

# Sydbank Investering

Nr. 2 | MARTS 2017

## Pengeregn fra danske aktieselskaber

Rekordlave renter lakker mod enden

Vækstoptimisme løfter aktierne til nye højder

# Dow Jones har sat 32 rekorder siden præsidentvalget

Det amerikanske aktieindeks Dow Jones har sat 32 rekorder, siden Donald Trump blev valgt som amerikansk præsident 8. november 2016. Indekset nåede toppen 1. marts, hvor det lukkede i 21.115,55 point. Umiddelbart faldt indekset ved nyheden om valget af Donald Trump. Men allerede da Trump i sin sejrstage morgenen efter sejren lagde en erhvervsvenlig tone, startede indeksets himmelflugt og passede de 18.000 point. Ved årets udgang lå indekset på 19.762,60 point. D. 27. januar passede indekset for første gang de 20.000 point. Siden rekorden 1. marts har tendensen været svagt faldende.

Kilde: Thebalance.com



## Nye vilkår for porteføljeplejeaftaler

1. juli træder nye regler i kraft for bankers formidling af porteføljeplejeaftaler. Reglerne rummer bl.a. et forbud imod formidlingsprovision på de investeringsbeviser, der anvendes i porteføljeplejeaftaler. Hensigten er at gøre omkostningerne mere gennemsigtige for kunderne.

I Sydbank betyder det, at den populære PengePlan (porteføljeplejeaftale, red.) bliver opdateret, og knapt 20.000 kunder modtager i løbet af april et tilbud om at fortsætte aftalen på nye vilkår, der tager højde for de nye regler.

– Vi lægger vægt på at følge såvel ånden som bogstavet i den nye lovgivning. Hensigten er at øge gennemsigtheden for kunderne, og det leverer vi ved fremover i endnu højere grad at synliggøre kundens omkostning ved PengePlan i en samlet pris, siger afdelingsdirektør for PB – Investering i Sydbank, Steffen Ussing.

Han regner med, at størstedelen af de nuværende PengePlans-kunder vil vælge at fortsætte aftalen på de nye vilkår efter 1. juli.



## Et-årigt afkast i globale aktiefonde runder 20 pct.

Det typiske et-årige afkast i de globale aktiefonde er nu over 20 procent. Der fremgår af den seneste månedsstatistik fra Investerings Fonds Branchen (IFB). Det et-årige afkast er positivt i alle kategorier. Særligt emerging markets har klaret sig godt. Fonde med emerging marketsaktier og -obligationer har givet henholdsvis 28,6 og 12,4 procent. Fonde med globale aktier har typisk givet 20,3 procent.

– Globale aktiefonde er danskernes favoritter, så rigtig mange har fået gavn af de høje afkast. I alt 491.000 investorer har sparet i gennemsnit 263.000 kr. op i de globale aktiefonde. De har i gennemsnit fået et afkast på ca. 45.000 kr. det seneste år, siger Anders Klinkby, adm. direktør i IFB.

Fonde målrettet private investorer udbetalte i februar udbytter på 17,2 mia. kr., og de samlede udbetalte udbytter i 2017 er nu på 21,7 mia. kr. inklusiv de udbetalte udbytter fik investorerne samlede afkast på 20,1 mia. kr. i februar.

Kilde: Investering.dk



# Velkommen til det nye Investering

Måske har du allerede opdaget det. Investering har ændret indpakning og indhold. Der er dog ikke tale om en revolution, men snarere en justering.

Sidste år gennemførte vi en læserundersøgelse, der dokumenterede, at Investering bliver brugt og læst af mange tilfredse læsere. Eksistensgrundlaget er der med andre ord, og tak til alle vores læsere for det!

Ud fra deres gode input har vi nu strammet formen, så det forhåbentlig er endnu nemmere at finde rundt i magasinet.

Samtidig har vi prioriteret indholdet endnu skarpere, så vi holder fokus på analyser af global økonomi, af aktiemarkederne og af investerings-sammensætning.

Det krydrer vi hver gang med et par baggrundsartikler der sætter spot på aktuelle tendenser og cases. Denne gang med et vue over det danske ejendomsmarked samt på sæsonen for generalforsamlinger, som i år udløser rekordstore udbytter til aktionærerne i de største danske selskaber.

Vi håber, vores læsere vil tage godt imod ændringerne.

God læselyst

Jacob Graven  
Ansvarshavende redaktør

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 skattebehand-

ling 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.

## Indhold

- 4 Global økonomi**  
Epoke med ekstremt lempelig pengepolitik lakker mod enden
- 8 Aktiestrategi**  
Vækstoptimisme løfter aktierne til nye højder
- 12 Investerings sammensætning**  
Trump-effekten ebber ud
- 14 Baggrund**  
Balancegang omkring dansk boligbeskatning
- 16 Baggrund**  
Pengeregn fra danske aktieselskaber

**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. marts 2017.  
Næste nummer: 5. maj 2017.

# Epoke med ekstremt lempelig pengepolitik lakker mod enden

Bedre vækstsignaler fra den globale økonomi og højere inflation får centralbankerne til at skærpe tonen.



Af: **Jacob Graven**, cheføkonom

De seneste år har ekstremt lempelig pengepolitik fra Verdens store centralbanker i form af rekordlave renter og opkøb af obligationer for nye penge givet medvind til stort set alle finansielle aktiver. Men nu er pendulet ved at vende.

Den amerikanske forbundsbank (Fed) hævede som forventet renten med 0,25 procentpoint i marts og har nu hævet renten tre gange siden slutningen af 2015. Den Europæiske Centralbank (ECB) meddelte efter rentemødet i marts, at behovet for yderligere lempelser er aftaget, og at renten måske kan blive hævet hurtigere end hidtil annonceret. Også Bank of England raslede med rentesablen i marts, da en af de ni direktører stemte for at hæve renten med det samme.

Meldingerne fra de store centralbanker i de seneste uger er et signal om, at epoken med ekstremt lempelig pengepolitik lakker mod enden. Det betyder dog ikke, at der nu er udsigt til en brat vending mod kraftige stramninger. Foreløbig har investorerne taget de nye meldinger fra centralbankerne relativt afslappet. Obligationsrenterne er steget behersket, og aktiekurserne er i mange lande steget en tand yderligere til nye rekordniveauer.

Fig. 1 - Tillid, USA (Indeks)

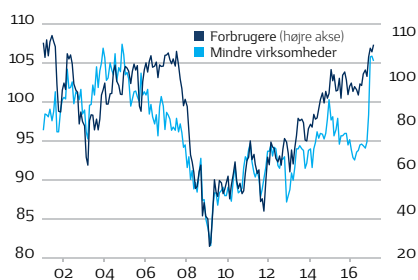
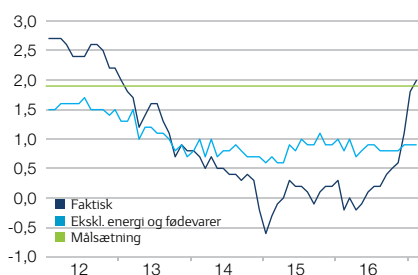


Fig. 2 - Inflation, eurozonen (pct.)



## Positiv baggrund

Baggrunden for de hårdere toner fra centralbankerne er i udgangspunktet positiv. De afspejler nemlig, at den globale økonomi er på vej op i fart, og inflationen er på vej op mod målsætningen. Stemningen blandt forbrugere og virksomheder i USA er på det højeste niveau i mange år, se [fig. 1](#), og der er nu igen tæt på fuld beskæftigelse. Eurozonens økonomi har siden finanskrisen i 2008 haltet langt efter USA, og arbejdsløsheden er derfor også langt højere. Men i de seneste år er også eurozonens økonomi kommet på sporet mod et behersket opsving, og optimismen er steget i de seneste måneder. Samtidig er inflationen steget kraftigt. I februar nåede inflationen for første gang i over fire år op over målsætningen på knap to procent. Det er hovedårsagen til, at ECB skærpede tonen på rentemødet i marts.

