, at der næppe er udsigt til en væsentlig mere lempelig finanspolitik, specielt i Europa. Det skyldes, at mange EU-lande i forvejen har rigeligt store offentlige underskud på kanten af EU's grænse på 3 procent, se figur 5. Desuden har mange lande i forvejen en offentlig gæld, der er større end EU's grænse på 60 procent. Nok så væsentligt er den tyske regering modstander af, at andre EU-lande får lov at bryde EU's regler. Tyskerne har selv råd til at lempe finanspolitikken, da Tyskland har overskud på de offentlige finanser, men har set fra en snæver tysk synsvinkel ikke behovet, da arbejdsløsheden i Tyskland er på det laveste niveau siden genforeningen i 1990. I USA vil finanspolitikken muligvis blive lempet efter præsidentvalget. Det kan få Fed til at hæve renten lidt mere, end det ellers ville være tilfældet. Men det vil næppe ændre på, at den økonomiske vækst også i USA i de kommende år vil være behersket, og renterne forbliver lave.

Ikke dyb krise

Udsigten til mangeårig lavvækst betyder ikke, at der er udsigt til dyb økonomisk krise. De fleste lande har oplevet et moderat økonomisk opsving i de seneste år, så der er blevet skabt nye arbejdspladser, og ledighedskøen er blevet kortere. Det beherskede opsving kan sandsynligvis fortsætte i de næste par år, hvor renterne fortsat vil være ekstremt lave, og flere personer kan trækkes ind på arbejdsmarkedet.

Vi forventer, at eurozonens økonomi vil vokse med omkring 1,5 procent i det kommende år og amerikansk økonomi med omkring to procent. Det er omtrent samme tempo som i de seneste år, se figur 6.

Centralbanker i modsat retning

Det meget forskellige udgangspunkt for eurozonens og USA's økonomi betyder, at centralbankerne fortsat vil køre i hver sin retning. Fortsat høj arbejdsløshed, lave lønstigninger og alt for lav inflation vil få Den Europæiske Centralbank (ECB) til at holde renten uændret i lang tid endnu, se figur 7. ECB vil næppe sætte renten yderligere ned, da kraftig negativ rente gør det svært for bankerne at tjene penge og dermed stik imod hensigten kan risikere at få bankerne til at låne færre penge ud. I yderste konsekvens kan kraftigt negative renter udløse en finansiell krise. I stedet vil ECB formentlig forlænge opkøbet af obligationer for nye penge, der foreløbig udløber i marts 2017. Forlængede opkøb vil bi-

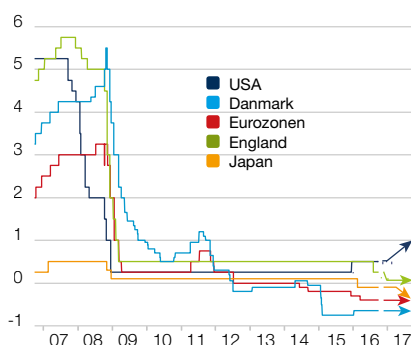
drage til at holde de lange obligationsrenter på et lavt niveau i det kommende år. Vi forventer dog, at de lange renter vil stige lidt fra det nuværende rekordlave niveau, se figur 8. Det skyldes primært, at Fed sandsynligvis vil hæve renten forsigtigt i USA. Vi forventer, at Fed hæver

Udsigten til mangeårig lavvækst betyder ikke, at der er udsigt til dyb økonomisk krise.

renten inden nytår og yderligere et par gange i 2017. Det er lidt kraftigere, end de fleste investorer i øjeblikket forventer. Det kan løfte de amerikanske renter behersket i det kommende år og trække de lange danske obligationsrenter med op et stykke ad vejen. Renteniveauet vil dog med stor sandsynlighed fortsat være lavt om et år.

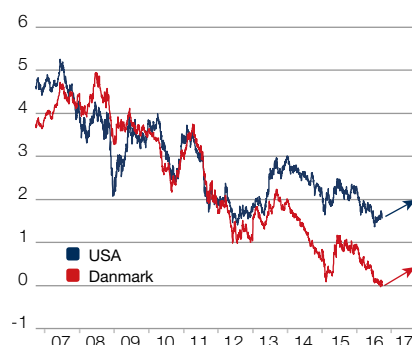
Vi forventer fortsat, at udsigten til renteforhøjelser i USA og fortsatte obligationsopkøb for nye penge fra ECB vil styrke dollaren behersket i de kommende år. Vi forventer dog ikke, at dollaren bliver styrket kraftigt, se figur 9. En væsentligt stærkere dollarkurs vil nemlig presse både inflationen og den økonomiske vækst i USA ned og dermed mindske behovet for, at Fed hæver renten.

Figur 7
Centralbankernes styringsrenter, procent
Udsigt til forsigtige renteforhøjelser i USA og uændret rente i eurozonen.

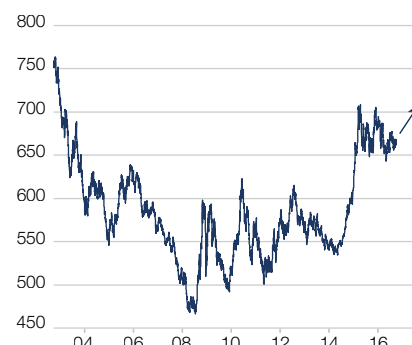


For Danmark og eurozonen vises indlånsrenten som styringsrente.

Figur 8
10-årig statsobligationsrente, procent
Obligationsrenterne kan stige lidt fra det nuværende rekordlave niveau.



Figur 9
USD/DKK
Udsigten til renteforhøjelser i USA og fortsatte obligationsopkøb fra ECB vil styrke dollaren.



USD 100		BUYING 34.55	SELLING 34.90
EUR 500-100		38.75	39.25
GBP 50		45.80	46.60
CHF 1000-100		35.30	35.80
AUD		25.90	26.40

Ro på renten før præsidentvalg

Alles øjne er i disse uger rettet mod USA, hvor kampen om at blive USA's næste præsident for alvor spidser til. Allerede nu har valget haft betydning for de finansielle markeder. Vi vurderer, at det har været afgørende for den amerikanske centralbank, Fed, at holde renten i ro op til præsidentvalget, for ikke at skabe unødigt usikkerhed omkring pengepolitikken. Den lempelige pengepolitik er med til at stabilisere aktiemarkedet, der ellers må vurderes at kunne blive påvirket forskelligt alt afhængig af præsidentvalgets udfald. Globalt set har aktiemarkedet handlet sidelæns de seneste måneder.

Mens Clinton står for det velkendte, forholder det sig modsat med Trump. Hvis magten går til Trump, kan det skabe usikkerhed og kursfald på aktiemarkederne – specielt fordi Trump har skabt tvivl om USA's politik for samhandel med særligt Kina, men også i forhold til andre lande. Særligt aktier og obligationer fra EM-landene kan blive påvirket

kursmæssigt forskelligt, alt efter hvem der bliver præsident. EM-landene har i år oplevet bredt funderede kurstigninger som følge af udviklingen på råvaremarkederne samt den lempelige amerikanske pengepolitik. Med Trump som præsident kan denne positive udvikling komme under pres.

