

Kvartalsrapport

3. kvartal 2025

Formue &
Investeringspleje

PART OF  Söderberg
& Partners

Resume

Hvis vi ser på de store institutionelle investorers aktieallokering, har disse i store dele af 2025 haft en aktieandel, som har været lavere, end de historisk har haft. Den forøgede politiske risiko i form af Donald Trumps toldpolitik har været stærkt medvirkende til denne beslutning. Efter toldaftalerne begyndte at falde på plads, har disse investorer gradvist forøget deres aktieandel. På markedsbevægelserne virker det som om, at aktieandelen i høj grad er blevet forøget ved, at investorerne har foretaget indeksbaserede investeringer med fokus på det amerikanske aktiemarked. Dermed er de store IT-relaterede amerikanske selskaber steget endnu mere i kurs gennem 3. kvartal 2025, og de 5 største amerikanske selskaber i det amerikanske S&P 500-indeks (Nvidia, Microsoft, Apple, Alphabet og Amazon) udgør nu omkring 30% af dette indeks. I perioden 1989 – 2022 har de 5 største selskaber i S&P 500-indekset typisk udgjort mellem 10-15% af indekset. Der er således skabt en markant koncentrationsrisiko i S&P 500-indekset i de seneste 3 år. Desuden udgør amerikanske aktier nu en rekordstor andel af verdensindekset for aktier, MSCI World All Countries, på ca. 65%, hvilket betyder, at de 5 største amerikanske aktier nu udgør ca. 20% af verdensindekset for aktier. Det er i vores optik et faresignal, at så få aktier fylder så meget i verdensindekset, hvilket vi er meget opmærksomme på. Derfor har vi været tilbageholdende med at forøge vores indeksbaserede udenlandske aktieinvesteringer.

I en mere uforudsigelig verden forekommer det paradoksalt, at investorerne er søgt over mod mere cykliske aktieinvesteringer og væk fra kvalitetsselskaber i 2025.

Med den nuværende store forskel i prisfastsættelsen mellem amerikanske og danske aktier, taler det i vores optik for, at danske aktier fremadrettet bør have et større afkastpotentiale end amerikanske aktier. Vi er af den overbevisning, at en investering i kvalitetsselskaber vil sikre investorerne et både godt og mindre risikofyldt afkast på den lange bane. Dette er baggrunden for, at vi ikke har ændret på vores overordnede investeringsstrategi.

Med udsigt til en rimelig økonomisk vækst i verdensøkonomien om end lidt til den lave side, en forventning om en aftagende inflation, bortset fra i USA, samt en forøget risiko som følge af Donald Trumps uforudsigelighed, anbefaler vi en aktieandel tæt på det aftalte benchmark. Vi overvejer aktuelt, hvorvidt det er tid til at nedbringe sin eksponering mod amerikanske aktier og i stedet købe op i aktier uden for USA, hvor prisfastsættelsen for nærværende vurderes mere attraktiv. Dette kan i vores optik med fordel gøres med fokus på kvalitetsselskaber. Med udsigt til, at der er styr på inflationen i Euroområdet i kombination med en økonomisk vækst til den lave side, overvejer vi desuden at forøge varigheden på obligationsinvesteringerne.



Udviklingen på de finansielle markeder i 3. kvartal 2025

Tabel 1:

Udvikling i 3. kvartal 2025					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2025
	30.06.2025	30.09.2025			
OMX CGI	2.606,85	2.371,46	-235,39	-9,03%	-19,19%
OMXC Cap. GI	2.750,02	2.700,45	-49,57	-1,80%	0,00%
MSCI World All Countries	2.994,45	3.221,29	226,84	7,58%	4,45%
MSCI USA*	5.193,03	5.607,43	414,40	7,98%	1,10%
MSCI Europa*	1.986,67	2.058,30	71,63	3,61%	12,67%
MSCI Japan*	2.218,98	2.395,93	176,95	7,97%	6,44%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2025
	30.06.2025	30.09.2025			
Rente på indskudsbeviser	1,60	1,60	0,00	0,40%	1,45%
1,75 STAT 25	1,75	1,70	-0,05	0,45%	1,43%
0,5% STAT 2027	1,64	1,71	0,07	0,38%	1,24%
4,5% STAT 2039	2,72	2,73	0,01	0,29%	-2,77%
1,5% NYK 2050	3,29	3,25	-0,04	0,93%	0,18%
BDEN15				0,37%	1,28%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 3.kvt.	Afkast i 3.kvt.	Afkast i 2025
	30.06.2025	30.09.2025			
USD/DKK	6,37	6,36	-0,01	-0,13%	-10,99%
EUR/DKK	7,46	7,46	0,00	0,05%	0,07%
JPY/DKK	0,044	0,043	-0,001	-2,59%	-5,23%

Udviklingen i 3. kvartal 2025

Det har igen været et begivenhedsrigt kvartal på de finansielle markeder. Frygten for en økonomisk nedtur som følge af Donald Trumps trusler om meget høje tolsatser blev undgået, idet USA's store samhandelspartnere, herunder EU og Kina, indgik rammeaftale om tolsatser med USA i løbet af juli måned. Dette førte til et lettelsens suk på de finansielle markeder, hvorfor der generelt har været positive afkast på både aktie- og obligationsmarkederne i løbet af det forgangne kvartal, som det ses af Tabel 1. Undtagelsen har dog været det danske aktiemarked, hvor OMX CGI-indekset har realiseret et afkast på -9,0% og

OMXC Cap. GI-indekset, hvor hver aktie maksimalt kan indgå med en vægt på 10%, har realiseret et afkast på -1,8% i 3. kvartal 2025. Der er flere årsager til, at de danske aktier forsat har haft det svært. Der er dels selskabsspecifikke faktorer, så som at Novo Nordisk har foretaget endnu en nedjustering af deres resultatforventninger, samt at Ørsted har været nødsaget til at lave en kapitaludvidelse på 60 mia. kr. Begge forhold har betydet, at de respektive selskabers aktier har givet et betydeligt negativt afkast i det forgange kvartal, hvilket har været medvirkende til faldet i de danske aktieindeks i løbet af 3. kvartal 2025.