Foreløbig er der dog ikke grund til panik i forhold til renterne. Vi anser det for usandsynligt, at ECB hæver renten i 2017. Først og fremmest fordi ECB hidtil meget klart har indikeret, at renten forbliver uændret eller lavere i lang tid endnu og ikke bliver hævet, før ECB er stoppet med at købe obligationer for nye penge. Obligationsopkøbene løber foreløbig frem til udgangen af 2017. Desuden er det vigtigt, at det stort set udelukkende er højere energipriser, der har trukket inflationen op. Renset for energi og fødevarer er inflationen fortsat stabil i underkanten af en procent, se [fig. 2](#).

### Stop for obligationsopkøb

Vi forventer foreløbig, at ECB holder renten uændret året ud, men i løbet af sommeren eller efteråret kan ECB meget vel melde ud, at obligationsopkøbene bliver nedtrappet eller helt stoppet i løbet af 2018. Det kan presse obligationsrenterne op fra de seneste års ekstremt lave niveauer. Hvor voldsom, rentestigningen bliver, er særdeles usikkert. Sporene fra USA er umiddelbart skræmmende. Da Fed i foråret 2013 første gang meldte ud, at obligationsopkøbene i USA ville blive nedtrappet, gik investorerne nærmest i panik, og de lange obligationsrenter i USA steg kraftigt, se [fig. 3](#). I løbet af nogle måneder faldt investorerne dog til ro, og de amerikanske renter faldt igen i de efterfølgende måneder, hvor Fed nedtrappede opkøbene. Vi forventer i udgangspunktet en mere behersket rentestigning i Europa i de kommende måneder end i USA i 2013, se [fig. 4](#). Men usikkerheden er stor, og man skal som investor gøre sig klart, at der sandsynligvis vil komme perioder med finansiell uro i takt med, at det globale pengepolitiske pendul er ved at vende.

”

*Baggrunden for de hårdere toner fra centralbankerne er i udgangspunktet positiv. De afspejler nemlig, at den globale økonomi er på vej op i fart.”*

### Flere renteforhøjelser i USA

Vi forventer fortsat, at Fed hæver renten i USA 3-4 gange i alt i 2017, se [fig. 5](#). Fed forventer foreløbig selv at hæve renten tre gange, men har ikke taget højde for, at finanspolitikken kan blive lempet. Hvis finanspolitikken bliver lempet, som vi forventer, kan det få Fed til at hæve renten mere, end hidtil ventet.

Udsigten til flere renteforhøjelser i USA trækker isoleret set i retning af en stærkere dollarkurs. Usikkerheden omkring dollaren er dog blevet større, efter ECB i de seneste uger har raslet med rentesablen. Hvis ECB overraskende hæver renten allerede i år eller lægger op til hurtigt at stoppe obligationsopkøbene i 2018, kan euroen blive styrket. Men foreløbig vurderer vi, at renteforhøjelserne i USA vil veje tungere og styrke dollaren i de kommende måneder, se [fig. 6](#). ►►

Fig. 3 - 10-årig obligationsrente, USA (pct.)

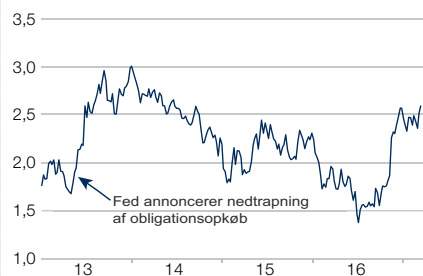
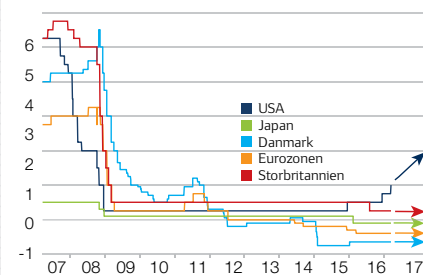


Fig. 4 - 10-årig statsobligationsrente (pct.)



Fig. 5 - Centralbankens styringsrenter, (pct.)



For Danmark og eurozonen vises indlånsrenten som styringsrente.

Fig. 6 - USD/DKK



## Siden sidst

- Optimismen blandt forbrugere og virksomheder er stigende i de fleste lande og signalerer, at det globale økonomiske opsving er ved at vokse sig stærkere.
- Det har fået de store centralbanker til at skærpe tonen. Renten er som forventet blevet hævet i USA, men også Den Europæiske Centralbank og Bank of England har overraskende raslet med rentesablen.
- Obligationsrenterne er som konsekvens steget behersket, mens aktiekurserne i mange lande har sat nye rekorder.
- Ved det hollandske parlamentsvalg kom det EU-kritiske Frihedsparti ikke i nærheden af magten. Det gav et lille lettelsens suk blandt investorerne.

### ►► Fortsat stor politisk usikkerhed

Selvom de fleste signaler fra den globale økonomi i øjeblikket er positive, skal man som investor gøre sig klart, at der er stor politisk usikkerhed, som kan ændre billedet markant.

En del af investorernes optimisme skyldes forventninger om, at Trump som bebudet vil lempe finanspolitikken i USA markant gennem skattelettelser og øgede offentlige investeringer. Lykkes det mod forventning ikke Trump at få vedtaget en mere lempelig finanspolitik, vil mange investorer blive skuffede med rente-, dollarkurs-, og aktiekursfald til følge.

En anden politisk risiko knytter sig til Trumps planer om toldmure omkring USA. Hvis det bliver gennemført i større omfang, er der overhængende risiko for en global handelskrig, der kan få hele verdensøkonomien til at bremse op. Den risiko tager investorerne foreløbig meget let på.

Endelig er der også en politisk risiko i Europa. Hvis EU- og eurokritiske partier kommer til magten i nogle af de største EU-lande, kan fremtiden for EU og euroen blive særdeles usikker. I den situation vil mange virksomheder i Europa sandsynligvis udskyde planlagte investeringer, så europæisk økonomi bremser kraftigt op. Den risiko aftog en smule efter det hollandske parlamentsvalg i marts, hvor det EU-kritiske Frihedsparti var langt fra at vinde magten. Fokus vender sig nu mod Frankrig, hvor der er præsidentvalg med to runder den 23. april og 7. maj. Hvis den EU-kritiske kandidat Marine Le Pen ser ud til at vinde valget, vil euroen blive svækket, og aktiekurserne vil falde. Obligationsrenterne i sikre lande som Danmark og Tyskland vil falde, mens de vil stige i Frankrig og Sydeuropa af frygt for, at landene efter en opløsning af eurosamarbejdet styrer mod en statsbankerot. Foreløbig forventer vi, at Le Pen taber valget klart i 2. runde, men hvis det billede ændrer sig i de kommende uger, vil det give dønninger på de finansielle markeder.