Meningsmålingerne viser en føring til Clinton, der dog ikke er større, end den hurtigt kan sættes over styr. Billedet taler for en forsigtig tilgang til risiko på kort sigt. Vi fastholder en neutral/moderat andel af risikoaktiver i vores portefølje anbefalinger. Det er udtryk for et balanceret hensyn til flere forhold. På positivsiden finder vi den lempelige pengepolitik fra centralbankerne, der generelt understøtter risikofyldte aktiver. Men på den anden side er der et tiltagende antal risikofaktorer, der truer global vækst og indtjening hos mange selskaber. **S**

Overblik:

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 (27.09.2016)	1,4 %	4,3 %	4,2 %	3,9 %	3,0 %

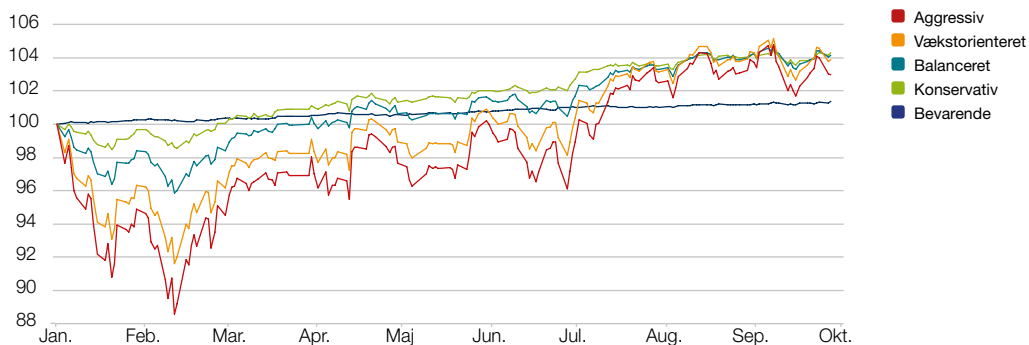
De viste afkast er beregnet på basis af Sydbanks konkrete modelporteføljer rettet mod frie midler.

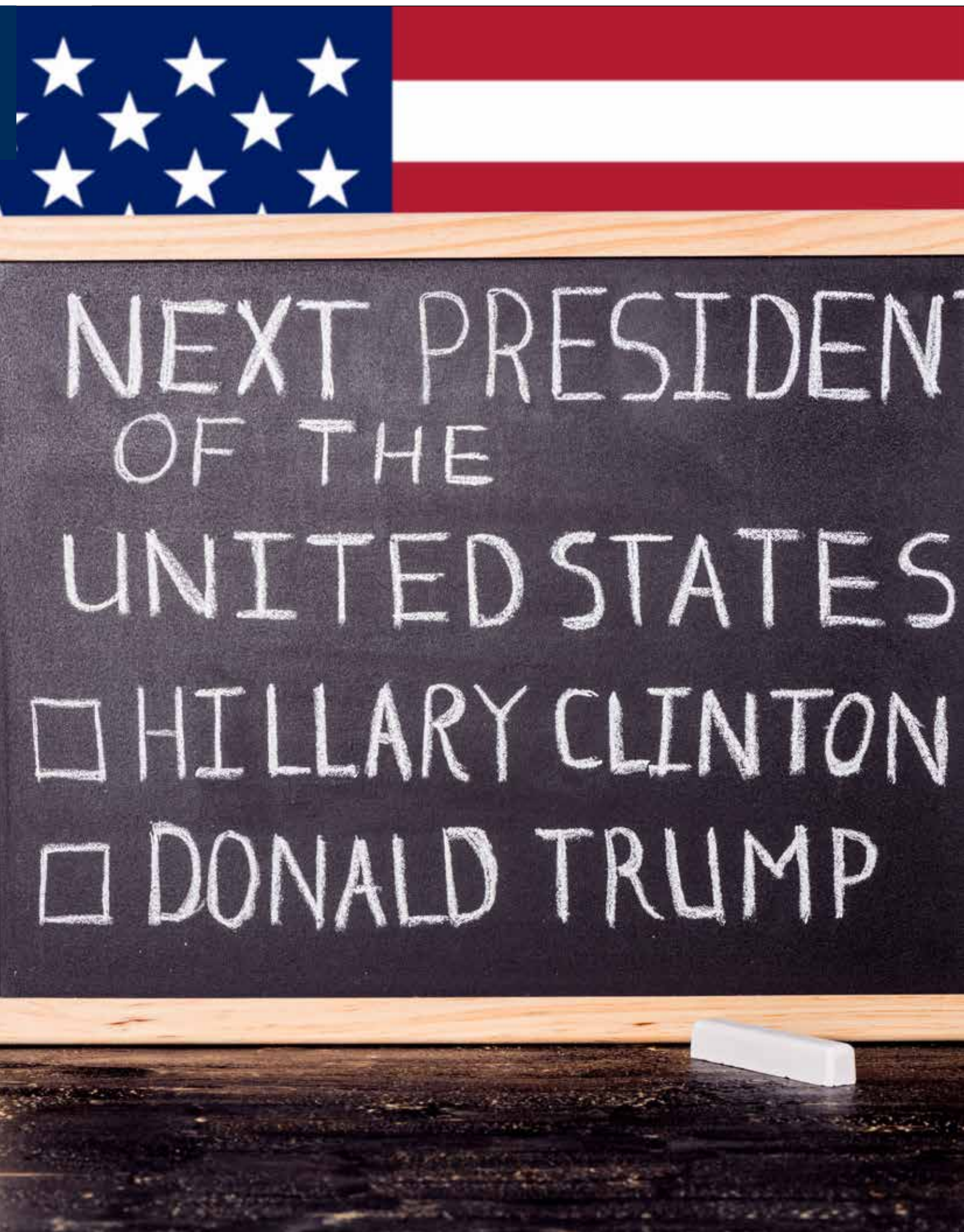
Afkastet tager højde for de porteføljeændringer, vi løbende foreslår.

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. 27.09.2016)





Trump-valgsejr kan sænke aktierne – men han er langt fra eneste turbulensudløser

Præsidentvalget i USA kan kaste skygger over aktiekursudviklingen i de kommende uger, hvis Donald Trump for alvor får vind i sejlene. Donald Trump er dog bare et blandt flere risikomomenter, der kan ændre aktiestemningen til det mere negative.

De vigtigste aktieindeks verden over har ikke rørt nævneværdigt på sig over den seneste måneds tid, se figur 1. Perioden har været præget af meget få programsatte nyheder i form af regnskaber. Opkøbsaktiviteter og fusioner har dog skabt overskrifter og samtidig øget spekulationerne om hvorvidt, der er mere på vej. På negativsiden har særligt dårligt nyt fra de tyske banker skabt en forværret investorstemning omkring bankaktierne i de seneste dage.

Stadig lavrentelykkepiller i skuffen

Centralbankerne i både USA, Japan og eurozonen har igennem de seneste år været leveringsdygtige i lavrente- og likviditetslykkepiller i en passende dosis til aktieinvestorerne. Tiltagene med ultralave og tilmed negative renter – og massiv pengeudpumpning i det finansielle system har haft en markant positiv effekt på afkastet på verdens aktiemarkeder i en lang periode. Centralbankernes evne og vilje til at fortsætte ”støtten” til aktiemarkederne er derfor et nøgle-

spørgsmål i analysen af aktiemarkedets bevægelse og afkastpotentiale i de kommende år. I de perioder, hvor investorerne har frygtet for, om centralbankerne er ved at ”løbe tør for ammunition”, har konsekvensen været rystelser på aktiemarkederne.