I vores optik er det kursfald, vi har oplevet på Novo Nordisk i løbet af 2025, en klar overreaktion, idet aktien nu blot handles til en forward P/E (forventet indtjening i det kommende år sat i forhold til aktiekursen) på 14, mens verdensindekset for aktier, MSCI World All Countries, handles til en forward P/E på 19,5. Aktiemarkedet vurderer således, at vækst- og indtjeningsudsigterne for Novo Nordisk er dårligere end for det globale aktiemarked som helhed, hvilket vi ikke er enige i, idet Novo Nordisk forventeligt blot er i den spæde start af et stort stigende marked inden for fedmebehandling.

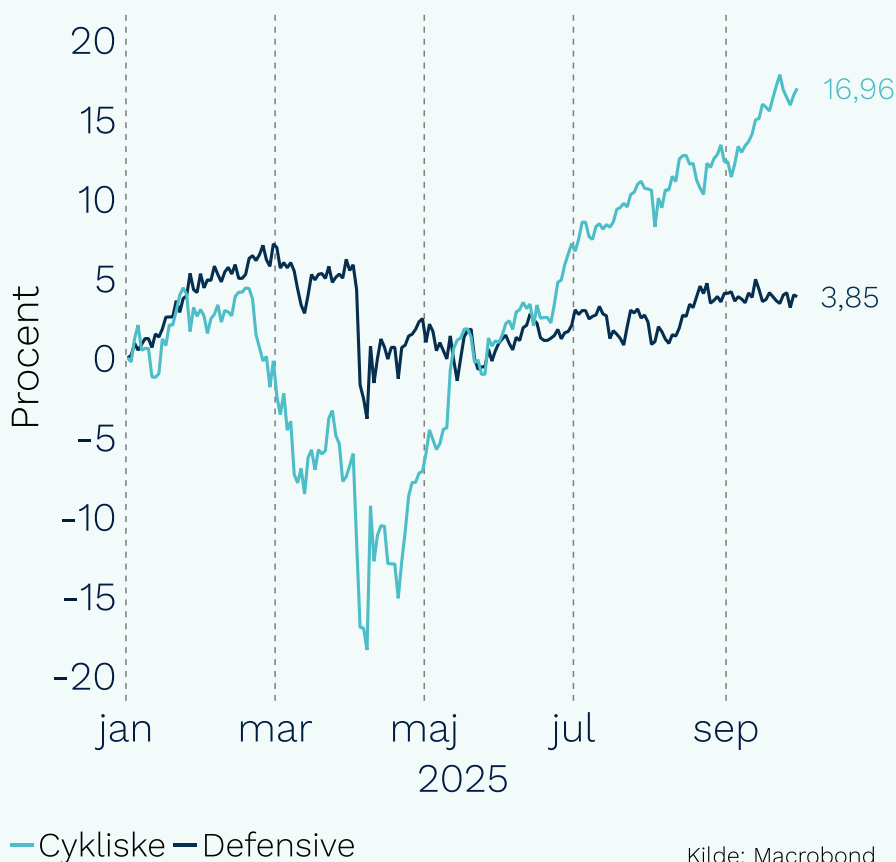
Vores investeringsmæssige overvejelser i et udfordrende investeringsmarked

Hvis vi ser på de store institutionelle investorers aktieallokering, har disse i store dele af 2025 haft en aktieandel, som har været lavere, end de

historisk har haft. Den forøgede politiske risiko i form af Donald Trumps toldpolitik, har været stærkt medvirkende til denne beslutning. Efter toldaftalerne begyndte at falde på plads, har disse investorer gradvist forøget deres aktieandel. På markedsbevægelserne virker det som om, at aktieandelen i høj grad er blevet forøget ved, at investorerne har foretaget indeksbaserede investeringer med fokus på det amerikanske aktiemarked. Dermed er de store IT-relaterede amerikanske selskaber steget endnu mere i kurs gennem 3. kvartal 2025, og de 5 største amerikanske selskaber i det amerikanske S&P 500-indeks (Nvidia, Microsoft, Apple, Alphabet og Amazon), udgør nu omkring 30% af dette indeks. I perioden 1989 – 2022 har de 5 største selskaber i S&P 500-indekset typisk udgjort mellem 10-15% af indekset. Der er således skabt en markant koncentrationsrisiko i S&P 500-indekset i de seneste 3 år. Desuden udgør amerikanske aktier

Figur 1: Udviklingen mellem cykliske og defensive aktier i 2025

Cykliske og defensive aktier i USA



Kilde: BankInvest

Figur 2: Definitionen af et kvalitetsselskab

Kvalitetsaktier er aktier i stabile, stærke og kapitalstærke virksomheder, der kendetegnes ved en stabil indtjening, højt afkast af egenkapitalen og vedvarende konkurrencemæssige fordele, som gør dem robuste i usikre økonomiske tider og reducerer risikoen for konkurs for investoren.

Nøglekarakteristika ved kvalitetsaktier:

- **Finansiell styrke:** Virksomhederne har en stærk kapitalstruktur og lav gæld, hvilket gør dem mindre sårbare over for økonomiske kriser.
- **Stabil indtjening:** De udviser en stabil og forudsigelig vækst i indtjeningen, der sikrer fortløbende indtægter.
- **Højt afkast:** Selskaberne har et højt afkast af egenkapitalen (ROE).
- **Vedvarende konkurrencemæssige fordele:** De besidder en eller flere varige fordele, der beskytter dem mod konkurrence og sikrer en positiv indtjeningsudvikling på lang sigt.
- **Robusthed:** Disse virksomheder klarer sig ofte godt i usikre økonomiske tider, da de er mindre udsatte for konkurstab.

Fordele ved at investere i kvalitetsaktier:

- **Lavere risiko:** Den stærke finansielle position og stabile indtjening mindsker risikoen for konkurs.
- **Stabilitet:** Virksomhedernes stabile forretningsmodeller giver en tryghed for investorer.
- **Langsigtede afkast:** Med deres vedvarende konkurrencemæssige fordele har de potentialet til at fortsætte deres positive indtjeningsudvikling på lang sigt.

nu en rekordstor andel af verdensindekset for aktier, MSCI World All Countries, på ca. 65%, hvilket betyder, at de 5 største amerikanske aktier nu udgør ca. 20% af verdensindekset for aktier. Det er i vores optik et faresignal, at så få aktier fylder så meget i verdensindekset, hvilket vi er meget opmærksomme på. Derfor har vi været tilbageholdende med at forøge vores indeksbaserede udenlandske aktieinvesteringer.

