

Kvartalsrapport

4. kvartal 2025

Formue &
Investeringspleje

PART OF  Söderberg
& Partners

Resumé

Der har været en positiv stemning på aktiemarkederne verden over i løbet af 4. kvartal 2025, hvor der er realiseret positive afkast fra 2,4% på indekset MSCI USA til 9,76% på det danske OMXC Cap. GI-indeks målt i danske kroner. Baggrunden for den positive stemning har bl.a. været, at væksten i verdensøkonomien har været lidt højere end ventet i kombination med en fortsat aftagende inflation i de fleste lande – dog ikke i USA, men her er inflationen steget mindre end frygtet. Den amerikanske centralbank har nedsat renten to gange a 0,25%-point i løbet af det forgange kvartal, hvilket også har bidraget til den positive stemning og sidst men ikke mindst, har aktieselskaberne generelt leveret gode regnskaber.

En rimelig økonomisk vækst i verdensøkonomien i kombination med, at der er styr på inflationen, og at Den Amerikanske Centralbank forventeligt kan nedsætte renten yderligere gennem 2026, er et godt udgangspunkt for opnåelse af et tilfredsstillende afkast på de finansielle markeder i 2026. Der er dog et par hår i suppen. Dette skyldes dels, at aktier historisk er prisfastsat lidt højt og dels, at risikovilligheden hos investorerne pt. også er til den høje side.

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, kan vi se, at verdensindekset MSCI World

All Countries aktuelt handles til et niveau på 19,1 gange den forventede indtjening for de kommende 12 måneder, hvilket er lidt over det historiske gennemsnit. Det skal dog nævnes, at amerikanske aktier udgør omkring 65% af dette indeks, og de amerikanske aktier i S&P 500-indekset handles til en forward P/E på 22,0. Det er således primært de amerikanske aktier, som er prisfastsat højt, mens selskaber uden for USA er prisfastsat en del billigere. Som investor kan man overveje, hvorvidt det er tid til en lidt lavere andel af amerikanske selskaber i aktieporteføljen.

Den amerikanske investeringsbank, Goldman Sachs, har lavet et indeks, som viser investorernes risikoappetit. Indekset viser, at investorernes risikoappetit er tæt på det højeste niveau i de seneste to år. I betragtning af den forhøjede geopolitiske risiko, der pt. er i verdensøkonomien, er det lidt bekymrende, at investorerne udviser en så høj risikovillighed. Hvis risikovilligheden stiger yderligere, og aktiemarkederne ligeså, vil vi overveje, hvorvidt det er tid til at nedbringe aktieandelen lidt og evt. placere provenuet i en dansk 4% realkreditobligation, så som 4% NYK 2056, idet vi forventer, at de lange renter vil være forholdsvis stabile gennem 1. halvår af 2026.



Tabel 1: Udviklingen på de finansielle markeder i 4. kvartal 2025

Udvikling i 4. kvartal 2025					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2025
	30.09.2025	31.12.2025			
OMX CGI	2.371,46	2.532,04	160,58	6,77%	-13,72%
OMXC Cap. GI	2.700,45	2.963,90	263,45	9,76%	9,76%
MSCI World All Countries	3.221,29	3.330,68	109,39	3,40%	7,99%
MSCI USA*	5.607,43	5.743,68	136,25	2,43%	3,56%
MSCI Europa*	2.058,30	2.188,97	130,67	6,35%	19,83%
MSCI Japan*	2.395,93	2.475,85	79,92	3,34%	9,99%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2025
	30.09.2025	31.12.2025			
Rente på indskudsbeviser	1,60	1,60	0,00	0,40%	1,85%
0,5% STAT 2027	1,71	1,77	0,06	0,34%	1,58%
0,5% STAT 2029	2,01	2,10	0,09	0,18%	0,79%
4,5% STAT 2039	2,73	2,89	0,16	-1,42%	-3,68%
1,5% NYK 2050	3,25	3,40	0,15	-0,59%	-0,39%
BDEN15				0,12%	1,40%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 4.kvt.	Afkast i 4.kvt.	Afkast i 2025
	30.09.2025	31.12.2025			
USD/DKK	6,36	6,35	-0,01	-0,08%	-11,06%
EUR/DKK	7,46	7,47	0,00	0,05%	0,12%
JPY/DKK	0,043	0,041	-0,002	-5,25%	-10,20%