Over den seneste måneds tid har vi fået vigtige opdateringer fra de tre – for aktiemarkedsstemningen – så vigtige centralbanker. I denne omgang blev meldingerne fra Bank of Japan om et intensiveret fokus på at kontrollere rentekurven taget positivt op af særlig investorerne i japanske bankaktier. Samtidig var det småt med overraskelser fra den amerikanske forbundsbank (Fed), hvor rigtig meget nu peger mod endnu en renteforhøjelse i december. Feds retorik peger nu mod et noget langsomme tempo for renteforhøjelser end for blot få kvartaler siden, og det passer tydeligvis investorerne rigtig fint. Investorernes aktuelle forventninger antyder dog, at de (stadig) forventer renteforhøjelser i 2017 i et lavere tempo, end det Fed aktu-

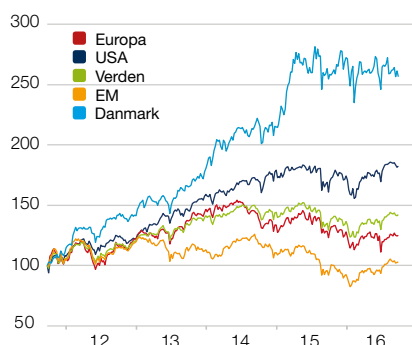
elt angiver. Endelig skabte Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning om at fastholde den aktuelle dosis af stimuli heller ikke betydende krisetegn hos aktiemarkedsinvestorerne.

Efter en årrække med et ekstremt lavt renteniveau på de vigtigste finansielle markeder i verden, markerer de amerikanske renteforhøjelser slutningen på denne æra. Gigantiske investeringsbeløb er over de seneste år placeret i aktiemarkedet, fordi afkastene på alternativerne har været historisk ringe – og for en del statsobligationer endog negativt. Modbevægelsen, når investorerne langsomt men (angiveligt) sikkert må vænne sig til højere renter, vil efter vores vurdering gøre ondt på såvel aktie- som obligationsinvestorer. Effekten af kommende renteforhøjelser i USA – såvel psykologisk som markedsræssigt – er afgjort et usikkerhedsmoment for aktiekursudviklingen.

Det er hævet over enhver tvivl, at centralbankerne i Japan og eurozonen aktuelt går historisk langt i forsøget på



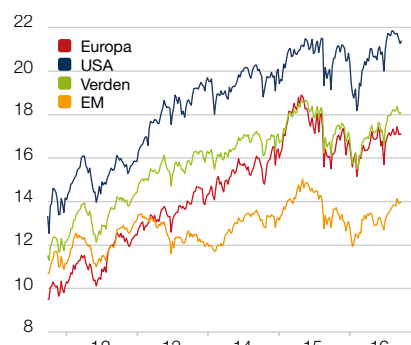
Figur 1
Kursudvikling i aktieindeks, indekseret
Kurserne har ligget ret fladt i den seneste måned.



Figur 2
Olieprisen (Brent), dollars per tønde
Oleprisen er stabiliseret



Figur 3
Prisfastsættelse målt på P/E
Prisfastsættelsen er dyr på flere markeder.





>> at øge inflation og vækst. Vi vurderer, at der stadig kan drejes lidt yderligere på de aktive håndtag. I lyset af til de massive centralbanktiltag er vi bekymrede over det lave væksttempo i eurozonen og Japan – ja faktisk er det hele den globale vækstmotor, der hakker i øjeblikket.

Donald Trump kan udløse aktiekursfald

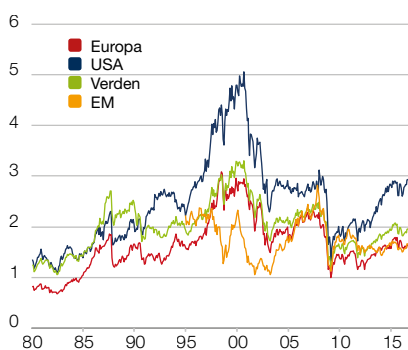
En af de risici, der kan udløse et større aktiekursfald på kort sigt er, hvis Donald Trump bliver amerikansk præsident. Hillary Clinton fører de aktuelle meningsmålinger, og det er godt nyt for

verdens aktiemarkeder, da hun repræsenterer en ret uændret linje i Det Hvide Hus. Clintons føring er dog skumpet markant – og de seneste meningsmålinger peger på et meget tæt løb. Aktieinvestorerne betragter et valg af Hillary Clinton som "status quo", og dermed betragtes den tilknyttede usikkerhed til et valg af Clinton som meget lav.

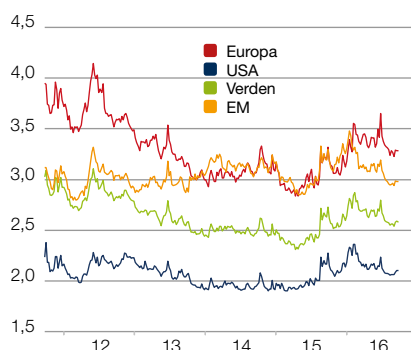
Donald Trumps protektionistiske dagsorden skaber derimod usikkerhed for handlen mellem USA og resten af verden. Trumps valgkamp hidtil har desuden afsløret, at han er fortalende for

et markant omslag i USA's geopolitiske rolle. Bliver Donald Trump valgt til amerikansk præsident, er der derfor udsigt til store forandringer på dette vigtige område, hvor investorerne ellers igennem mange år har været vant til en nogenlunde stabil amerikansk kurs. Et markant omslag i USA's geo- og sikkerhedspolitiske rolle åbner op for en helt "ny" kilde til usikkerhed for aktieinvestorerne. Får Donald Trump endnu mere medvind i meningsmålingerne, er der høj risiko for aktiekursfald overalt i verden. Se også artiklen side 4-5.

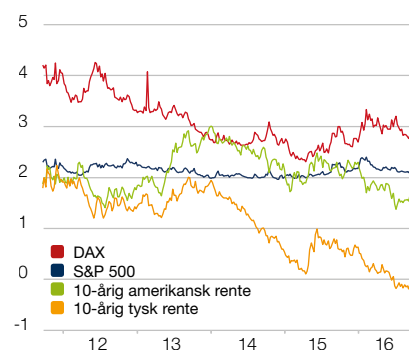
Figur 4
Prisfastsættelse målt på K/I
Lave renter og massiv pengeudpumpning i det finansielle system har løftet værdiansættelsen.



Figur 5
Prisfastsættelse målt på udbytteafkast
Høj udlodning sikrer attraktivt udbytteafkast.



Figur 6
Udbytteafkast og amerikansk og tysk rente
Udbytteafkast overstiger obligationsrenterne.



Overblik:

Aktieudsigter – globalt

Lave renter
Lavt alternativafkast
Højt indtjeningsniveau
Høj udlodning
Lavere råvarepriser



FED-renteforhøjelser
Brexit-konsekvenser
Ny Kina-usikkerhed
Geopolitiske trusler
Aktiemarkedet er på lavrente-lykkepiller
Donald Trump i Det Hvide Hus?