Hvis man ser på sammensætningen af selskaber på det danske aktiemarked, er der generelt få cykliske selskaber (selskaber som er særlig følsom over for de økonomiske konjunkturer), men flere defensive selskaber (selskaber som har en mere stabil afsætning) med en overvægt

af selskaber inden for medicosektoren. Hvis man ser på, hvad der i særdeleshed har trukket afkastet på det amerikanske aktiemarked i 2025, hvilket generelt sætter trenden på de vestlige aktiemarkeder, kan man af Figur 1 se, at det i høj grad er de cykliske aktier, som har bidraget til fremgangen på det amerikanske aktiemarked i både 3. kvartal 2025 og i hele 2025. Investeringsrenden har således ikke favoriseret danske aktier gennem 2025.

Investeringsmæssigt har vi ikke lagt skjul på, at vi foretrækker at investere i kvalitetsselskaber. Vi har vores definition af, hvornår vi anser et selskab som værende et kvalitetsselskab. Ser vi på, hvad der karakteriserer et kvalitetsselskab,

kan vi af Figur 2 se, hvad man ved en søgning via brug af kunstig intelligens (Google AI) får af egenskaber, hvilket stemmer godt overens med vores definition på et kvalitetselskab.

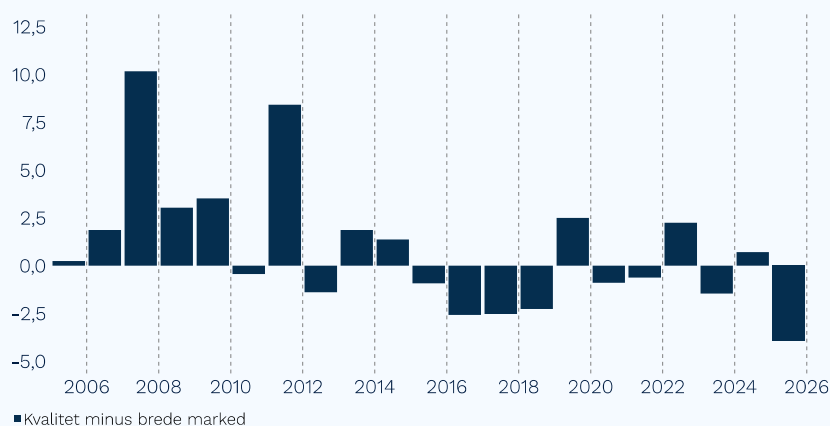
Vi er af den overbevisning, at en investering i kvalitetselskaber vil sikre investorerne både et godt og mindre risikofyldt afkast på den lange bane. Der vil dog være perioder, hvor denne type aktier vil underpræstere som følge af ændrede præferencer hos investorerne. I perioden 2005 til 2024 har kvalitetsaktier givet et gen-

nemsnitligt årligt merafkast på lidt over 1% p.a. i forhold til S&P 500-indekset svarende til et merafkast på knap 24% i perioden. I 2025 har kvalitetsaktier til gengæld haft det svært, hvor denne type aktier er 3,7%-point efter indekset, hvilket afkastmæssigt gør 2025 til den sværeste periode i over 20 år for kvalitetsaktier, som det ses af figur 3.

Når der er modvind til både danske aktier, defensive aktier og kvalitetsaktier i 2025, lægger det naturligvis op til refleksion og en vurdering af,

Figur 3: Kvalitetsaktier har i 2025 haft det svært

Det er det værste marked for kvalitetsaktier i 20 år!



hvorvidt der evt. skal justeres på investeringsstrategien, hvilket vi selvfølgelig løbende har gjort. Vi har følgende overordnede betragtninger:

- Hvis vi ser på det nuværende politiske og økonomiske klima, er det fortsat vores vurdering, at der er en forhøjet politisk og økonomisk usikkerhed som følge af Donald Trumps uforudsigelighed.
- Toldsatserne, som USA har indført, vil betyde en mindre økonomisk vækst og en forhøjet inflation på 1-2 års sigt i verdensøkonomien. Hvis vi ser på OECD's prognose i Tabel 3, kan vi se, at den økonomiske vækst forventes at aftage en anelse i både 2025 og 2026 ift. det realiserede i 2024. Dette underbygger, at vi kan se ind i en periode med lidt lavere økonomisk vækst i verdensøkonomien end vanligt.
- Få amerikanske aktier udgør en rekordstor andel i verdensindekset for aktier, hvilket giver en forhøjet risiko ved indeksinvestering.

Hvis vi samtidig ser på prisfastsættelsen af danske aktier (OMX Copenhagen Cap) kontra amerikanske aktier (S&P 500) ud fra forward P/E for det kommende år, fremgår det af Figur 4, at amerikanske og danske aktier historisk har fulgt hinanden prismæssigt, men siden 2024 er prisfastsættelsen på de danske aktier faldet betydeligt, mens amerikanske aktier er blevet dyrere. Der er således en historisk stor forskel på prisfastsættelsen mellem

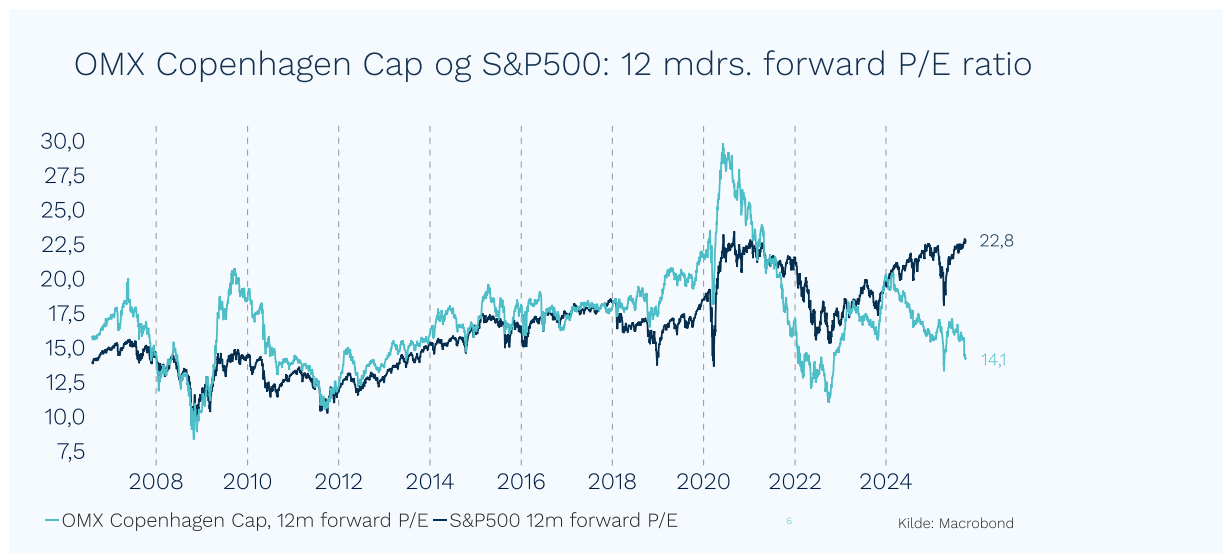
danske og amerikanske aktier på nuværende tidspunkt.