## Sådan reagerer markederne

| Land    | Begivenhed                                                                                                          | Konvekvens                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| USA     | Donald Trump følger op på sine protektionistiske meldinger fra valgkampen og bygger høje toldmure omkring USA.      | Stigende risiko for en global handelskrig, som kan få verdensøkonomien til at bremse kraftigt op. Aktiekurserne vil falde kloden rundt, mens udviklingen i dollaren og obligationsrenterne er særdeles usikker.                                                                                                                                                                                                      |
| USA     | Donald Trump lempet finanspolitikken i USA kraftigt gennem store skattelettelser og øgede offentlige investeringer. | På kort sigt vil amerikansk økonomi boome med høj økonomisk vækst. Aktiekurserne, obligationsrenterne og dollarkursen vil i første omgang sandsynligvis stige. Opsvinget risikerer relativt hurtigt at løbe tør for kræfter og ende i recession, så stemningen på de finansielle markeder vender.                                                                                                                    |
| 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 kraftigt.                                                                                         | Faldende oliepriser presser midlertidigt inflationen ned og forbedrer forbrugernes købekraft og kan derfor øge den økonomiske vækst. 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 | 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.                                                                                                                                                                                                                                                             |

# Vækstoptimisme løfter aktierne til nye højder

Stærk start på aktieåret og dyr værdiansættelse.



Af: **Jacob Pedersen**, aktieanalysechef

## Afkastbarometer

Globale aktier



## Risikobarometer

Aktuel aktiestemning



Risiko for turbulens



Fig. 1 - Kursudvikling (DKK)

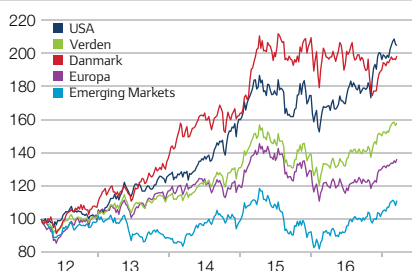
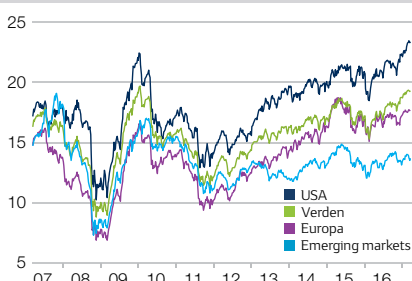


Fig. 2 - Prisfastsættelse (P/E fwd)



Aktiemarkederne er kommet solidt fra start i 2017, hvor verdensmarkedsindekset i skrivende stund er steget med omkring 5 procent, se [fig. 1](#). Bedre økonomiske nøgletal end forventet og pæne regnskaber har medvirket til den gode stemning. De første indtryk af "verden under Trump" har tilsyneladende ikke skræmt investorerne nævneværdigt, og heller ikke den amerikanske renteforhøjelse og forventningerne om flere af slagsen har kunnet afspore en spirende vækstoptimisme. Senest har udfaldet af det hollandske valg, hvor de EU-skeptiske kræfter blev holdt langt fra magten, medvirket til en fortsat god stemning.

**Sydbanks vurdering:** Vi er overraskede over den meget stærke start på aktieåret, der følger den fine slutning på 2016, hvor en spirende vækstoptimisme fik et solidt tag i investorerne. Den løfterige start med høje afkast får os dog ikke til at ændre på vores afkastbarometer fra 'gult'. Vi ser stadig kun et behersket afkastpotentiale på det brede globale aktiemarked, men minder samtidig om, at i en verden med nul-renter mange steder kan det bestemt også være attraktivt. Aktiekursudviklingen viser aktuelt, at investorerne har taget forskud på et bedre væksttempo, som vi endnu ikke ser afspejlet i virksomhedernes resultater. Prisfastsættelsen er derfor endnu mere anstrengt end ved årets begyndelse på mange markeder, se [fig. 2](#), og det maner til forsigtighed. Vi ser stadig en bred vifte af risikomomenter – ikke mindst i form af renteforhøjelserne fra Fed og den politiske risiko relateret til Donald Trump og til dels præsidentvalget i Frankrig. Mere udbredte spekulationer om væsentligt tidligere renteforhøjelser end forventet fra ECB er på det seneste føjet til listen over risikomomenter. Desuden er aktieinvestorerne så småt begyndt at bekymre sig om, hvorvidt Donald Trump kan gennemføre sine økonomiske vækstplaner. Vi vurderer, at aktiekursniveauerne med den aktuelt rigtig gode aktiestemning, kun i ringe grad afspejler disse risikomomenter, og derfor fastholder vi også vores turbulensindikator i rødt. Vi ser stadig risiko for, at et "tweet fra Trump" kan flytte investorernes humør og udløse turbulens. Den risiko kan aftage i de kommende måneder. Et miljø med pæne regnskaber og langt fra pessimistiske meldinger fra selskaberne, kombineret med nøgletal der overrasker positivt, er ikke et naturligt miljø for en større negativ kurskorrektur. Det forventer vi derfor heller ikke her og nu. Men de tidlige signaler om, at den kan være på vej, behøver ikke at ligge langt ude i fremtiden.

## USA-aktier

### Nye rekorder – og meget dyre aktier

Forventninger om, at Donald Trumps politiske planer om infrastrukturinvesteringer og skattelettelser kan øge væksttempoet i USA – og til dels også resten af verden – har løftet de amerikanske aktier. Det er blevet til adskillige nye kursrekorder i år med de største aktier i spidsen, efter at de mindste aktier leverede de klart største stigninger i de sidste måneder af 2016, se [fig. 3](#). Det amerikanske aktiemarked er således steget med 5 procent siden starten af året. Teknologiaktierne har leveret de største kursstigninger med medicinalaktierne lige efter, mens energi- og telekommunikation er i bunden af afkastmæssigt. Aktuelt forventer investorerne en indtjeningsvækst på ca. 10 procent i USA i 2017 – og det afspejler faktisk et lille fald i estimaterne siden årsskiftet.

**Sydbanks vurdering:** På de aktuelle kursniveauer ser amerikanske aktier nu meget dyre ud i historisk sammenhæng, se [fig. 4](#). Vi fastholder et gult afkastbarometer med udsigt til et beskedent afkast på de amerikanske aktier. Indtjeningsudviklingen kan potentielt få medvind fra flere af Trumps initiativer, men møder modvind fra Feds renteforhøjelser. De amerikanske aktier har taget forskud på en lys fremtid med højere vækst – en vækst, som kan blive svær at realisere, og som analytikerne i hvert fald hidtil ikke åbenlyst har indregnet i forventningerne til virksomhedernes resultater. Sker det, kan værdiansættelsen igen komme under kontrol. Alternativet er efter alt at dømme en negativ kurskorrektur på et tidspunkt i fremtiden. Indtil videre ser den gode stemning dog ud til at kunne bevares som følge af pæne regnskaber og bedre end ventede nøgletal. Men bekymringer om Trumps muligheder for at gennemføre sin politik kan fremrykke usikkerheden.

## Europæiske aktier

### Hollandsk valg er godt nyt – men risiciene er ikke forsvundet

De europæiske aktier er steget med 4 procent siden årets start med Small Cap-aktierne i spidsen, se [fig. 5](#). Teknologiaktierne har afkastmæssigt klaret sig bedst – med industri og forbrugsgoder efter sig. I bunden af afkastskalaen finder vi energiaktierne. Siden nytår er forventningerne til selskabernes indtjening steget med ca. 2 procent, og analytikerne forventer nu en indtjeningsfremgang på ca. 14 procent i Europa i 2017. Usikkerheden omkring EU's fremtid er et væsentligt tema. Valgresultatet i Holland, hvor EU-skeptikerne blev holdt langt fra magten, var en positiv – men også ret forventet – begivenhed for aktiemarkedene.