Udviklingen i 4. kvartal 2025

Der har været en positiv stemning på aktiemarkederne verden over i løbet af 4. kvartal 2025, hvor der er realiseret positive afkast fra 2,4% på MSCI USA til 9,76% på det danske OMXC Cap. GI indeks er målt i danske kroner. Baggrunden for den positive stemning har bl.a. været, at væksten i verdensøkonomien har været lidt højere end ventet i kombination med en fortsat aftagende inflation i de fleste lande, dog ikke i USA – men her er inflationen steget mindre end frygtet. Den amerikanske centralbank (Fed) har nedsat renten to gange a 0,25%-point i løbet af det forgange

kvartal, hvilket også har bidraget til den positive stemning og sidst men ikke mindst har aktieselskaberne generelt leveret gode regnskaber.

De danske aktier har i 4. kvartal 2025 leveret det højeste afkast i tabellen ovenfor, hvilket også skal ses i lyset af, at danske aktier siden primo 2024 har haft det afkastmæssigt svært i forhold til de globale aktiemarkeder. Hvorvidt det er starten på et comeback til danske aktier er svært at vide, men i vores optik er danske aktier fortsat attraktivt prisfastsat i forhold til amerikanske aktier,

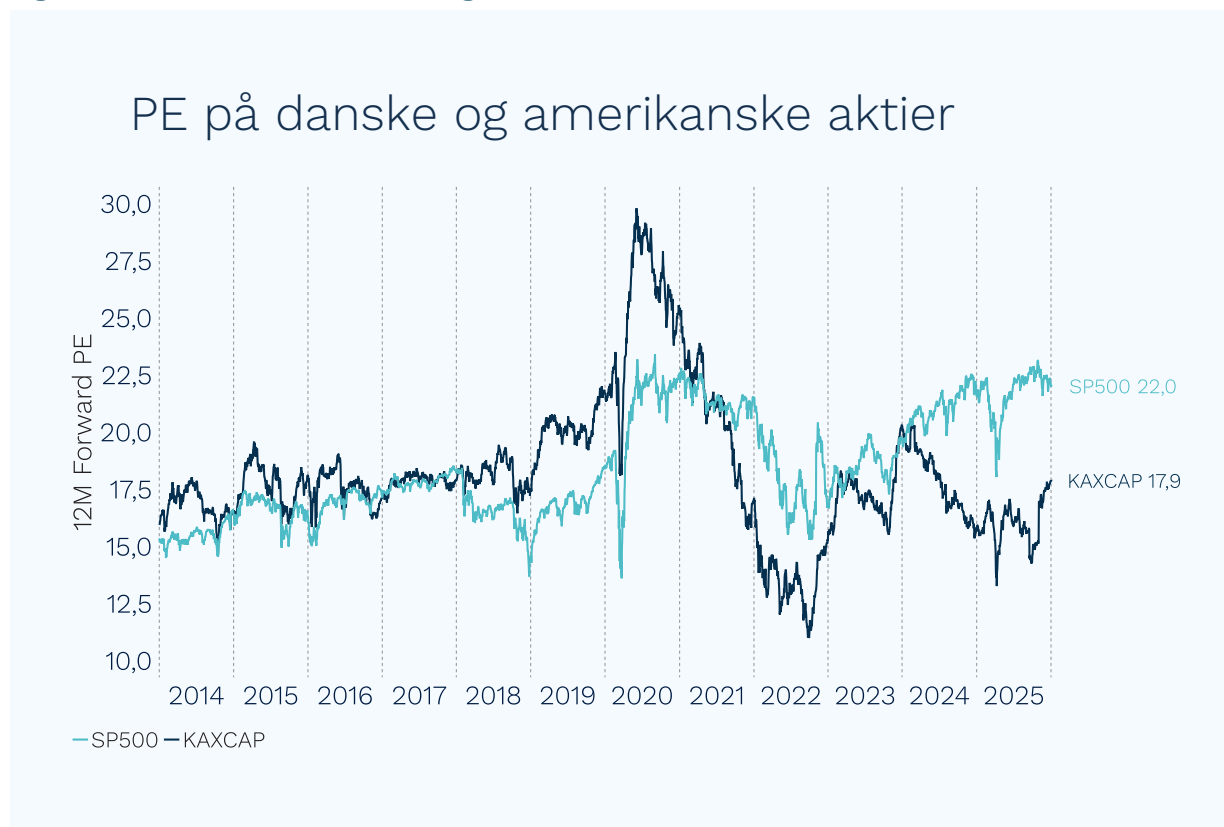
som det ses af Figur 1. I figuren sammenlignes prisfastsættelsen af danske aktier (KAXCAP) mod amerikanske aktier (S&P 500) ud fra Forward PE, hvilket viser, hvad man som investor betaler for en forventet indtjeningskrone for de kommende 12 måneder. Jo lavere værdi desto mere attraktivt er aktierne prisfastsat – og omvendt. Som det ses af Figur 1, har prisfastsættelsen af danske og amerikanske aktier historisk fulgt hinanden tæt, hvor der har været en tendens til, at de danske aktier har haft en lidt højere prisfastsættelse end de amerikanske, men siden 2024 har det modsatte været tilfældet. Amerikanske aktier er fortsat en del højere prisfastsat end danske aktier til trods for den store stigning til danske aktier i 4. kvartal 2025, hvilket viser, at danske aktier fortsat indeholder et pænt potentiale.