I en mere uforudsigelig verden forekommer det paradoksalt, at investorerne er søgt over mod mere cykliske aktieinvesteringer og væk fra kvalitetsselskaber i 2025.

Med den nuværende store forskel i prisfastsættelsen mellem amerikanske og danske aktier, taler det i vores optik for, at danske aktier fremadrettet bør have et større afkastpotentiale end amerikanske aktier. Vi er af den overbevisning, at en investering i kvalitetsselskaber vil sikre investorerne et både godt og mindre risikofyldt afkast på den lange bane. Dette er baggrunden for, at vi ikke har ændret på vores overordnede investeringsstrategi.

Vi er løbende i tæt dialog med de aktive forvaltere, vi bruger på vores investeringsforeninger, så som BLS, Maj Invest og CWorldWide, for at følge op på, at også de er tro mod deres investeringsstrategi. Vi ser i den forbindelse også ind i de omlægninger, de har foretaget, for at vurdere, hvordan dette påvirker vores samlede investeringsportefølje. F.eks. har 2 af forvalterne vægtet deres position op i Novo Nordisk under nedturen, hvorfor vi indirekte har forøget vores eksponering mod Novo Nordisk. Maj Invest Value Aktier har f.eks. reduceret sin position i Alphabet og forøget andelen i et andet amerikansk IT-selskab, Hewlett-Packard. Selv om det investeringsmæssigt kan se ud som om, at der ikke foretages de store omlægninger, er der ofte foretaget omlægninger hos de underliggende in-

Figur 4: Prisfastsættelse af danske og amerikanske aktier



vesteringsforeninger, og vi holder løbende møder med forvalterne for at sikre, at disse lever op til det forventelige. Så der arbejdes til stadighed på højtryk i investeringsafdelingen for at sikre det bedste langsigtede afkast til vores kunder, samt ikke mindst at vi har den ønskede risiko i vores porteføljer.

Dette var en lille 'afstikker' for at fortælle mere uddybende om nogle af de investeringsmæssige tanker og overvejelser, vi har haft både i 3. kvartal 2025 og i 2025 som helhed. Vi vil i de kommende Kvartalsrapporter informere endnu mere om vores investeringsstrategi og overvejelser.

Udviklingen i 3. kvartal 2025 – fortsættelse

Hvis vi ser på inflationsudviklingen i Euroområdet i Tabel 2, fremgår det af tabellen, at inflationen i september 2025 var på 2,2% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Kerneinflationen, det vil sige inflationen uden hensyntagen til energi og fødevarer, var på 2,3%

p.a. i samme periode. Dette er tæt på den europæiske centralbanks (ECB) mål om en inflation på 2,0% p.a. Inflationen er således under kontrol i Euroområdet, men samtidig ser inflationen ikke ud til at dykke nævneværdigt på den korte bane, hvorfor ECB forventes at fastholde den ledende rente uændret på 2,0% i den kommende periode.

Som det ses af Figur 5, har den tyske 10-årige statsrente ligget forholdsvist stabilt på et niveau omkring 2,6-2,8% gennem de seneste 3 måneder. De stabile korte og lange renter har ført til, at der er realiseret positive afkast i niveau 0,3 – 0,9% p.a. i 3. kvartal 2025 på obligationerne i Tabel 1.

Hvis vi ser på inflationsudviklingen i USA i Figur 6, kan vi af figuren se, at inflationen har været svagt stigende på det seneste. I august 2025 var inflationen på 2,9% p.a. og kerneinflationen på 3,1% p.a. sammenlignet med august 2024. Dette er noget over den amerikanske centralbanks (Fed) mål om en inflation i niveau 2,0% p.a. Alligevel valgte Fed at sænke renten med