**Sydbanks vurdering:** De europæiske aktier fremstår stadig som den mest attraktive region ud fra et indtjenings- og værdiansættellessynspunkt, selv om værdiansættelsen ikke er decideret billig, se [fig. 6](#). Vi fastholder et grønt afkastbarometer for regionen. Afkastefterløbet til eksempelvis USA er stort, og den politiske usikkerhed er utvivlsomt en af årsagerne. Vi anerkender, at risikoen er stor, hvis Marine Le Pen bliver ny præsident i Frankrig, da det kan røkke alvorligt ved EU-konstruktionen. I første omgang får hun dog ikke den fordel at kunne bruge det hollandske valgresultat som løftestang. Fravælger franskmændene Marine Le Pen, når de vælger præsident den 23. april og 7. maj, forventer vi et mærkbart løft til de europæiske aktier. Vi vurderer, at investorer med fordel kan købe stort ind af tyske aktier frem for eksempelvis britiske, og med et gunstigt valgresultat i Frankrig tvivler vi heller ikke på, at der på kort sigt kan blive et stærkt afkast på det franske aktiemarked. En tidlig renteforhøjelse fra ECB ligner efter de seneste kommentarer pludselig et mere realistisk scenario. Det kan blive starten på et nyt miljø for aktieinvestorerne, hvis dosisen af lavrentelykkepiller aftrappes hurtigt – men vi forventer faktisk, at de europæiske aktier i kraft af hidtil væsentlig lavere stigninger end andre aktiemarkeder kan blive blandt de mere modstandsdygtige. ►►

### Afkastbarometer

USA-aktier



Fig. 3 - Kursudvikling, USA

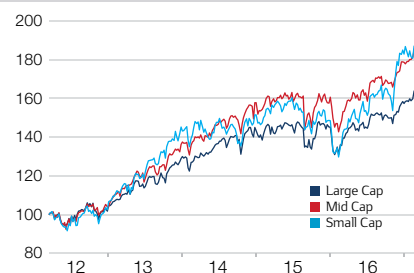
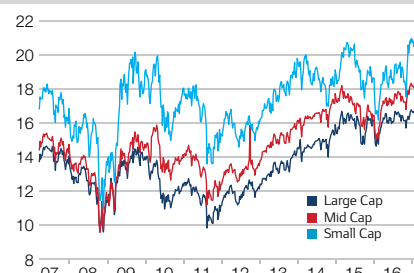


Fig. 4 - Prisfastsættelse, USA (P/E fwd)



### Afkastbarometer

Europæiske aktier



Fig. 5 - Kursudvikling, Europa

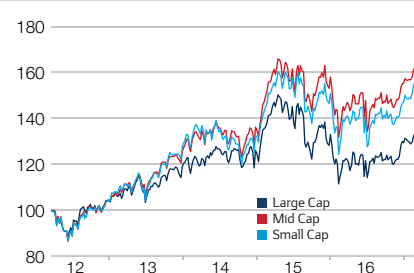
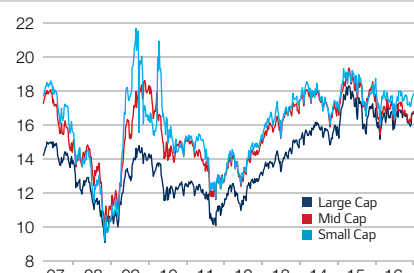


Fig. 6 - Prisfastsættelse, Europa (P/E fwd)



## Afkastbarometer

EM-aktier



Fig. 7 - Kursudvikling, EM

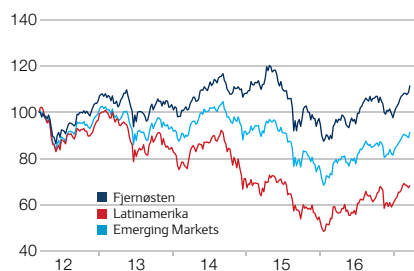
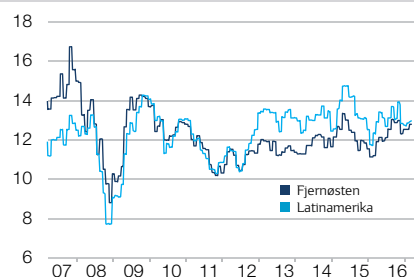


Fig. 8 - Prisfastsættelse, EM (P/E fwd)

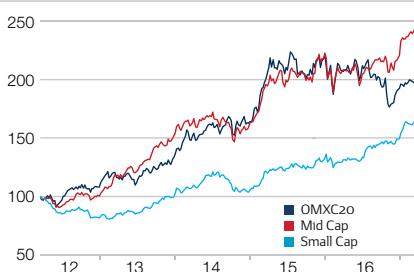


## Afkastbarometer

Danske aktier



Fig. 9 - Kursudvikling, Danmark



## Ordforklaring

P/E Fwd = "Fremtidig P/E":

Aktuel aktiekurs / Forventninger til nettoresultat pr. aktie i de kommende 12 måneder.

Se lovpligtige oplysninger om aktie-analyser på [sydbank.dk/investering](http://sydbank.dk/investering)

## EM-aktier

### Festlig start på aktieåret

Emerging Markets-aktierne har ført an i aktiekursstigningerne i år med afkast på omkring 10 procent siden årets start. Industriaktierne har ligget forrest, og selv agterlanterne, energiaktierne, er aktuelt i positivt afkast-territorium. Efter at have ligget noget efter de latinamerikanske aktier afkastmæssigt i årets første måneder, har de fjernøstlige aktier indhentet efterslæbet i år, og er nu i front med en stigning på 12 procent i år, se [fig. 7](#). De latinamerikanske aktier er støttet af, at råvarepriserne generelt har holdt sig på højere niveauer, og investorernes forventning til indtjeningen i Latinamerika er også løftet med 7 procent siden årets start. De fjernøstlige aktier har nydt godt af, at kun få investorer bekymrer sig alvorligt om Kinas vækst, og af at reformbølgen i Indien ser ud til at fortsætte til gavn for vækst- og indtjeningsmuligheder.

**Sydbanks vurdering:** Den afkastmæssigt positive start på året har ikke ændret vores vurdering af, at der er udsigt til beherskede afkast på Emerging Markets aktierne. Vi fastholder derfor et gult afkastbarometer for regionen. Amerikanske renteforhøjelser, som der er udsigt til i år, er sjældent et positivt miljø for gode afkast på Emerging Markets, og særligt i Latinamerika, hvor vores afkastbarometer blinker rødt, ser værdiansættelsen anstrengt ud, se [fig. 8](#). Fjernøstlige aktier ser mere interessante ud efter vores vurdering, selv om vi heller ikke ser et fantastisk afkastpotentiale i denne region. Fortsat fremdrift i Kinas økonomi bliver et nøglepunkt for at holde de fjernøstlige aktier på sporet, og intet tyder aktuelt på akutte vanskeligheder på den front.

## Danske aktier

### Solidt afkast i år – forvent lavere stigningstempo herfra

C25 Cap-indekset med de største danske aktier er siden årsskiftet steget med næsten 5 procent. Regnskabssæsonen herhjemme var kendetegnet ved lidt flere positive kursreaktioner end negative – men de negative var til gengæld noget større. De små- og mellemstore aktier har ført an i kurstigninger i år, se [fig. 9](#), mens de største aktier har haltet lidt efter – men stadig med meget fint afkast set i historisk lys.