Paradoksalt nok kan de amerikanske aktier faktisk vise sig at blive blandt de mindst hårdt ramte, hvis Donald Trump bliver ny amerikansk præsident. Trumps retorik og udenrigs-/sikkerhedspolitiske planer kan nemlig blive et væsentligt større problem for landene uden for USA end for USA. Meningsmålingerne frem mod valget vil blive retningsgivende for aktiekursudviklingen.

Andre risici lurar i kulissen

Vækstopbremsningen i Kina synes for en stund at være undsluppet investo-

”

Paradoksalt nok kan de amerikanske aktier faktisk vise sig at blive blandt de mindst hårdt ramte, hvis Donald Trump bliver ny amerikansk præsident.

ernes opmærksomhed – men temaet kan hurtigt dukke op igen. Vi ser stadig størst sandsynlighed for, at de kinesiske myndigheder sikrer en blød vækststopbremsning i Kina, men det lidt bedre vækstmomentum hen over sommeren er affødt af stigende gælds niveauer – og det bekymrer om holdbarheden.

Olieprisen er stabiliseret, se figur 2, og det har forbedret stemningen omkring olieselskaberne og på aktiemarkedet generelt. Det usikre vækstbillede for verdensøkonomien skaber også usikkerhed for olieprisudviklingen. Fornye olieprisfald kan sende olieselskaberne ud i ny turbulens.

Brexit er også på vores liste over turbulensudløsere på aktiemarkedet. Aktiemarkedsinvestorerne har foreløbig taget Brexit i stiv arm, og få dages kursfald efter afstemningen er erstattet af stigninger. På kort sigt forventer vi ingen afklaring om tidsdimension eller lavpraktiske spørgsmål i forbindelse med Brexit. Derfor kan udmeldinger fra politikere eller selskaber godt lave Brexit-overskrifter, der periodisk kan få bekymringerne frem på aktiemarkedet. 2017 er desuden valgår i både Tyskland og Frankrig – og derfor er der risiko for, at de kommende kvartaler tegner et billede af politisk opbrud i Europa – og en

usikker fremtid for EU. Konsekvensen af dette vil blive aktiekursfald.

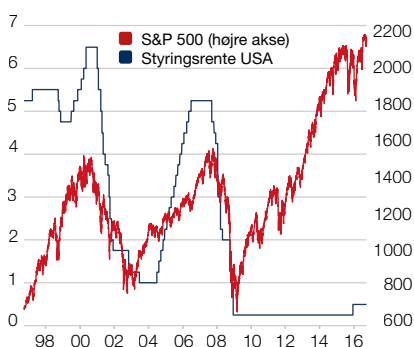
Geopolitiske trusler som voldshandlinger og krig lurar også under overfladen i et verdensbillede, hvor særligt Mellemøsten med Syrien som omdrejningspunkt og Rusland kan blive centrum for fornyet usikkerhed på aktiemarkederne.

Vækstmulighederne retfærdiggør ikke højere aktiekurser

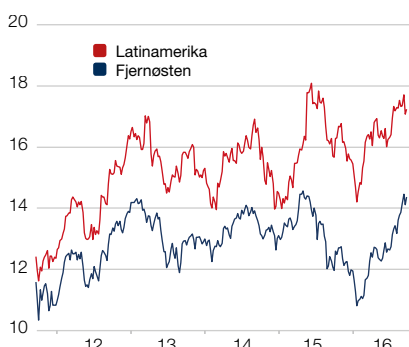
Vækstmulighederne for en lang række selskaber lider alvorligt under, at verdensøkonomiens vækstmotor hakker. Vi har aktuelt svært ved at se, hvor det højere vækstmomentum skal komme fra. De lave renter og den massive pengeudpumpning i det finansielle system har medvirket til at løfte værdiansættelsen til et dyrt niveau på de globale aktier, se figurerne 3 og 4. Selskabernes indtjeningsniveau er stadig solidt, men vi vurderer, at der skal højere indtjeningsvækst til for at retfærdiggøre varige kursstigninger fra de aktuelle niveauer. Lave afkast på alternative investeringsmuligheder og et højt udlodningsniveau er med den aktuelle værdiansættelse tyndbenede argumenter for varige kursstigninger herfra, se figur 5-7.

>>

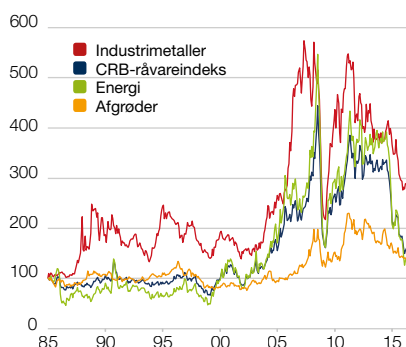
Figur 7
S&P500 og styringsrente i USA
Aktier nær rekordniveauerne i USA



Figur 8
Prisfastsættelse målt på P/E
Vi foretrækker de relativt billige fjernøstlige aktier frem for latinamerikanske



Figur 9
Råvareprisudvikling, indekseret
Råvarepriserne er stabiliseret.



” De amerikanske aktier ser decideret dyre ud – og vi ser større risiko for fald end stigninger på 6-12 måneders sigt herfra.

» Selv om vi stadig forudser aktieturbulens inden udgangen af året, forventer vi ikke et decideret aktiekollaps. Den væsentligste årsag til det er et fortsat højt indtjeningsniveau hos selskaberne generelt og evnen til at udlodde anseelige beløb i form af udbytter og aktietilbagekøb. De mange risici tager aktieinvestorerne dog efter vores vurdering letsindigt på. Fortsætter den tendens uden bedre indtjeningsmuligheder for selskaberne i den nærmeste fremtid, bliver indikationerne på en større, forestående korrektion pludselig tydeligere. Risikoen for en større nedadgående korrektion fremstår som væsentlig større end sandsynligheden for en nært forestående aktiefest.

Vores anbefalingsmæssige konklusioner er stort set uændrede i forhold til seneste udgave af Investering. De ameri-

kanske aktier ser decideret dyre ud – og vi ser større risiko for fald end stigninger på 6-12 måneders sigt herfra. De europæiske aktier er ikke billige – og risiciene er større end i USA – men det er overraskelsesmomentet til positivsiden bestemt også. En mere risikovillig investor kan derfor med fordel vælge de europæiske aktier. Hvad angår Emerging Markets-aktierne foretrækker vi fortsat fjernøstlige aktier frem for latinamerikanske aktier, se figur 8.

Herhjemme er billedet i C20 Cap-indekset også balanceret. Vi ser mulighed for at indekset kan nå 1.100 inden for 6-12 måneder – men også for at det kan falde tilbage omkring niveau 1.000.

Overblik:

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 danske aktier Sydbank anbefaler at købe, beholde og sælge.

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

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
USA	Donald Trump får medvind i meningsmålingerne og fastholder sine protektionistiske meldinger.	Stigende risiko for en global handelskrig, som kan få verdensøkonomien til at bremse kraftigt op. Aktiekurserne vil falde kloden rundt. Dollaren vil formentlig i første omgang blive svækket, og obligationsrenterne kan falde yderligere.
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.
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.
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 renterne presses ned. Især på Emerging markets vil kursfaldene blive store.
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.

ne JOKER

Højere amerikanske renter vil betyde modvind til investorerne, men ikke mere end EM-aktier og EM-obligationer burde kunne klare. En joker er dog som altid politik.