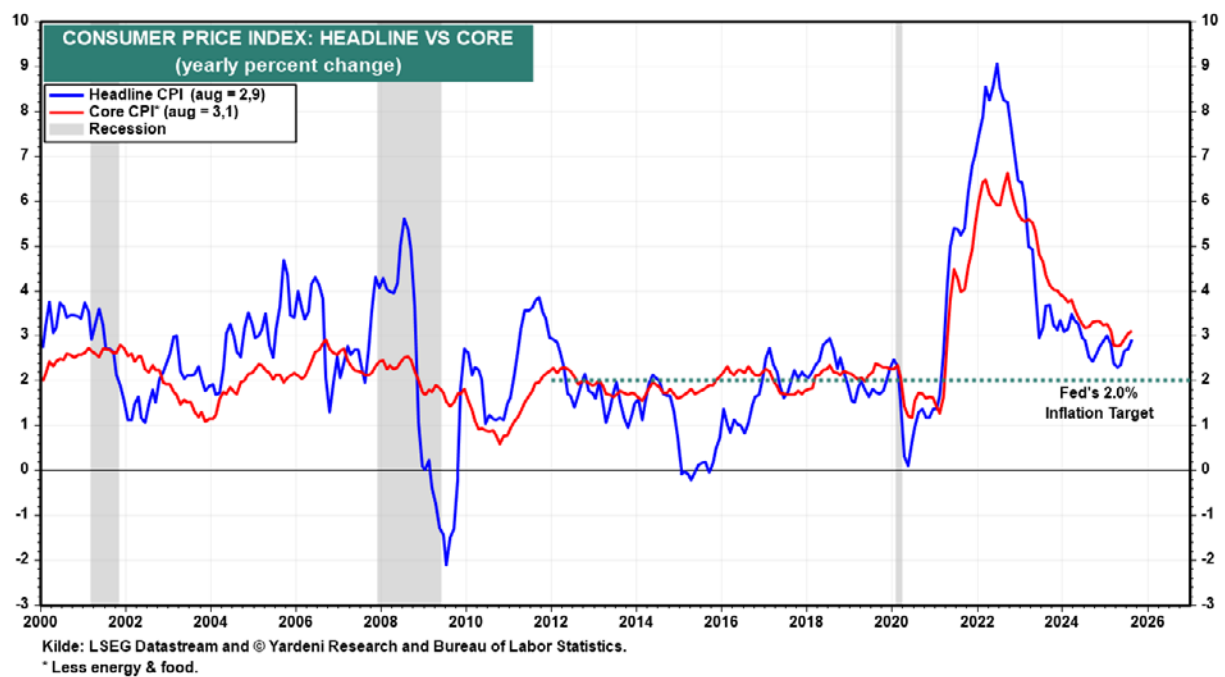
Tabel 2: Inflation i Euroområdet

Euro area annual inflation and its components (%)

	Weights (%)	Annual rate							Monthly rate
	2025	Sep 24	Apr 25	May 25	Jun 25	Jul 25	Aug 25	Sep 25	Sep 25
All-items HICP	1000.0	1.7	2.2	1.9	2.0	2.0	2.0	2.2e	0.1e
All-items excluding: energy	906.0	2.6	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5e	0.1e
energy, unprocessed food	863.4	2.7	2.7	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4e	0.1e
energy, food, alcohol & tobacco	712.8	2.7	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3e	0.1e
Food, alcohol & tobacco	193.3	2.4	3.0	3.2	3.1	3.3	3.2	3.0e	0.0e
processed food, alcohol & tobacco	150.6	2.6	2.4	2.9	2.6	2.7	2.6	2.6e	-0.1e
unprocessed food	42.7	1.6	4.9	4.3	4.6	5.4	5.5	4.7e	0.2e
Energy	94.0	-6.1	-3.6	-3.6	-2.6	-2.4	-2.0	-0.4e	-0.1e
Non-energy industrial goods	256.3	0.4	0.6	0.6	0.5	0.8	0.8	0.8e	2.2e
Services	456.5	3.9	4.0	3.2	3.3	3.2	3.1	3.2e	-0.9e

e estimate

Kilde: ECB

Figur 5: 10-årige tyske statsrente**Figur 6: Inflation i USA**

0,25%-point på deres seneste møde i september, hvilket umiddelbart kan forekomme underligt. Der er imidlertid en god forklaring på dette. Den amerikanske centralbank har – modsat den europæiske centralbank – endnu et hensyn at tage ud over en stabil inflation. Nemlig at sikre en fuld beskæftigelse i den amerikanske økonomi. Da arbejdsløsheden i USA er steget fra 4,0% i januar 2025 til 4,3% i august 2025 valgte Fed at sænke

renten i september. Fed kommer uden tvivl til at følge både udviklingen på det amerikanske arbejdsmarked og inflationsudviklingen meget nøje i den kommende tid. Udviklingen i disse nøgletal vil afgøre, hvorvidt Fed sænker renten yderligere i løbet af 2025 og i hvilket tempo. Den nuværende divergerende udvikling i inflation og arbejdsløshed tilsiger umiddelbart en forsigtig tilgang til tempoet, Fed sænker renten i.

Forventninger

Hvis man ser på OECD's seneste prognose fra september 2025 i Tabel 3, fremgår det, at OECD har opjusteret forventningerne til den økonomiske vækst i verdensøkonomien med 0,3%-point for 2025, mens prognosen er holdt uændret for 2026. For 2025 er der tale om en mere bred opjustering af vækstforventningerne hos de fleste lande/regioner, så den økonomiske vækst samlet set forventes at lande på 3,2% p.a. Dette er lidt under den gennemsnitlige økonomiske vækst, verdensøkonomien realiserede i perioden 2013 – 2019. I 2026 forventes den økonomiske vækst at aftage lidt mere til 2,9% p.a., hvilket dækker over en lidt lavere forventelig økonomisk vækst i de fleste lande/regioner som følge af, at de amerikanske toldsatser forventes at få fuld effekt på den økonomiske vækst. Med en forventelig økonomisk vækst på 2,9% p.a. i 2026, herunder en forventelig

økonomisk vækst i EU på 1,0% p.a. og 1,5% p.a. i USA, er der ikke tale om en økonomisk recession, men en økonomisk vækst til den lave side.

Betragtes indkøbschefernes forventninger (Figur 7 og 8), kan man se, at indkøbschefernes forventninger er over 50 i både den udviklede verden og i emerging markets, hvilket både dækker over fremstillings- og servicesektoren. Når indekset er over 50, vidner det om en forventning om en tiltagende økonomisk vækst og omvendt i de næste 3-6 måneder. Dette stemmer godt overens med OECD's seneste prognose for specielt 2025, hvor den økonomiske vækst er blevet opjusteret. Hvis OECD skal have ret i sin prognose for 2026 med udsigt til en lidt lavere økonomisk vækst, burde indeksene begynde at aftage i styrke i løbet af de kommende måneder.

Tabel 3: OECD Economic Outlook September 2025

Table 1. Global growth has remained resilient but is expected to moderate in 2026

	2024	2025		2026	
		Interim EO projections	Difference from June EO	Interim EO projections	Difference from June EO
World	3.3	3.2	0.3	2.9	0.0
G20 ¹	3.4	3.2	0.3	2.9	0.0
Australia	1.1	1.8	0.0	2.2	0.0
Canada	1.0	1.1	0.1	1.2	0.1
Euro area	0.8	1.2	0.2	1.0	-0.2
Germany	-0.5	0.3	-0.1	1.1	-0.1
France	1.1	0.6	0.0	0.9	0.0
Italy	0.7	0.6	0.0	0.6	-0.1
Spain ²	3.2	2.6	0.2	2.0	0.1
Japan	0.1	1.1	0.4	0.5	0.1
Korea	2.0	1.0	0.0	2.2	0.0
Mexico	1.4	0.8	0.4	1.3	0.2
Türkiye	3.3	3.2	0.3	3.2	-0.1
United Kingdom	1.1	1.4	0.1	1.0	0.0
United States	2.8	1.8	0.2	1.5	0.0
Argentina	-1.3	4.5	-0.7	4.3	0.0
Brazil	3.4	2.3	0.2	1.7	0.1
China	5.0	4.9	0.2	4.4	0.1
India ³	6.5	6.7	0.4	6.2	-0.2
Indonesia	5.0	4.9	0.2	4.9	0.1
Russia	4.3	1.0	0.0	0.7	0.0
Saudi Arabia	1.9	3.7	1.9	3.9	1.4
South Africa	0.5	1.1	-0.2	1.3	-0.1