Afkastet i hele 2025 på de to danske aktieindeks i Tabel 1 er meget forskellige, hvor afkastet på OMX CGI – hvor Novo Nordisk indgår med fuld vægt – har været på -13,7%, mens OMXC Cap. GI-indekset – hvor hvert selskab maksimalt må have en vægt på 10% – har leveret et afkast på 9,8% i 2025. Novo Nordisk har leveret et afkast

på -46,4% i 2025, så afkastet på de danske aktier har i 2025 i høj grad handlet om, hvor stor en vægt Novo Nordisk har udgjort af den danske aktieportefølje.

Som det kan ses af Tabel 1, er den amerikanske dollar faldet med 11% over for danske kroner i 2025. Afkastet på amerikanske aktier er således umiddelbart blevet forringet med 11% i løbet af 2025 for en dansk investor, medmindre investoren havde valgt at afdække valutaen fra årets start. Når der investeres i globale aktier, gøres dette normalt uden valutakursafdekning, medmindre investeringen foretages i et pensionselskab, hvor der historisk er kutyme for at afdække en del af valutakurseksponeringen. Medio 2025 kom Danmarks Nationalbank med en opgørelse, som viste, at de danske pensionselskaber havde afdækket 73,5% af deres valutakurseksponering mod den amerikanske dollar. Amerikanske aktier udgør knap 65% af verdensindekset MSCI World All Countries, som pensionselskaberne i stigende grad har valgt at investere efter. I et år som 2025, hvor den amerikanske dollar er blevet svækket så

Figur 1: Prisfastsættelse af danske og amerikanske aktier



Kilde: BankInvest

Tabel 2: Inflation i euroområdet

Euro area annual inflation and its components (%)