Emerging Markets kan klare højere renter

For ni måneder siden hævede den amerikanske centralbank styringsrenten. Siden er obligationsrenterne i USA og Emerging Markets (EM) faldet, og det har gavnet investorerne. Nu lægger den amerikanske centralbank igen op til at hæve renten. Hvad betyder det for investorer, som har puttet penge i EM-aktier og EM-obligationer?

Lys for enden af tunnelen i EM

Generelt står Emerging Markets bedre end sidste år. Flere økonomier er begyndt at kunne se lyset for enden af tunnelen. Det drejer sig f.eks. om Brasilien og Rusland, to store recessionsplagede økonomier. olieprisen svinger knapt så meget, og falder den for meget, ser det ud til, at Saudi Arabien og Rusland taler prisen op. Generelt er flere af de råvareeksporterende lande langsomt ved at vænne sig til lavere priser.

De politiske problemer i Brasilien er heller ikke så akutte, efter at en ny regering er kommet til. Frygten for et kollaps i den kinesiske økonomi er mindre. Vi forventer stadig, at den kinesiske økonomi skal vokse langsommere end tidligere. Men vi forventer ikke et kollaps.

Bedre EM-vækstudsigt har langsomt fået pengene til at vende tilbage til EM-aktier og -obligationer efter et par magre år.

Amerikansk rente på 2 procent vælter ikke EM

Men kan højere renter afspore udviklingen? Det er der ikke et enkelt svar på, fordi meget afhænger af, hvor meget og hvor hurtigt de amerikanske renter i givet fald vil stige. Vi tager udgangspunkt i en forventning om en 10-årig rente i USA på ca. 2 procent om et år fra aktuelt ca. 1,5 procent.

En sådan rentestigning vil ikke ramme tandhjulene i EM-økonomiernes maskiner. Historien om øget vækst vil således stadig holde. Dermed vil EM stadig se attraktiv ud for virksomheder og investorer, fordi økonomierne vokser hurtigere. Derudover må man også antage, at hvis den amerikanske centralbank hæver renten, er det fordi, det går fornuftigt i den amerikanske økonomi.

Men højere renter giver dog stadig modvind til investorerne. For EM-aktieinvestorer vil modvinden formentlig være til at klare, men det afhænger også

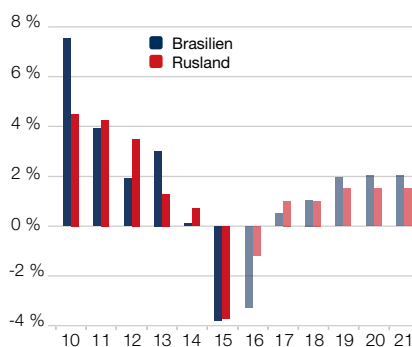
af de modne aktiemarkeder, hvor vores forventninger er dæmpede. Se i øvrigt aktie-artiklen side 18.

EM-obligationer mærker højere amerikanske renter

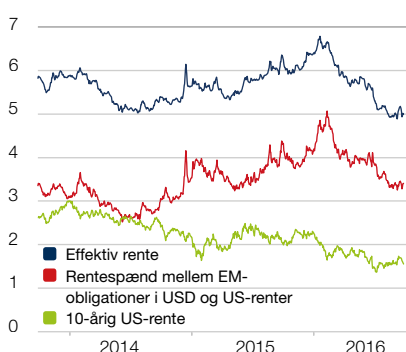
For EM-obligationer, udstedt i dollars, vil effekten af højere amerikanske renter kunne mærkes direkte. For disse obligationer vil højere amerikanske renter koste på afkastet. De forholdsvis høje renter giver dog en isolerende effekt, se figur 2. Men meget afhænger også her af, hvor meget og hvor hurtigt renterne stiger. Stiger renten et halvt procentpoint over kort tid, vil det tage ca. et år, inden tabet er indhentet.

Men renten behøver ikke at stige 1 til 1 med de amerikanske renter. Rentespændet, den merrente investorerne får for at påtage EM-risiko frem for amerikansk risiko, kan tage noget af skraldet ved højere amerikanske renter, og dermed kan der være plus igen i løbet af kortere tid. Sker stigningen i renten så langsomt og glidende, som vi forventer, så vil afkastet formentlig være småt, men ikke gå i rødt i længere perioder. Der vil nok være udsving undervejs, >>

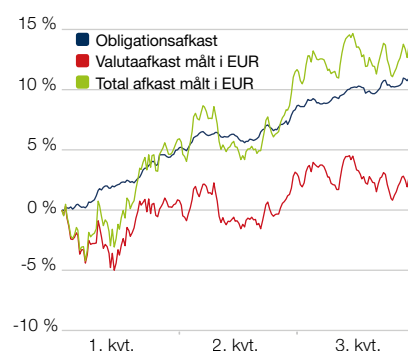
Figur 1
Økonomisk vækst i procent inkl. IMF skøn
Flere hårdt ramte EM-økonomier er begyndt at kunne se lyset for enden af tunnelen.



Figur 2
Rente på EM-obligationer i USD
Rentespændet er stort set uændret, mens den effektive rente er steget en lille smule.



Figur 3
Afkast på EM-lokalvalutaobligationer i år
Obligationerne har givet et lille plus siden midten af august, mens svagere EM-valutaer trak ned.



Tabel 1 med fem års historik findes på side 23

>> men et plus på et års sigt skulle det gerne blive til, selvom vi forventer højere amerikanske renter.

For EM-obligationer, udstedt i lokalvaluta, er effekten på selve obligationerne mindre, fordi landespecifikke faktorer også spiller ind. Inflation er aktuelt ikke nogen videre risiko, og i nogle lande, f.eks. Brasilien og Rusland, vil inflationen formentlig falde yderligere og trække renterne ned.

Sårbare EM-valutaer

Til gengæld er der en effekt og risiko i valutakurserne. Valutaerne vil som udgangspunkt svækkes eller få modvind pga. af lavere merrente til de amerikanske renter. Men hvor slem, denne modvind bliver, afhænger af det generelle risikobillede og af den økonomiske

vækst. Hvis de økonomiske vækstudsigter holder, vil investeringer i de enkelte lande betyde efterspørgsel efter EM-valuta fra virksomheder og aktieinvestorer og vil dermed kunne virke som buffer for højere amerikanske renter.

Den amerikanske dollar er en joker. En stærkere dollar kan i sig selv ramme EM-valutaer, hvilket vi har set over de seneste år. Men samtidig kan det have en dæmpende effekt for danske investorer. Det skyldes, at selv om eksempelvis den mexicanske peso svækkes over for dollar, så svækkes også kronen over for dollaren. Om så pesoen bliver lidt stærkere eller lidt svagere over for kronen, er svært at spå om. Men effekten vil dæmpe udsving mellem EM-valutaerne og kronen. Denne effekt gælder dog primært asiatiske og latinamerikan-

ske valutaer. Jo tættere man kommer på Danmark, jo mere stabilt handler valutaerne over for euro og dermed kronen. Den polske zloty er eksempelvis en valuta, hvor udsving i dollarkursen har lille effekt.