Note: Difference from June 2025 OECD Economic Outlook in percentage points, based on rounded figures. World and G20 aggregates use moving nominal GDP weights at purchasing power parities (PPPs). Revisions to PPP estimates affect the differences in the aggregates. Based on data available up to 18 September 2025.

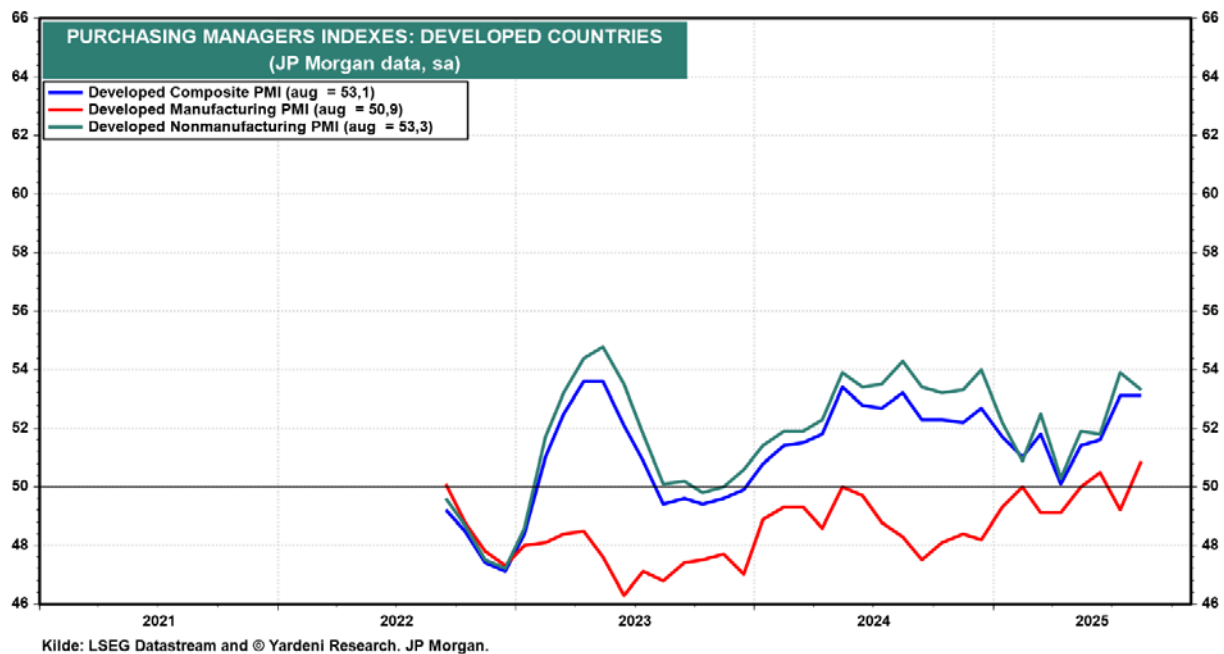
1. The European Union is a full member of the G20, but the G20 aggregate only includes countries that are also members in their own right.

2. Spain is a permanent invitee to the G20.

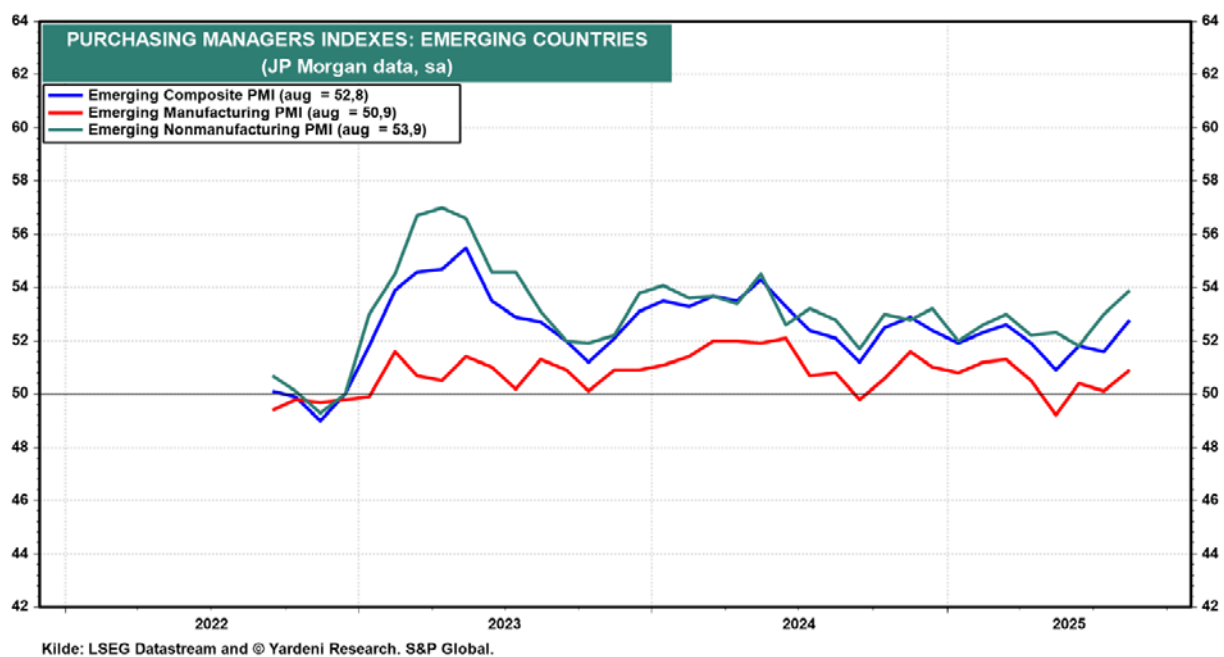
3. Fiscal years, starting in April.