	Weights (%)	Annual rate							Monthly rate
	2025	Dec 24	Jul 25	Aug 25	Sep 25	Oct 25	Nov 25	Dec 25	Dec 25
All-items HICP	1000.0	2.4	2.0	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0e	0.2e
All-items excluding: energy	906.0	2.7	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4e	0.3e
energy, unprocessed food	863.4	2.7	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3e	0.2e
energy, food, alcohol & tobacco	712.8	2.7	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3e	0.3e
Food, alcohol & tobacco	193.3	2.6	3.3	3.2	3.0	2.5	2.4	2.6e	0.1e
processed food, alcohol & tobacco	150.6	2.9	2.7	2.6	2.6	2.3	2.2	2.1e	-0.2e
unprocessed food	42.7	1.6	5.4	5.5	4.7	3.2	3.2	4.2e	0.8e
Energy	94.0	0.1	-2.4	-2.0	-0.4	-0.9	-0.5	-1.9e	-0.8e
Non-energy industrial goods	256.3	0.5	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5	0.4e	-0.3e
Services	456.5	4.0	3.2	3.1	3.2	3.4	3.5	3.4e	0.7e

e estimate

Kilde: ECB

markant over for danske kroner, har pensions-selskaberne haft en pæn fordel af deres valuta-kursafdækning, hvorfor de kan præstere aktie-afkast over de 8%, som verdensindekset ellers er steget målt i danske kroner. Hvis en investors aktieportefølje har indeholdt 65% amerikanske aktier fra starten af 2025, og der er foretaget en valutakursafdækning på 73,5% af denne, vil det have givet et positivt afkastbidrag på 5,25%-point før omkostninger til valutakursaf-dækningen på investors aktieportefølje i 2025. I andre år, hvor den amerikanske dollar er steget i værdi, vil det modsatte være tilfældet.

Hvis vi ser på inflationsudviklingen i Euroområdet i Tabel 2, kan vi se, at inflationen i december 2025 var på 2,0% 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. Den samlede inflation er nu på Den Europæiske

Centralbanks (ECB) målsætning om en inflation på 2,0% p.a. ECB's ledende rente er også på 2,0%, hvorfor ECB som udgangspunkt forventes at fastholde den ledende rente uændret på 2,0% i den kommende periode. Men nu hvor inflationen er på ECB's målsætningen, har det forøget centralbankens fleksibilitet til at sænke renten yderligere, hvis der skulle blive behov for dette.

Som det ses af Figur 2, er den tyske 10-årige statsrente steget lidt gennem 4. kvartal 2025, så den aktuelt ligger på 2,87%. De stabile, korte renter og svagt stigende lange renter har ført til, at der er realiseret beskedne afkast på obligationsmarkedet i 4. kvartal 2025, hvor de højeste afkast er opnået på de korte obligationer, mens de lange har givet et mindre negativt afkast.

Inflationsudviklingen i USA har overrasket til den positive side, idet inflationen i november 2025 faldt til 2,7% p.a. sammenlignet med november

2024, hvor forventningen ellers var en inflation i niveauet 3,0% p.a.