**Sydbanks vurdering:** Vi fastholder et grønt afkastbarometer på Danmark, og ser bestemt også størst sandsynlighed for et positivt afkast på et års sigt. Usikkerhedsmomenterne på verdens aktiemarkeder betyder dog, at vi stadig opererer med et interval, der åbner en risiko for kursfald i samme periode, men de seneste stigninger betyder, at vi løfter vores forventninger til C25 Cap til nu 1.025-1.125 inden for de kommende 6-12 måneder. De danske aktier er ikke direkte billige, men henset til branchesammenligningen på det danske aktiemarked betragter vi bestemt ikke aktierne som dyre, målt mod mange andre aktiemarkeder. Generelt anser vi de danske selskaber som meget stærkt positionerede, og mange er i besiddelse af overlegne forretningsmodeller, der giver et stærkt indtjeningsfundament og dermed også gode muligheder for en bedre kursudvikling end hos konkurrenter. 📈

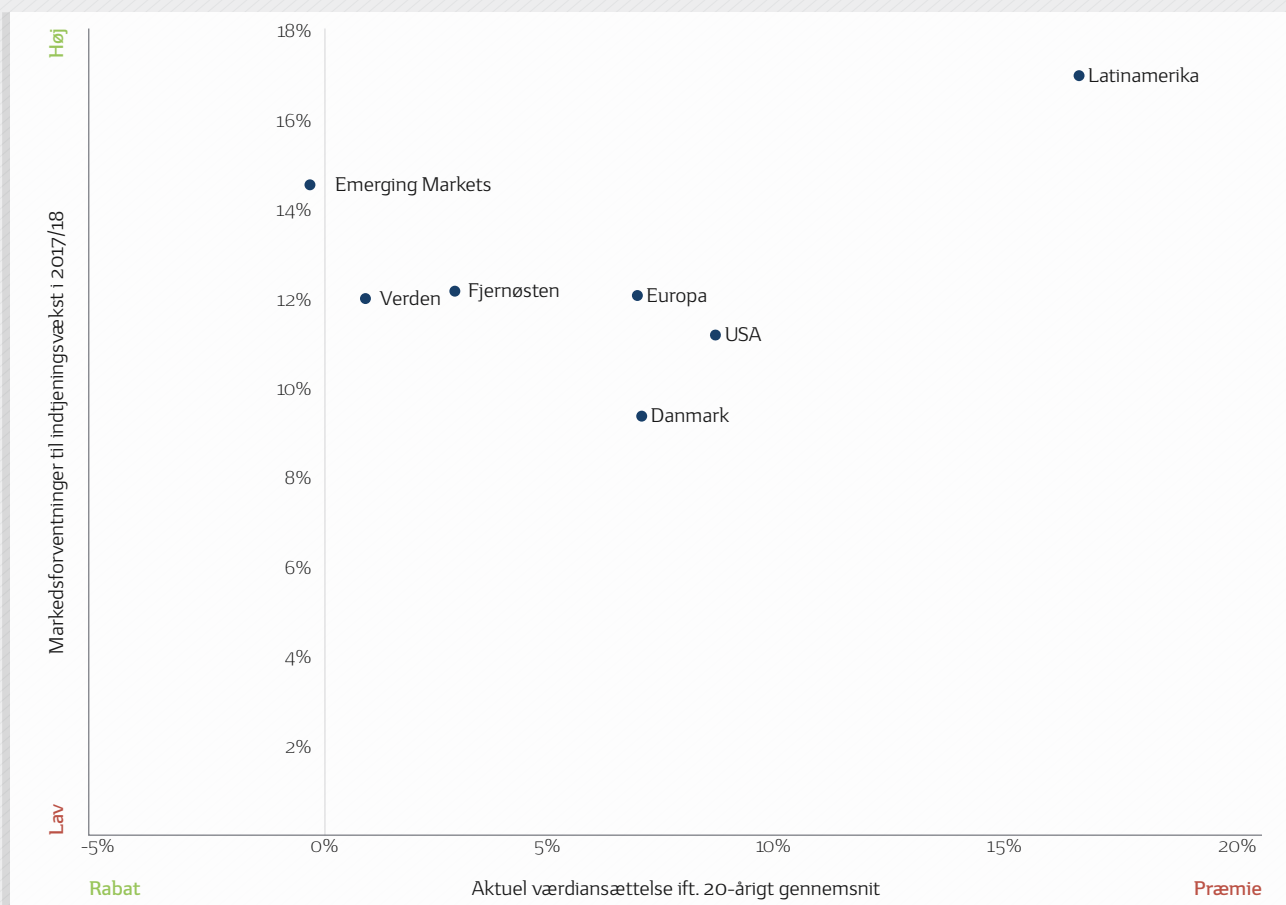
Næste planlagte opdatering af Sydbanks aktiestrategi offentliggøres i uge 16 i publikationen 'AktieStrategi'.

## Sydbanks 4 favoritter

*Pandora, Carlsberg, Jyske Bank, Genmab*

## Regionsvejviser

Værdiansættelse og vækstforventninger



## Sydbanks aktieanalyse

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

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

## Det kan påvirke dit aktieafkast



### Hvad taler for aktiekursstigninger

- Opadgående vækstforventninger
- Lavt alternativafkast (endnu)
- Højt indtjeningsniveau
- Høj udlodning



### Risici, der kan afspore aktiekursstigninger:

- Fed-renteforhøjelser på vej – måske 3-4 af slagsen i 2017
- Spekulationer om renteforhøjelse fra ECB
- Brexit-konsekvenser er endnu usynlige
- Donald Trumps betydning for verdenshandel og geopolitik
- Lavere økonomisk vækst i Kina
- Præsidentvalg i Frankrig 23. april og 7. maj

# Positive nøgletal men Trump-effekten ebber ud

## Markedsudvikling på tværs af aktivklasser



Af: **Mads Kjølse Olsen**, afdelingsdirektør

De positive nøgletal i både USA og Europa har generelt understøttet aktier og kreditobligationer, idet nøgletallene giver forhåbninger om et relativt bredt funderet, globalt vækstsving. Centralbankerne er dog kommet på en svær kommunikationsopgave. Inflationen er generelt på vej op, og det har de seneste uger ført til spekulationer om, hvornår ECB for alvor begynder at stramme pengepolitikken. Spekulationerne i markedet har ført til en styrkelse af euroen og medvind til de europæiske aktier relativt til de amerikanske. Ligeledes har vi set en tendens til rentestigninger i både USA og Europa, og derfor har både korte og lange statsobligationer nu negativt afkast for året.

Den amerikanske centralbank har netop hævet renten, men udsigten til yderligere renteforhøjelser i år har indtil videre ikke skræmt aktieinvestorerne for alvor. I USA har vi set en dollar-svækkelse, og i de seneste uger har både de amerikanske virksomhedsobligationer samt aktier fra især de mindre selskaber (small cap) oplevet relativt store kursfald. Det skyldes en kombination af, at olieprisen er faldet, samt at detaljer vedrørende en række konkrete valgløfter fra Trump om blandt andet selskabsskatteletelser lader vente på sig. Derfor har der de seneste uger været en klar tendens til, at de værdipapirer, der oplevede de største stigninger efter valget af Trump i november sidste år, korrigerer den anden vej.

EM-aktier er inde i en stærk udvikling med afkast år-til-dato på 10 procent. Det er aktier fra lande som Indien og Brasilien, der er steget mest i år. 📈

Overblik:

### Sydbank anbefaler:

I det nuværende investeringsklima anbefaler vi generelt en mindre overvægt af kreditobligationer og tilsvarende en undervægt af de stabile danske obligationer. På aktiesiden anbefaler vi en neutral allokering i forhold til risikoprofil.



# Markedsoverblik

Her har vi illustreret udviklingen i afkast på udvalgte aktivklasser. Alle afkast er målt i danske kroner.