Politik er jokersen

Politik er som sædvanligt den joker, der gør billedet ekstra usikkert i EM. I sommers var der kupforsøg i Tyrkiet, hvilket ramte valuta og obligationer, og det har nu to måneder senere kostet på kreditvurderingen. Vi har haft korruptions-skandale i Brasilien over de sidste år, hvilket har ramt brasilianske aktier, obligationer og valuta. Men siden bunden i slutningen af sidste år, og især siden en ny regering er kommet til i år, er stemningen vendt. jf. tabel 2 og 3. **S**

Vil Sydafrika smide åget fra Zuma?

Reformer er tiltrængte i Sydafrikas vækstsavage økonomi

I Sydafrika har politik ramt aktier, obligationer og valuta ad flere omgange siden december sidste år, hvor landet havde tre finansministre på en uge. Dengang kom nuværende finansminister Gordhan til og reddede landet fra en større krise. Men det har ikke forhindret politiske angreb på Gordhan fra præsident Zumas fløj af regeringspartiet ANC. Det skete igen i

september, hvilket betød en svækket sydafrikansk rand, ZAR, men eftersom Gordhan overlevede på posten og formentlig kom styrket ud af uroen, har ZAR genvundet det meste af det tabte, se figur 5. De politiske angreb skyldes, at finansminister Gordhan vil føre en langt mere ansvarlig finanspolitik end Zuma's fløj. Ansvarlig finanspolitik er der brug for efter en kraftig vækst i den offentlige gæld.

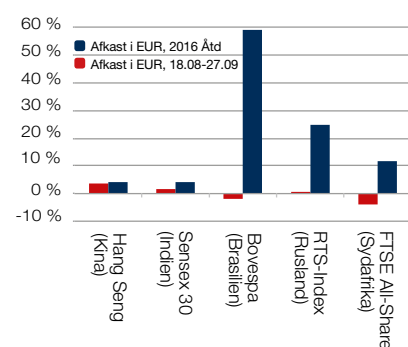
Men der kan være ændringer på vej i sydafrikansk politik til næste år. Zuma er svækket og vil efter planen træde tilbage som formand for ANC i december 2017 og som præsident i

2019, når embedsperioden udløber. Den nye formand vil efter alt at dømmes også blive præsidentkandidat for ANC. Det vil for Sydafrikas økonomi være et afgørende valg. Vælges en kandidat, som kan smide Zuma's åg og stå for reformer, så vil det være positivt for økonomi, aktier og valuta. En økonomi som de seneste år stort set ikke er vokset, se figur 6. Men inden vi når dertil, vil der formentlig igen komme uro omkring finansministeren og omkring præsident Zuma. Derfor er den sydafrikanske rand sårbar og vil formentlig svækkes. **S**

Figur 4

EM-aktiemarkeder afkast i EUR

Godt nyt fra Kinas økonomi trak op. Sydafrika var ramt af politisk uro omkring landets finansminister.



Tabel 2 med fem års historik findes på side 23

Figur 5

Sydafrikanske rand, ZAR (USD/ZAR)

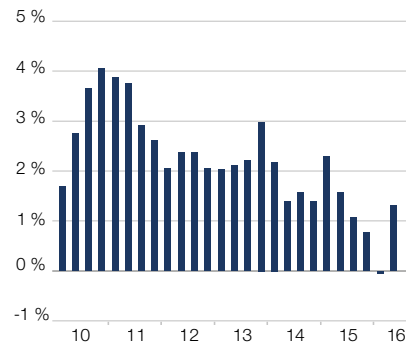
Politik har ramt ZAR flere gange siden december sidste år.



Figur 6

Økonomisk vækst i Sydafrika i procent

Den sydafrikanske økonomi vokser meget svagt bl.a. pga. mangel på reformer.



Amerikanske renter gav udsving i en stille periode

Siden sidste udgave af Investering har det overordnet været centralbankerne i USA, Japan og eurozonen, der har sat præg på afkastene i Emerging Markets. Især forventningerne og usikkerheden omkring den amerikanske centralbank har haft stor betydning. Det kan faktisk være lidt svært at se i afkast i tabellerne 1 og 2, hvor det ligner små udsving omkring nul. Generelt er efterspørgslen efter Emerging Markets aktier og obligationer dog fortsat høj.

Emerging Markets-obligationer, udstedt i USD, var først ramt af højere renter, men blødere toner fra den amerikanske centralbank udjævnede effekten. Samlet er de amerikanske renter dog en smule højere siden sidst. Merrenten er stort set uændret og ligger nu på 3,4 procentpoint. Det samme gør sig gældende for den samlede rente, der er steget

en lille smule til 5,0 procent. Det betød et afkast på 0 procent, jf. tabel 1. De lidt højere amerikanske renter ramte de mere sikre obligationer hårdest, fordi de er følsomme overfor ændringer i de amerikanske renter. Mexico var hårdest ramt, hvilket - udover de amerikanske renter - også skyldes øget risiko for, at Trump kommer til magten i USA. Venezuela var klart højdespringeren på udsigt til, at landet betaler deres renter og afdrag senere i år.

På de lokale obligationsmarkeder var der samlet set også næsten uændret rente på 6,2 %, se tabel 1. Det betød at obligationerne før valutakursudsving gav et afkast på 0,7 procent. Renten steg mest i Mexico og faldt mest i Colombia.

Det var samme billede for valutaerne: Mexico var også her klart svagest, igen en effekt af risikoen for at Trump vinder

præsidentvalget i USA, se tabel 3. Over for euro blev EM-valutaerne svækket med 1,1 procent. Samlet var afkastet for EM-obligationer opgjort i euro på -0,4 procent i perioden, se tabel 1.

Historien for EM-aktier er ikke så forskellig fra EM-obligationer. Dvs. lidt mørke skyer i form af risiko for højere renter i USA og dernæst opklaring. Det viser afkastene i tabel 2 også; her er udsvingene i begge retninger begrænsede i forhold til, hvad vi ellers har været vidne til. Kina topper afkasttabellen, og her spiller bedre end forventede nyheder fra økonomien ind. 

Tabel 1
Afkast og renter EM-obligationsindeks

Obligationer	16.08-27.09	2016 Åtd	5 år
EM-obligationer i lokalvaluta ¹⁾	-0,4 %	13,7 %	20,2 %
EM-obligationer i USD ²⁾	0,0 %	13,4 %	40,7 %
Rentespænd	31.12.2015	16.08.16	27.09.16
Effektiv rente EM-obligationer i lokalvaluta	7,1 %	6,1 %	6,2 %
Rentespænd EM-obligationer i USD ³⁾	4,2 %	3,3 %	3,4 %

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
	16.08-27.09	2016 Åtd	5 år	16.08-27.09	2016 Åtd	5 år	
Hang Seng (Kina)	3,5 %	4,3 %	59,2 %	2,9 %	7,6 %	30,0 %	HKD
Sensex 30 (Indien)	1,6 %	4,4 %	53,5 %	0,6 %	8,1 %	70,8 %	INR
Bovespa (Brasilien)	-2,1 %	59,3 %	-26,9 %	-0,8 %	34,7 %	8,3 %	BRL
RTS index (Rusland)	0,4 %	24,7 %	-13,5 %	-0,2 %	28,6 %	-29,0 %	USD
FTSE all share (Sydafrika)	-3,7 %	11,6 %	16,0 %	-2,9 %	0,4 %	65,5 %	ZAR

Tabel 3
Ændring i valutakurs overfor EUR

Land	Valuta	16.08-27.09	2016 ÅTD
Nigeria	NGN	2,2%	-38,8%
Indonesien	IDR	1,7%	3,1%
Colombia	COB	1,1%	6,5%
Indien	INR	1,0%	-3,6%
Ungarn	HUF	0,7%	2,5%
Thailand	THB	0,6%	1,1%
Rusland	RUB	0,5%	11,6%
Sydafrika	ZAR	0,3%	11,4%
Sydkorea	KRW	0,1%	3,5%
Kina	CNY	-0,1%	-5,7%
Polen	PLN	-0,2%	-0,5%
Brasilien	BRL	-0,4%	18,7%
Tyrkiet	TRY	-1,0%	-5,0%
Filippinerne	PHP	-2,1%	-5,2%
Malaysia	MYR	-2,8%	0,8%
Mexico	MXN	-6,3%	-14,1%

Trump kan hjælpe danske boligejere

Hvis Trump begynder at ligne en vinder, kan boligejere med variabel rente nyde godt af endnu lavere renter.