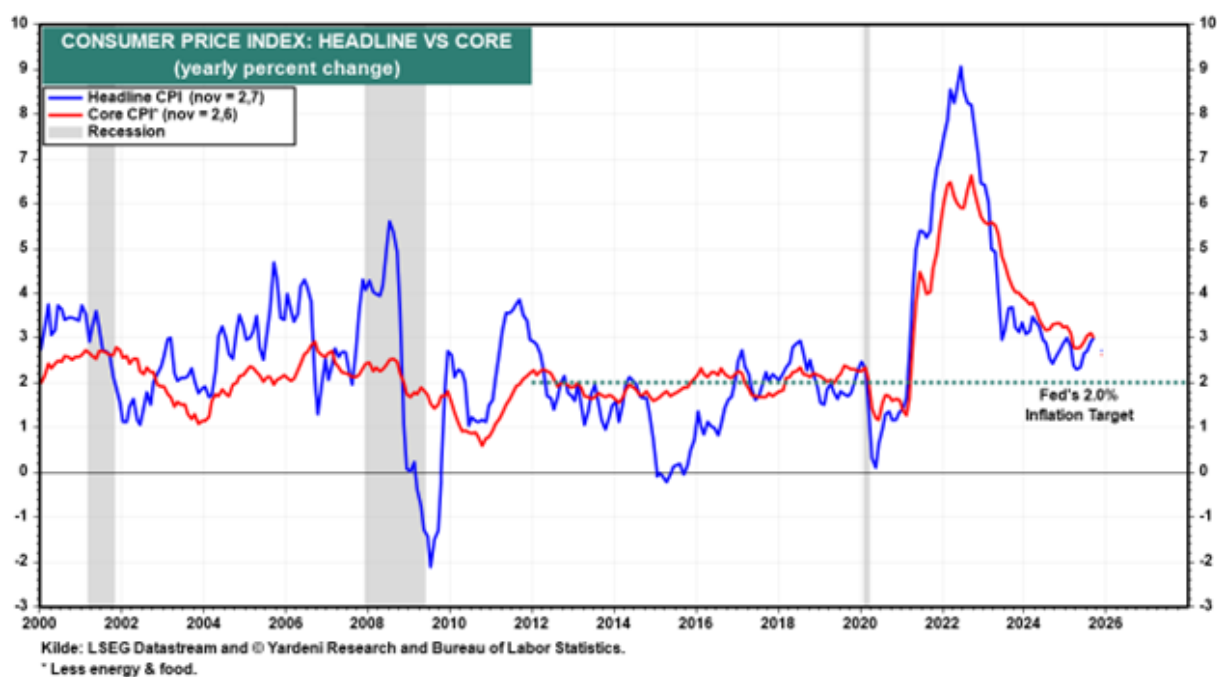
Fed har to mål, som de styrer efter: De skal sikre prisstabilitet, hvilket vil sige en inflation i niveauet 2,0% p.a., og de skal forsøge at opretholde en fuld beskæftigelse, hvilket svarer til, at arbejdsløsheden er 4,0% eller derunder. Som det ses af Figur 3, er inflationen aktuelt over Fed's målsætning, men den forhøjede inflationsstig-

ning skyldes i høj grad Donald Trumps indførte todsatser. Effekten af disse er størst i det første år, hvorfor det forventes, at inflationen vil aftage yderligere i løbet af 2. halvår af 2026. Hvis vi ser på arbejdsløsheden i USA i Figur 4, kan man se, at denne har været stigende på det seneste, og at den aktuelt er på 4,6%, hvorfor der ikke længere er fuld beskæftigelse i den amerikanske økonomi. Det svagere arbejdsmarked i kombination med en vurdering af, at det forhøjede inflationsni-