**Tabel 1**  
Obligationer

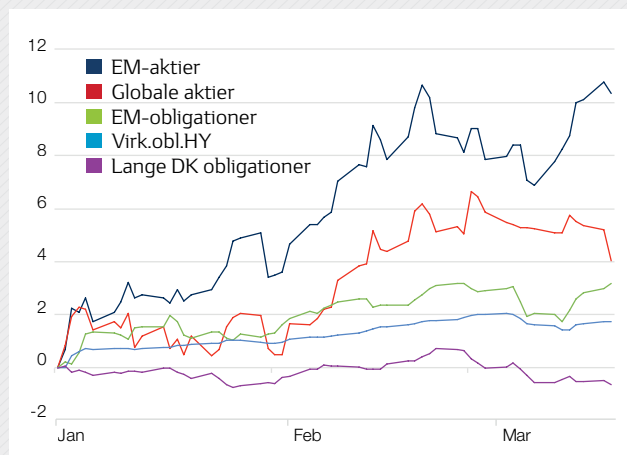
|                                          | Afkast år-til-dato* | Afkast i 2016 |
|------------------------------------------|---------------------|---------------|
| Korte danske statsobligationer           | -0,2 %              | 0,2 %         |
| Lange danske statsobligationer           | -0,7 %              | 2,3 %         |
| Virksomhedsobligationer Investment grade | -0,1 %              | 4,5 %         |
| Virksomhedsobligationer High yield       | 1,7 %               | 8,8 %         |
| Emerging markets obligationer            | 3,2 %               | 8,3 %         |

**Tabel 2**  
Aktier

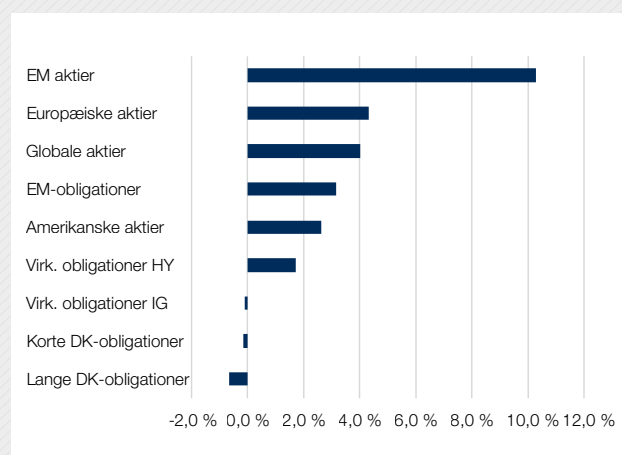
|                         | Afkast år-til-dato* | Afkast i 2016 |
|-------------------------|---------------------|---------------|
| Globale aktier          | 4,0 %               | 10,6 %        |
| Emerging markets aktier | 10,3 %              | 15,2 %        |
| Amerikanske aktier      | 2,6 %               | 13,5 %        |
| Europæiske aktier       | 4,3 %               | 1,8 %         |

\* Pr. 21. marts 2017

**Figur 1**  
Afkastudvikling – år-til-dato, procent



**Figur 2**  
Afkast år-til-dato



**Tabel 3**  
Overordnede anbefalinger

|                                | Taktisk allokering |
|--------------------------------|--------------------|
| Globale aktier                 | Neutral            |
| EM- og virksomhedsobligationer | Overvægt           |
| Danske obligationer            | Undervægt          |

De specifikke allokeringsanbefalinger afhænger af din risikoprofil og dine øvrige personlige forhold. Har du brug for konkrete portefølje anbefalinger, skal du blot kontakte din rådgiver. Så laver vi et investeringsforslag med udgangspunkt i netop din situation.

# Balancegang omkring dansk boligbeskatning

De danske boligpriser fortsætter den beherskede vækst. Men en varslet skatte-reform kan få stor betydning for udviklingen på boligmarkedet på længere sigt.

Tekst: **Nikolaj Stig Nilsen** Foto: **Shutterstock**

Det danske boligmarked er godt på vej til at genvinde pusten oven på finanskrisen. I nominelle priser ligger prisen på ejerlejligheder nu 14 procent over den hidtidige top i 2007, mens parcel- og rækkehuse nærmer sig niveauet fra 2007. Og priserne ser ud til at fortsætte med at stige. Sydbanks Boligbarometer indikerer en gennemsnitlig prisstigning på omkring 4 procent på énfamilieshuse i indeværende kvartal, målt i forhold til samme kvartal sidste år.

– Lige nu ser udviklingen overvejende positiv ud, når vi kigger bredt henover det danske boligmarked. Renten er i bund, antallet af nybyggerier vokser knapt så hurtigt som tidligere, og der er generelt tiltro til fortsat fremgang i dansk økonomi. Det er alt sammen med til at understøtte højere priser på boligmarkedet, siger makroøkonom i Sydbank, Søren V. Kristensen.

Prisvæksten er dog aftaget en smule gennem det seneste år, og det opfatter Søren V. Kristensen som en positiv tendens.

– Man kan godt være lidt bekymret for, at priserne i særligt de store byer kommer til at vokse lidt for hurtigt. Her er det sundt med mere moderate prisstigninger, der i højere grad afspejler den underliggende udvikling i både lønningerne og økonomien som helhed, siger han.

## En bunden opgave om boligskat

Men trods lyse udsigter på den korte bane, ser Søren V. Kristensen også udfordringer for boligmarkedet på lidt længere sigt. Ud over udviklingen i renten, som er en vigtig, men ubekendt faktor for de fremtidige boligpriser, samler interessen sig især om en kommende reform af boligbeskatningen.



– Første skridt til en reform er allerede taget med efterårets beslutning om at indføre nye principper for ejendomsvurderingerne, siger Søren V. Kristensen og pointerer, at det derfor er en bunden opgave for regeringen at tilpasse boligbeskatningen.

– Med de nuværende regler og den nye vurderingsmetode, vil mange boligejere opleve kraftige skattestigninger fra 2021. Det er ikke hensigten, så derfor er regeringen nødt til at ændre reglerne for grundskyld og ejendomsværdibeskatning, siger han.

### Politisk balancekunst

Han peger samtidig på, at det bliver en balancegang for regeringen at finde den rigtige beskatningsmodel.

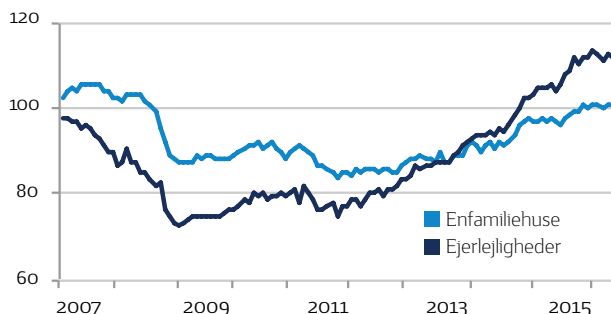
– Regeringen ønsker en flad boligbeskatning på 0,6 procent for alle. Men det møder modstand fra flere sider, da det især vil tilgodesee boligejere i dyre boliger, og de findes især i de store byer, hvor priserne er steget langt mere end på landet, siger Søren V. Kristensen og understeger:

– Den flade boligskat synes ikke at have et flertal bag sig, så her vil regeringen nok være nødt til at søge et kompromis, hvor skatterabatten bliver mindre for de helt dyre boliger.

En anden udfordring er finansieringen af en samlet sænkning af boligbeskatningen. Her lægger regeringen nu op til, at en del af finansieringen kan findes gennem en gradvis sænkning af rentefradraget med i alt 5 procentpoint fra 2021 til 2024. Det vil gøre det dyrere at belåne boligerne og vil ifølge Søren V. Kristensen især ramme boligmarkedet i de større byer, hvor belåningen af boligmassen er størst.