Skulle Trump gå hen og få medvind hen mod det amerikanske valg den 8. november, vil boligejere med variabelt forrentede lån sandsynligvis kunne drage fordel af det. Investorerne vil frygte for Trump's politik og vil sikre sig mod større finansiell uro. Her står de korte danske realkreditobligationer rigtig godt, da de historisk har fungeret som sikker havn. De er ikke særlig kursfølsomme over for ændringer i renten og betragtes som meget sikre, hvilket er en perfekt cocktail i en urolig periode. Investorerne køber vil løfte kurserne, og boligejerne kan i så fald se frem til en historisk lav rente til november, hvor mange rentetilpasningslån skal have fornyet renten. I slutningen af august fik mange rentetilpasningslån den laveste rente hidtil, men vi forudser, at en triumf til Trump vil sende de korte realkreditrenter ned på et nyt lavpunkt. For de 20-30-årige realkreditobligationer kan man omvendt godt frygte, at kreditpræmien vil

stige ved en mulig Trump-sejr, så renterne stiger. Det skyldes, at kurserne på de lange realkreditobligationer svinger mere, og de plejer at have det svært ved generel markedsuro. Desuden har specielt de lange realkreditobligationer indirekte nydt godt af Den Europæiske Centralbanks opkøbsprogram. Men usikkerheden om, hvornår ECB forlænger programmet, kan også så tvivl, som bliver overført til de lange realkreditobligationer, så renterne kan stige. Vi er dog af den overbevisning, at opkøbsprogrammet nok skal blive forlænget. Indtil da kan det dog presse kreditspændet på de lange realkreditobligationer op og dermed kurserne lidt ned.

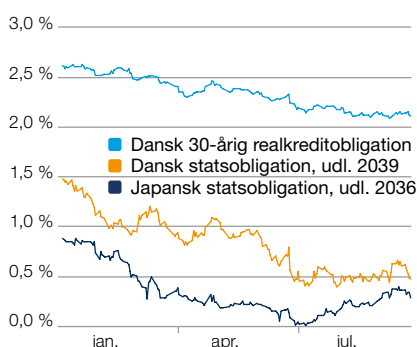
Dollars ryger i danske obligationer

Skaber muligheden for Trump-sejr markedsuro, kan det blandt andet få danske pensionskasser til at søge mod sikker havn. Det betyder, at de køber kroner for at afdække deres positioner, som mest er

i dollars og euro. Det vil styrke kronen yderligere, og det vil være understøttende for de korte danske obligationer med løbetid på halvandet år eller mindre, så renten bliver presset ned. Udenlandske investorer kan udnytte en styrket krone, og obligationer, som giver giver -0,3% i rente, kan pludselig blive en ganske god investering. Det bedre afkast for udenlandske investorer opstår ved, at de veksler dollars om til kroner i dag og køber korte danske obligationer. Samtidig laver de en aftale om at sælge deres kroner ved udløb af obligationen til en forudbestemt kurs. Det hedder en terminskontrakt. Da kronen er meget værd i terminskontrakter, får udenlandske investorer flere dollars for deres kroner. Hermed pakker udenlandske investorer de korte danske realkreditobligationer ned i såkaldte pakker og skaber et afkast, der er 0,4% bedre end amerikanske statsobligationer. Disse investorer har i en længere periode været med til at >>

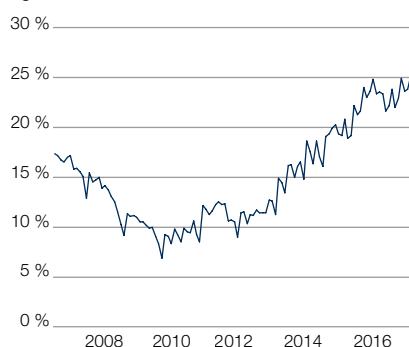
Figur 1
Renteudvikling

Udenlandske investorer har presset renterne ned på lange danske obligationer



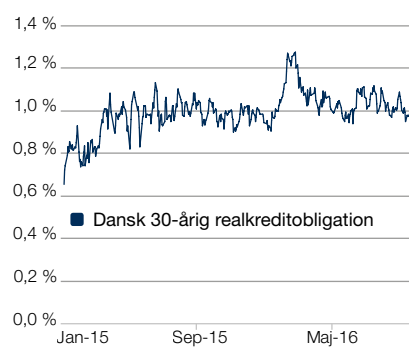
Figur 2
Udlandets ejerandel af danske realkreditobligationer

Udenlandske investorer fylder mere og mere i den danske realkreditverden



Figur 3
Kreditpræmie på dansk realkreditobligation

Vi frygter kreditpræmierne stiger, hvis Trump vinder (kreditpræmien er forskellen mellem renten på en lang realkreditobligation og en statsobligation)



”

Skaber muligheden for Trump-sejr markedsuro, kan det blandt andet få danske pensionskasser til at søge mod sikker havn.



» efterspørge de korte danske obligationer, og en Trump-sejr kan gøre de danske obligationer endnu mere interessante for dem.

Udenlandske investorer fylder mere og mere

Der også andre typer investorer fra udlandet, der har fået øjnene op for de danske obligationer. Udenlandske kapitalforvaltere og pensionsselskaber investerer også i lange danske realkreditobligationer. I den seneste tid er det kommet frem, at japanske investorer også kigger mod Danmark og de 20-30-årige danske realkreditobligationer. Dermed forsvinder en større og større andel af de danske realkreditobligationer til udenlandske hænder. For kapitalforvaltere og pensionsselskaber i Japan er renten på en 30-årig japansk statsobligation på 0,5%, hvorimod man kan få en dansk realkreditobligation med en rente på 2%. Det er forudsat, at renten ikke ændrer sig, og hvis japanerne vælger at afdække deres valutarisiko, kan de tjene lidt ekstra. Mange udenlandske investorer er ikke et problem, så længe mange centralbanker holder

hånden under obligationsmarkederne og opkøber store mængder obligationer. Hvis eller når centralbankerne engang stopper opkøbene, er vi mere bekymrede. Markedet for danske realkreditobligationer tåler ikke et stort udsalg fra udlandet. En finansiell uro forårsaget af frygt for, at Trump bliver præsident, vil også kunne skabe et udsalg fra udlandet.