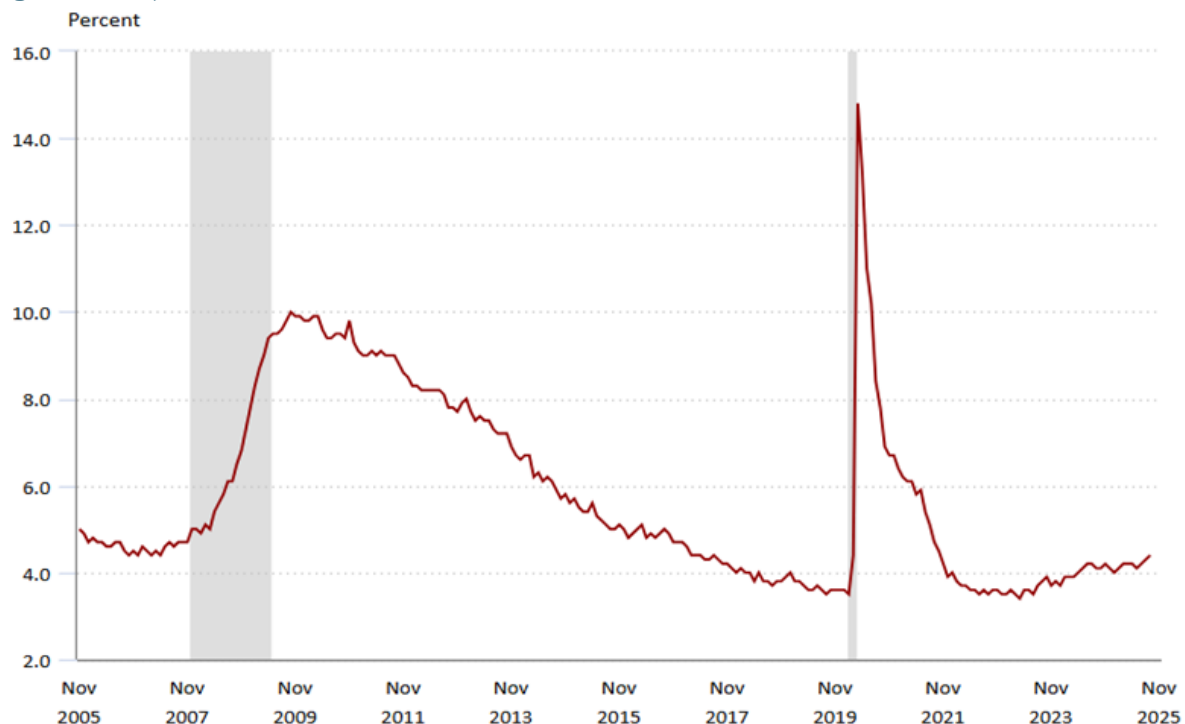
Figur 2: 10-årige tyske statsrente



Figur 3: Inflation i USA



Figur 4: Arbejdsløsheden i USA



Figur 5: 10-årige amerikanske statsrente



veau i USA er midlertidigt, har ført til, at Fed har sænket renten to gange a 0,25%-point i løbet af 4. kvartal 2025.

Mens den korte rente er blevet sat ned med 0,5%-point i USA i løbet af 4. kvartal 2025, er

der ikke sket meget på den 10-årige amerikanske statsrente, som har ligge forholdsvis stabilt i niveau 4,0-4,2% i de seneste tre måneder. Dette viser, at der var en forventning på de finansielle markeder til, at renten ville blive sat ned i USA.

Forventninger

OECD er i december kommet med en ny prognose for den økonomiske udvikling i verdensøkonomien. Der er ikke sket de store ændringer i prognosen bortset fra, at den amerikanske økonomiske vækst er opjusteret lidt i både 2025 og 2026. Den økonomiske vækst i verdensøkonomien forventedes fortsat at blive på 3,2% i 2025, hvilket blot er en anelse under den gennemsnitlige vækst på 3,4%, der er realiseret i årene 2013-2019. For 2026 forventes en nedgang i væksten til 2,9% p.a., hvorefter den økonomiske vækst tiltager lidt i 2027 til en vækst på 3,1% p.a. Vækstnedgangen i 2026 bygger i høj grad på en antagelse om, at den

økonomiske vækst i den amerikanske økonomi aftager lidt i styrke til 1,7% i 2026. Denne antagelse kan sagtens vise sig at være for pessimistisk, præcis som OECD-prognosen for den amerikanske vækst i 2025 også var i store dele af 2025. Den amerikanske økonomi og verdensøkonomien har vist sig mere modstandsdygtig end frygtet over for de indførte amerikanske toldsætter og den forhøjede politiske risiko, der pt. er i verden.

Betragtes indkøbschefernes forventninger (Figur 6 og 7), kan man se, at forventningerne er over 50 i både den udviklede verden og i emerging

Tabel 3: OECD Economic Outlook December 2025

Table 1.1. Global GDP growth is projected to moderate next year and recover only slowly