– Mindre rentefradrag vil alt andet lige dæmpe gældsætningen, og det er positivt i et samfundsøkonomisk

Udvikling i nominelle boligpriser, (Indeks)



Kilde: Danmarks Statistik

perspektiv. Samtidig kan det medvirke til at bremse prisudviklingen på boliger i de store byer en smule, så man dæmper risikoen for fremtidige boligbobler, siger Søren V. Kristensen og slutter:

– Mange boligejere holder nok øje med, hvad der sker med rentefradraget. Timingen er formodentlig god til sådan en politisk beslutning, nu hvor renten er historisk lav. Under alle omstændigheder er det ønskeligt med den hurtigst mulige afklaring fra politikernes hånd, så vi minimerer uklarhederne omkring markedssituationen. 📌



Søren V. Kristensen, makroøkonom i Sydbank

### Det kan dæmpe boligpriserne

- Øget nybyggeri
- Rentestigninger
- Beskatning
- Lav reallønsfremgang
- Fraflytning



Det handler om at være

**Tryg**

# Vi skaber **tryghed** og **værdi** for kunder, medarbejdere og **aktionærer**

## **Trygs generalforsamling d. 8. marts i år.**

Forsamlingen vedtog et udbytte på 1.017 mio. kr. eller 3,60 kr. pr. aktie samt et ekstraordinært udbytte på 1.000 mio. kr. eller 3,54 kr. pr. aktier, i alt 7,14 kr. pr. aktie.

# Pengeregn fra danske aktieselskaber

De største danske selskaber sender i disse uger rekordstore beløb retur til aktionærerne i form af udbytter.

Tekst: Nikolaj Stig Nilsen Foto: Tryg

Sæsonen for generalforsamlinger er i fuld gang, og trods et kursmæssigt stille år for de danske aktier udløser årsregnskaberne for femte år i træk rekordhøje udbytter til aktionærerne i de 27 toneangivende danske selskaber, som Sydbanks aktieanalyse dækker. Samlet ligger de annoncerede udbytter fra selskaberne på den pæne siden af 70 mia. kr.

Sydbanks aktieanalysechef Jacob Pedersen peger på stærke forretningsresultater og generelt sund økonomi i selskaberne som hovedårsagen til de støt voksende udbytter.

– De rekordhøje udbytter reflekterer rekordhøj indtjening og veltrimmede pengestrømme hos de største danske selskaber. Godt nok er markedsvæksten stadig relativt lav, men det giver også mindre behov for investeringer i produktionsanlæg og lignende, og det baner vejen for overskudslikviditet, som topledelseerne vurderer, ligger bedst i aktionærernes lommer, siger Jacob Pedersen. ►►

## Det driver de store udbytter:

- Rekordresultater og rekordhøje pengestrømme hos mange selskaber.
- Stærke balancer med begrænset gæld tillader store udbyttebetalinger.
- Topledelseerne har indset, at kontanter har det bedre i aktionærernes lommer.
- Økonomisk giver det ikke meget mening at placere overskudslikviditet i banken til nulrente.
- Ringe behov for at øge investeringer i nye produktionsanlæg og lignende nævneværdigt.

Kilde: Sydbanks aktieanalyse

## ►► Tendensen kan fortsætte

Tendensen er ifølge Jacob Pedersen, at en større og større andel af selskabernes overskud bliver kanaliseret over i udbytter. Det kan skyldes, at selskaberne er kommet sig oven på finanskrisens pres på likviditeten. Men også de senere års lavrentemiljø kan være en forklaring på den stigende tendens til udlodning af overskuddet.

– Det giver jo begrænset økonomisk mening for selskaberne af placere kontantbeholdningerne i banken til ingen eller endog negativ rente, pointerer Jacob Pedersen.

Ud af de 27 selskaber i Sydbanks aktieunivers har sytten øget udbytterne i 2016, mens de er faldet hos blot to. Og Jacob Pedersen ser gode muligheder for, at tendensen kan fortsætte i 2017.

– Indtjeningsrekorderne, der ligger bag de høje udbytter i mange selskaber, kan med stor sandsynlighed blive udbygget yderligere i 2017. På trods af mange usikkerhedsmomenter ser verdensøkonomien nemlig ud til at sætte et lidt højere tempo, og det påvirker indtjeningsmulighederne og dermed også udbyttepotentialet positivt, siger Jacob Pedersen.

### Aktietilbagekøb topper også

Men aktionærernes fest stopper ikke med udbyttebetalingerne. For stadig flere selskaber tilbagekøber også egne aktier. Det betragtes som en mere tilpasningsdygtig og fleksibel måde at sende overskudslikviditet retur til aktionærerne på og fungerer som et supplement til udbetalingen af udbytter. Særligt i de sidste tre år er aktietilbagekøbsprogrammerne vokset i størrelse.

Fra 2013 til 2016 er aktietilbagekøbene hos de 27 selskaber, som Sydbank følger, mere end fordoblet til en samlet værdi på 42 mia. kr. i 2016.

Her er Jacob Pedersen mere forbeholden i forhold til, om tendensen vil fortsætte i indeværende år.

– Indtil videre har kun få selskaber annonceret aktietilbagekøb for 2017, der vil overstige tilbagekøbene i 2016, og med udsigt til at beløbstunge A.P. Møller – Mærsk ikke køber aktier tilbage i år, er der en overhængende risiko for, at de samlede aktietilbagekøb kommer til at falde noget i 2017, siger han.

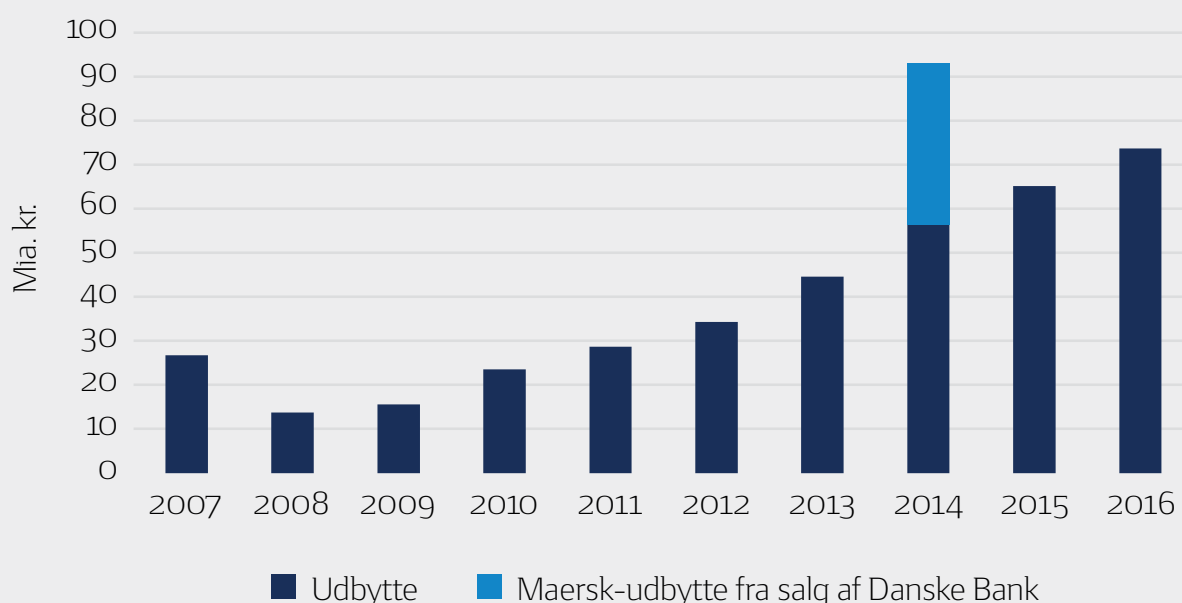
### Høj udbytterente

I en tid, hvor obligationsrenterne er lave, bliver der per automatik endnu større fokus på de selskaber, der år efter år kan udbetale høje udbytter. Det kan give pengestrømmene fra selskabet et obligationslignende præg, når man kigger tilbage på den historiske udvikling i de seneste år.