Source: OECD Interim Economic Outlook 118 database; and OECD Economic Outlook 117 database.

Figur 7:



Figur 8:



Som det fremgår af Tabel 4, forventer OECD en aftagende inflation i G20-landene (de 20 største økonomier i verden) i både 2025 og 2026, hvor seneste prognose indeholdt en nedjustering af inflationsforventningerne for både 2025 og 2026 med henholdsvis 0,2% og 0,3%-point. En aftagende inflation er generelt positivt for udviklingen

på de finansielle markeder. Hvis man nærlæser prognosen, kan man se, at inflationen forventes at tiltage i USA i løbet af 2026, modsat i de fleste andre lande i oversigten. En stigende amerikansk inflation gør det, sværere for den amerikanske centralbank at sænke renten. Hvorvidt den amerikanske centralbank i et sådant scenarie vælger

at sænke renten, vil sandsynligvis afhænge af udviklingen på det amerikanske arbejdsmarked, hvor en stigende arbejdsløshed sandsynligvis kan være den udløsende faktor, og omvendt kan et forbedret arbejdsmarked udskyde yderligere rentenedsættelser.

Hvis vi ser på jobskabelsen i den amerikanske økonomi i det seneste år, fremgår det af Figur 9, at

der var en rimelig jobskabelse i den amerikanske økonomi frem til Donald Trumps toldcirkus i april 2025. Herefter er jobskabelsen gået i stå. Er det et signal om, at den amerikanske økonomi er på vej ind i en nedtur? Eller er det et udtryk for rettidig omhu hos de amerikanske virksomheder, hvor de har valgt at udsætte nyansættelser, til de blev klar over, hvad den økonomiske konsekvens blev af Trumps toldpolitik? Ud fra de seneste vækst-

Tabel 4:

Table 2. Headline inflation is projected to decline in 2026

	2024	2025		2026	
		Interim EO projections	Difference from June EO	Interim EO projections	Difference from June EO
G20 ¹	6.2	3.4	-0.2	2.9	-0.3
Australia	3.2	2.5	0.2	2.4	0.1
Canada	2.4	2.0	-0.1	2.0	-0.1
Euro area	2.4	2.1	-0.1	1.9	-0.1
Germany	2.5	2.2	-0.2	2.1	0.0
France	2.3	1.1	-0.1	1.6	-0.1
Italy	1.1	1.9	-0.1	1.8	-0.1
Spain ²	2.9	2.6	0.2	2.0	0.1
Japan	2.7	3.1	0.3	2.1	0.1
Korea	2.3	2.2	0.1	1.9	-0.1
Mexico	4.7	4.2	0.8	3.6	0.4
Türkiye	58.5	33.5	2.1	19.2	0.7
United Kingdom	2.5	3.5	0.4	2.7	0.4
United States	2.5	2.7	-0.5	3.0	0.2
Argentina	219.9	39.8	3.2	16.5	1.6
Brazil	4.4	5.2	-0.5	4.4	-0.6
China	0.2	-0.2	-0.1	0.3	-1.1
India ³	4.6	2.9	-1.2	3.9	-0.1
Indonesia	2.2	1.9	-0.4	2.7	-0.3
Russia	8.5	8.5	-1.2	4.9	-1.2
Saudi Arabia	1.7	2.2	0.3	2.0	0.2
South Africa	4.4	3.3	0.1	3.7	-0.5
<i>Memorandum item</i>					
G20 countries excluding Argentina and Türkiye	2.5	2.2	-0.3	2.3	-0.4

Note: Difference from June 2025 OECD Economic Outlook in percentage points, based on rounded figures. The G20 aggregate uses moving nominal GDP weights at purchasing power parities (PPPs). Revisions to PPP estimates affect the difference in the aggregate. Based on data available up to 18 September 2025.

1. The European Union is a full member of the G20, but the G20 aggregate only includes countries that are also members in their own right.

2. Spain is a permanent invitee to the G20.

3. Fiscal years, starting in April.

Source: OECD Interim Economic Outlook 118 database; and OECD Economic Outlook 117 database.

prognoser, er der ikke noget, som tyder på, at den amerikanske økonomi er på vej ind i en nedtur, hvorfor jobskabelsen måske forbedres i løbet af de kommende måneder. Hvis dette sker, vil det være godt for den amerikanske økonomi, men det

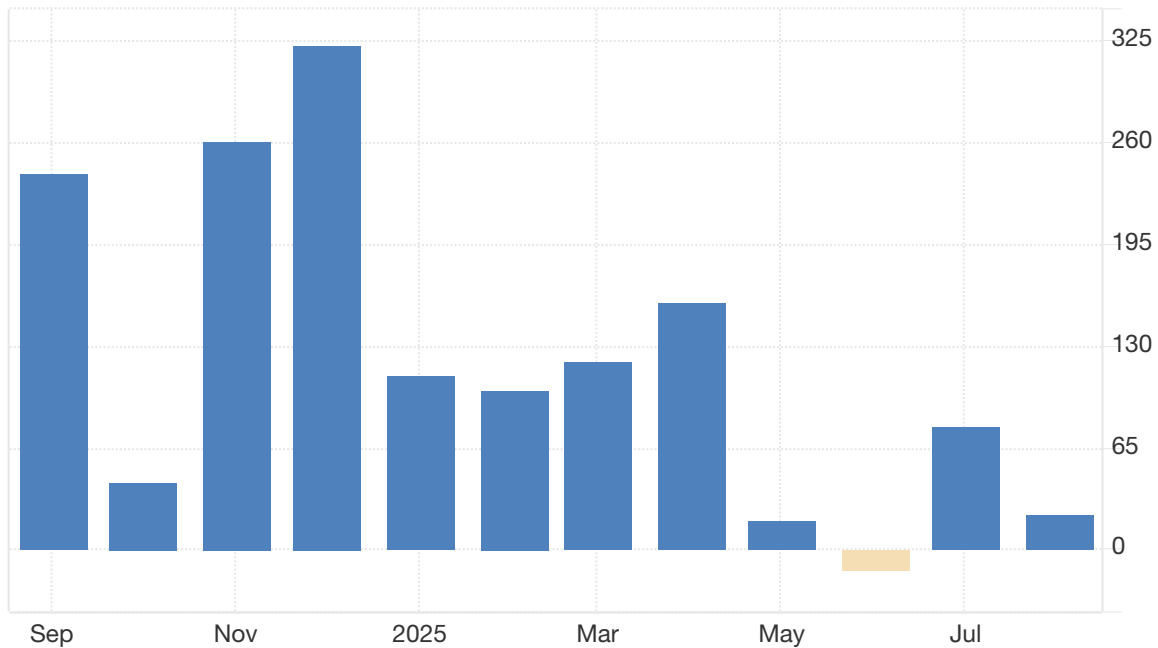
vil også betyde, at den amerikanske centralbank vil være mindre tilbøjelig til at sænke renten yderligere. Det bliver derfor ekstra spændende at følge dette nøgletal i de kommende måneder. De amerikanske politikere er ikke blevet enige om