Lange realkreditobligationer stadig attraktive

Selv om der lurder flere trusler i horisonten, som det amerikanske valg og ECB's pengepolitik, kan de lange realkreditobligationer stadig give et godt afkast på langt sigt. Den pålydende rente vil fungere som stødpude ved eventuelle kursfald, hvis investorerne pludselig vil kræve en højere kreditpræmie. Ligesom vi så det under Brexit, kan finansiell uro på grund af det amerikanske valg give en kortvarig effekt, hvorefter priserne retter sig igen. En anden og mere problematisk risiko er udtræk. Priserne på 20- og 30-årige realkreditobligationer giver for tiden låntagerne mulighed for at omlægge deres lån i stor stil. Vi ser lige nu, at mange vælger at skifte deres fastfor-

rentede 3,5%-lån ud med et 2%-lån. Det betyder store udtræk i obligationer med en pålydende rente på 3,5%, og afkastet kan meget vel blive negativt på denne type obligationer. Derfor anbefaler vi at kigge mod realkreditobligationer, hvor sandsynligheden for, at låntagerne omlægger deres lån, er mindre. Her dukker 2,5% 2037 op. For mange boligejere vil det ikke være særlig attraktivt at omlægge et 20-årigt 2,5%-lån. Hvis man er lidt mere risikovillig, kan man overveje 3% 2047 til pensionsordningen. Her er risikoen for, at låntagerne omlægger deres lån større, men den pålydende rente fungerer som en god stødpude. Er man interesseret i obligationer, der er mindre kursfølsomme, anbefaler vi at kigge på obligationer med variabel pålydende rente fra enten DLR eller Nykredit. Obligationerne kan købes til lidt over kurs 100, og de er ikke så kursfølsomme over for renteændringer. Obligationerne giver et afkast omkring eller lige under 0%. Hvis Nationalbanken mod forventning begynder at sætte renten op, vil afkastet blive højere. **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	100,81	0,3		0,0 %
0634085	FRN CIB6M+24 jul-2020, DLR	100,63	1,4		-0,2 %
0950947	FRN CITA6M+65 jul-2019, NYK	100,73	0,2	0,3 %	0,3 %

Fondskode	Navn	Kurs	Kursrisiko*	Effektiv rente**	Sydbanks forventning til ét-årigt afkast
0979562	2,5 % 2037, NYK	104,00	1,4	2,1 %	0,7 %
0979546	3 % 2047, NYK	103,80	0,5	2,7 %	0,5 %

Fondskode	Navn	Kurs	Kursrisiko*	Effektiv rente**	Sydbanks forventning til ét-årigt afkast
0950416	2 % 2047, NYK	99,55	6,2	2,0 %	0,1 %
0979864	2 % 2037, NYK	102,68	3,2	1,7 %	0,7 %

* 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

Skal din formue i fokus?

Som Private Banking-kunde i Sydbank får du din egen Private Banker, der er specialiseret i at give dig overblik og planlægge og optimere din formue. Desuden får du et personligt team af professionelle rådgivere indenfor blandt andet skat, pension, valuta og erhverv.

Ring til os på 70 10 78 79

og book et møde, hvor du og din formue er i fokus
eller læs mere på sydbank.dk/privatebanking

Sydbank
PRIVATE BANKING

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. 30. september 2016

	31. dec. 2015	P.t.	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
3-måneders rente (CIBOR)	-0,09 %	-0,19 % (-0,21 %)	-0,20 % (-0,20 %)	-0,20 % (-0,20 %)	-0,15 % (-0,15 %)
2-års rente (0,25 % st.l. 2018)	-0,18 %	-0,55 % (-0,45 %)	-0,40 % (-0,40 %)	-0,35 % (-0,35 %)	-0,30 % (-0,30 %)
5-års rente (3 % st.l. 2021)	0,33 %	-0,40 % (-0,30 %)	-0,25 % (-0,25 %)	-0,10 % (-0,10 %)	0,00 % (0,00 %)
10-års rente (1,75 % st.l. 2025)	0,94 %	-0,02 % (0,07 %)	0,10 % (0,15 %)	0,25 % (0,25 %)	0,40 % (0,40 %)
3-års realkreditrente (jan. 2019)	0,36 %	-0,20 % (-0,17 %)	-0,05 % (0,10 %)	0,00 % (0,05 %)	0,05 % (0,00 %)
30-års realkreditrente (2,0 % 2047)	2,66 %	2,08 % (2,13 %)	2,20 % (2,20 %)	2,30 % (2,30 %)	2,45 % (2,45 %)

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

Rente forventninger for USA og Tyskland pr. 30. september 2016 (10-årige effektive renter)

	31. dec. 2015	P.t.	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
USA	2,31 %	1,54 % (1,55 %)	1,60 % (1,60 %)	1,75 % (1,75 %)	2,00 % (2,00 %)
Tyskland	0,63 %	-0,15 % (-0,08 %)	0,00 % (0,00 %)	0,15 % (0,10 %)	0,30 % (0,25 %)

Styringsrente forventninger pr. 30. september 2016

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

Valutakurs forventninger pr. 30. september 2016

	31. dec. 2015	P.t.	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
EUR/USD	108,6	112,0 (113,4)	107-112 (107-112)	105-110 (105-110)	102-107 (102-107)
USD/DKK	687	665 (656)	665-697 (665-697)	677-710 (677-710)	696-731 (696-731)
EUR/DKK	746,3	745,2 (744,2)	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	6,60 (6,55)	6,20-6,50 (6,20-6,50)	6,00-6,30 (6,00-6,30)	5,70-6,00 (5,70-6,00)
CHF/DKK	686	688 (687)	680-700 (680-700)	670-690 (670-690)	670-690 (670-690)
GBP/DKK	1013	862 (863)	860-890 (860-890)	840-870 (840-870)	830-860 (830-860)
SEK/DKK	81,3	77,5 (78,5)	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	82,5 (80,5)	79,0-82,0 (78,0-81,0)	79,0-82,0 (78,0-81,0)	81,0-84,0 (80,0-83,0)

Aktiekurs forventninger pr. 30. september 2016

	ÅTD	ÅTD i DKK	5-årigt afkast	P.t.	3 mdr.	6 mdr.	12 mdr.
OMXC20 Cap	-2,2 %	-2,2 %	154,1 %	1.000	950-1.050 (950 -1.050)	975-1.075 (975-1.075)	1.000-1.100 (1.000-1.100)
OMXS30	-0,8 %	-5,7 %	54,2 %	1.408	1.350-1.450 (1.350-1.450)	1.350-1.450 (1.350-1.450)	1.350-1.450 (1.350-1.450)
DAX	-3,1 %	-3,3 %	84,5 %	10.199	9.500-11.000 (10.000-11.000)	10.000-11.000 (10.000-11.000)	10.500-11.500 (10.500-11.500)
S&P 500	5,2 %	1,7 %	85,4 %	2.151	2.100-2.200 (2.100-2.200)	2.050-2.150 (2.050-2.150)	2.000-2.100 (2.000-2.100)
Nikkei	-12,3 %	0,3 %	91,9 %	16.450	16.000-17.000 (16.000-17.000)	16.000-17.000 (16.000-17.000)	16.000-17.000 (16.500-17.500)

* 25/11/2011 er startdatoen for C20 Cap. Tal i parentes angiver skønnene fra forrige udgave af Investering.