Investorer på jagt efter høje udbytter kigger på udlodningen, målt i forhold til aktiekursen – den såkaldte yield. På dansk vil man kalde det 'udbytterente', dvs. udbytte pr. aktie divideret med aktiekursen.

– I Sydbanks aktieunivers er der ti aktier, som har givet en udbytterente på over 2 procent i 2016. Det er en performance, som mange obligationer har svært ved at leve op til. Men det er vigtigt at huske, at risikoen stadig er væsentligt højere, når vi taler aktier, understreger Jacob Pedersen. 📈

## Udvikling i udbytte fra 27 danske top-aktier



Sydbank har analysedækning af 27 toneangivende danske aktier.

Korrigeret for et ekstraordinært udbytte fra Mærsk i 2014 har udviklingen omkring udlodning været i vækst siden 2008.

(Kilde: Sydbanks Aktieanalyse)



**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 Andersen  
tlf. 74 37 76 13



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



**Sjælland**  
Private Banking-directør  
Marianne Jels Eilgaard  
tlf. 74 37 97 11



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



**Kolding**  
Private Banking-directør  
Alex Slot Hansen  
tlf. 74 37 50 85



**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](https://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.

## Renteforventninger for Danmark pr. 24. marts 2017

|                                    | 31. dec. 2016 | P.t.              | 3 mdr.            | 6 mdr.            | 12 mdr.           |
|------------------------------------|---------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 3-måneders rente (CIBOR)           | -0,23 %       | -0,25 % (-0,22 %) | -0,25 % (-0,20 %) | -0,25 % (-0,20 %) | -0,15 % (-0,15 %) |
| 2-års rente (0,25 % st.l. 2018)    | -0,52 %       | -0,43 % (-0,53 %) | -0,40 % (-0,50 %) | -0,35 % (-0,40 %) | -0,25 % (-0,30 %) |
| 5-års rente (3 % st.l. 2021)       | -0,23 %       | -0,10 % (-0,22 %) | -0,05 % (-0,15 %) | -0,00 % (-0,10 %) | 0,10 % (0,00 %)   |
| 10-års rente (0,50 % st.l. 2027)   | -             | 0,70 % (0,62 %)   | 0,80 % (-)        | 0,90 % (-)        | 1,00 % (-)        |
| F-kort realkreditrente (juli 2019) | 0,14 %        | 0,23 % (0,23 %)   | 0,25 % (0,25 %)   | 0,25 % (0,25 %)   | 0,35 % (0,30 %)   |
| 5-års realkreditrente (jan. 2022)  | 0,28 %        | 0,32 % (0,30 %)   | 0,35 % (0,35 %)   | 0,40 % (0,40 %)   | 0,50 % (0,50 %)   |
| 30-års realkreditrente (2 % 2047)  | 2,26 %        | 2,24 % (2,22 %)   | 2,35 % (-)        | 2,45 % (-)        | 2,55 % (-)        |

En streg i stedet for et tal i tabellen angiver, at obligationen er skiftet ud.  
På realkreditobligationer er renten set fra investors synspunkt, dvs. uden kursfradrag og bidrag.  
På F-kort er angivet renten, som låntageren betaler uden kursfradrag og bidrag.

## Renteforventninger for USA og Tyskland pr. 24. marts 2017 (10-årige effektive renter)

|          | 31. dec. 2016 | P.t.            | 3 mdr.          | 6 mdr.          | 12 mdr.         |
|----------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| USA      | 2,43 %        | 2,43 % (2,41 %) | 2,50 % (2,50 %) | 2,75 % (2,75 %) | 3,00 % (3,00 %) |
| Tyskland | 0,21 %        | 0,43 % (0,32 %) | 0,50 % (0,40 %) | 0,60 % (0,50 %) | 0,75 % (0,65 %) |

## Styringsrenteforventninger pr. 24. marts 2017

|                             | 31. dec. 2016 | P.t.                      | 3 mdr.                    | 6 mdr.                    | 12 mdr.                   |
|-----------------------------|---------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Danmark (indsødsbevisrente) | -0,65 %       | -0,65 % (-0,65 %)         | -0,65 % (-0,65 %)         | -0,65 % (-0,65 %)         | -0,65 % (-0,65 %)         |
| Eurozonen (indlånsrente)    | -0,40 %       | -0,40 % (-0,40 %)         | -0,40 % (-0,40 %)         | -0,40 % (-0,40 %)         | -0,40 % (-0,40 %)         |
| USA (fed funds rate)        | 0,50-0,75 %   | 0,75-1,00 % (0,50-0,75 %) | 1,00-1,25 % (0,75-1,00 %) | 1,25-1,50 % (1,00-1,25 %) | 1,75-2,00 % (1,50-1,75 %) |

## Valutakursforventninger pr. 24. marts 2017

|         | 31. dec. 2016 | P.t.          | 3 mdr.                    | 6 mdr.                    | 12 mdr.                   |
|---------|---------------|---------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| EUR/USD | 105,1         | 108,0 (106,4) | 102-107 (102-107)         | 100-105 (100-105)         | 97-102 (97-102)           |
| USD/DKK | 706           | 689 (698)     | 695-730 (695-730)         | 709-746 (709-746)         | 730-769 (730-769)         |
| EUR/DKK | 743,2         | 743,7 (743,4) | 743,5-744,5 (743,5-744,5) | 744,5-745,5 (744,5-745,5) | 744,5-745,5 (744,5-745,5) |
| JPY/DKK | 6,04          | 6,20 (6,15)   | 6,05-6,35 (6,05-6,35)     | 5,90-6,20 (5,90-6,20)     | 5,60-5,90 (5,60-5,90)     |
| CHF/DKK | 693           | 695 (696)     | 680-700 (680-700)         | 680-700 (680-700)         | 670-690 (670-690)         |
| GBP/DKK | 871           | 860 (873)     | 870-900 (870-900)         | 860-890 (860-890)         | 840-870 (840-870)         |
| SEK/DKK | 77,5          | 78,1 (78,4)   | 77,0-79,0 (77,0-79,0)     | 78,0-80,0 (78,0-80,0)     | 80,0-82,0 (80,0-82,0)     |
| NOK/DKK | 81,7          | 81,1 (83,4)   | 82,0-85,0 (80,0-83,0)     | 82,0-85,0 (81,0-84,0)     | 83,0-86,0 (82,0-85,0)     |

## Aktiekursforventninger pr. 24. marts 2017

|            | ÅTD   | 5-årigt afkast | P.t.  | 3 mdr.                  | 6 mdr.                    | 12 mdr.                   |
|------------|-------|----------------|-------|-------------------------|---------------------------|---------------------------|
| OMXC25 CAP | 4,6 % | 125,3 %        | 1.065 | 1.000-1.100 (975-1.075) | 1.000-1.100 (1.000-1.100) | 1.025-1.125 (1.000-1.100) |

Afkasttal er beregnet på OMXC20Cap. Tallene i parentes angiver forventningerne fra forrige Investering/AktieStrategi