det kommende års budget, hvorfor det offentlige i USA er begyndt at lukke delvist ned fra 1. oktober, hvor statsansatte er blevet sendt hjem. Dette er ikke en usædvanlig hændelse i USA, hvorfor de finansielle markeder tager det forholdsvist roligt. Det kan dog betyde, at de kommende økonomiske

nøgletal for den amerikanske økonomi dels kan blive forsinket, dels kan det faktiske billede blive sløret af afledte effekter fra nedlukningen. Dette gør det ikke nemmere for hverken investorer eller centralbanken at vurdere den reelle styrke af den amerikanske økonomi på nuværende tidspunkt.

Figur 9:

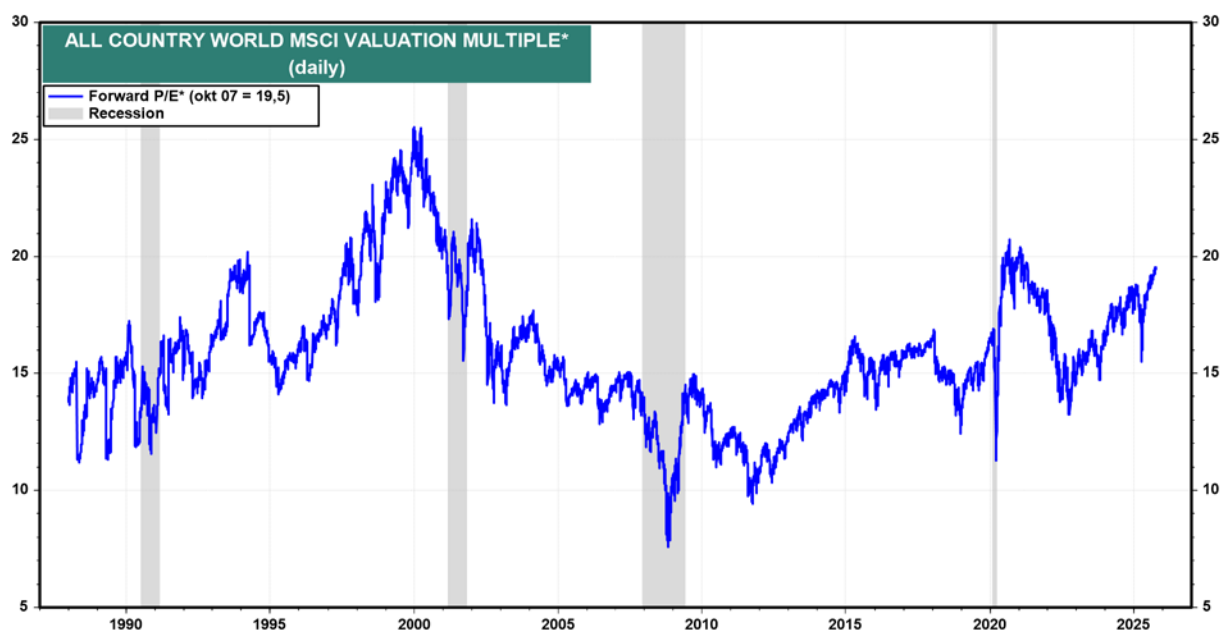
United States Non Farm Payrolls (Thousand)



Kilde: Trading Economics

Source: tradingeconomics.com | U.S. Bureau of Labor Statistics

Figur 10:



Kilde: LSEG Datastream and © Yardeni Research.

* Price divided by 12-month forward consensus expected operating earnings per share.

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, fremgår det af Figur 10, at verdensindekset MSCI World All Countries aktuelt handles til et niveau på 19,5 gange den forventede indtjening i de kommende 12 måneder, hvilket er lidt over gennemsnittet for den valgte periode i grafen. Det skal dog nævnes, at amerikanske aktier udgør omkring 65% af dette indeks. Som det ses af Figur 4, handles de amerikanske aktier i S&P 500-indekset aktuelt til en forward P/E på 22,8. Hvis vi antager, at dette også er repræsentativt for de amerikanske aktier i MSCI World All Countries-indekset, svarer det til, at aktierne uden for USA, handles til en betydelig lavere værdi i niveau 13-14. Dette er i tråd med, hvordan de danske aktier aktuelt er prisfastsat, som det også fremgår af Figur 4. Det viser, at der er stor forskel på prisfastsættelsen af amerikanske aktier og aktier i den øvrige verden.

Med udsigt til en rimelig økonomisk vækst i verdensøkonomien om end lidt til den lave side, en

forventning om en aftagende inflation, bortset fra i USA, samt en forøget risiko som følge af Donald Trumps uforudsigelighed, anbefaler vi en aktieandel tæt på det aftalte benchmark. Vi overvejer aktuelt, hvorvidt det er tiden til at nedbringe sin eksponering mod amerikanske aktier og i stedet købe op i aktier uden for USA, hvor prisfastsættelsen for nærværende vurderes mere attraktiv. Dette kan i vores optik med fordel gøres med fokus på kvalitetsselskaber. Med udsigt til, at der er styr på inflationen i Euroområdet i kombination med en økonomisk vækst til den lave side, overvejer vi desuden at forøge varigheden på obligationsinvesteringerne.

Af Johnny Madsen,
partner og investeringschef
2. oktober 2025

Vi giver dig overblik og tryghed

Formue &
Investeringspleje

PART OF
Söderberg
& Partners