	Average 2013-2019	2024	2025	2026	2027	2025 Q4	2026 Q4	2027 Q4
		Per cent						
Real GDP growth¹								
World ²	3.4	3.3	3.2	2.9	3.1	3.0	3.0	3.1
G20 ²	3.5	3.4	3.2	2.9	3.1	2.9	3.0	3.2
OECD ²	2.3	1.7	1.7	1.7	1.8	1.5	1.8	1.8
United States	2.5	2.8	2.0	1.7	1.9	1.8	1.6	1.9
Euro area	1.9	0.8	1.3	1.2	1.4	1.0	1.5	1.4
Japan	0.8	-0.2	1.3	0.9	0.9	0.5	1.3	0.7
Non-OECD ²	4.4	4.5	4.4	3.9	4.0	4.1	3.9	4.1
China	6.8	5.0	5.0	4.4	4.3	4.7	4.3	4.3
India ³	6.8	6.5	6.7	6.2	6.4			
Brazil	-0.4	3.4	2.4	1.7	2.2			
OECD unemployment rate⁴	6.5	4.9	5.0	5.0	4.9	5.0	5.0	4.9
Inflation¹								
G20 ^{2,5}	3.0	6.3	3.4	2.8	2.5	2.9	2.6	2.4
OECD ⁶	1.6	5.0	4.2	3.5	2.8	4.2	3.1	2.6
United States ⁷	1.3	2.6	2.7	3.0	2.3	3.0	2.9	2.1
Euro area ⁸	0.9	2.4	2.1	1.9	2.0	2.0	1.9	2.0
Japan ⁹	0.9	2.7	3.2	2.2	2.1	2.7	2.2	2.1
OECD fiscal balance¹⁰	-3.1	-4.7	-4.5	-4.6	-4.6			
World real trade growth¹	3.3	3.9	4.2	2.3	2.8	3.3	2.7	2.9

1. Per cent; last three columns show the change over a year earlier.

2. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.

3. Fiscal year.

4. Per cent of labour force.

5. Headline inflation.

6. Moving nominal private consumption weights, using purchasing power parities.

7. Personal consumption expenditures deflator.

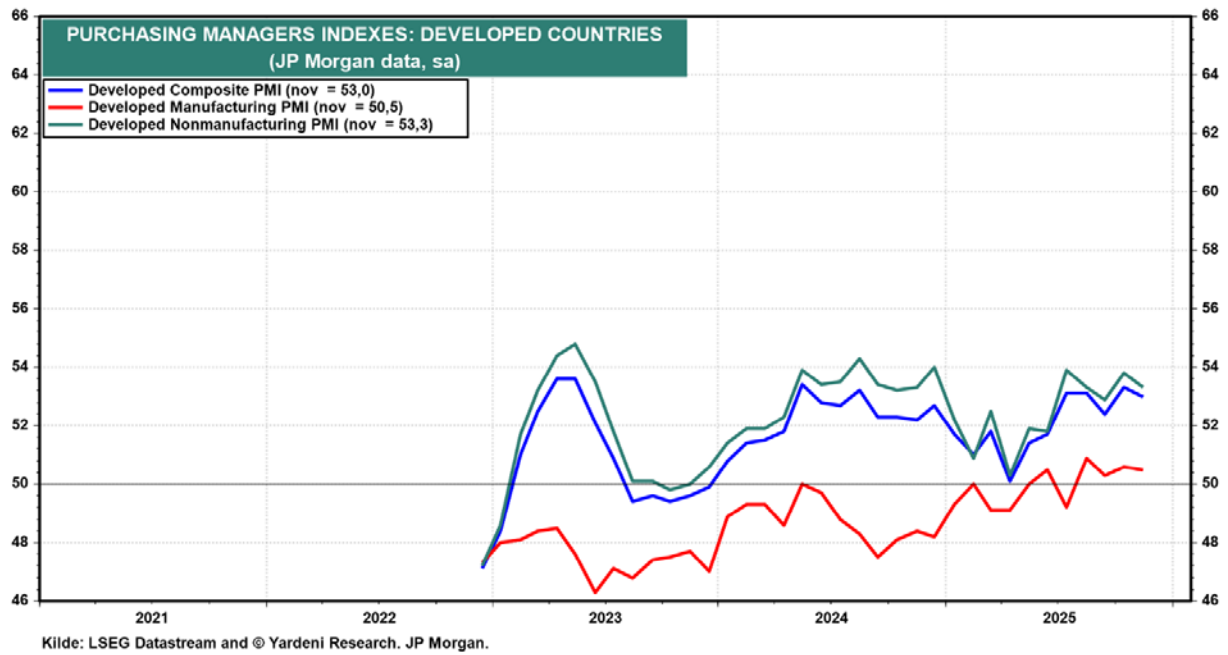
8. Harmonised consumer price index.

9. National consumer price index.

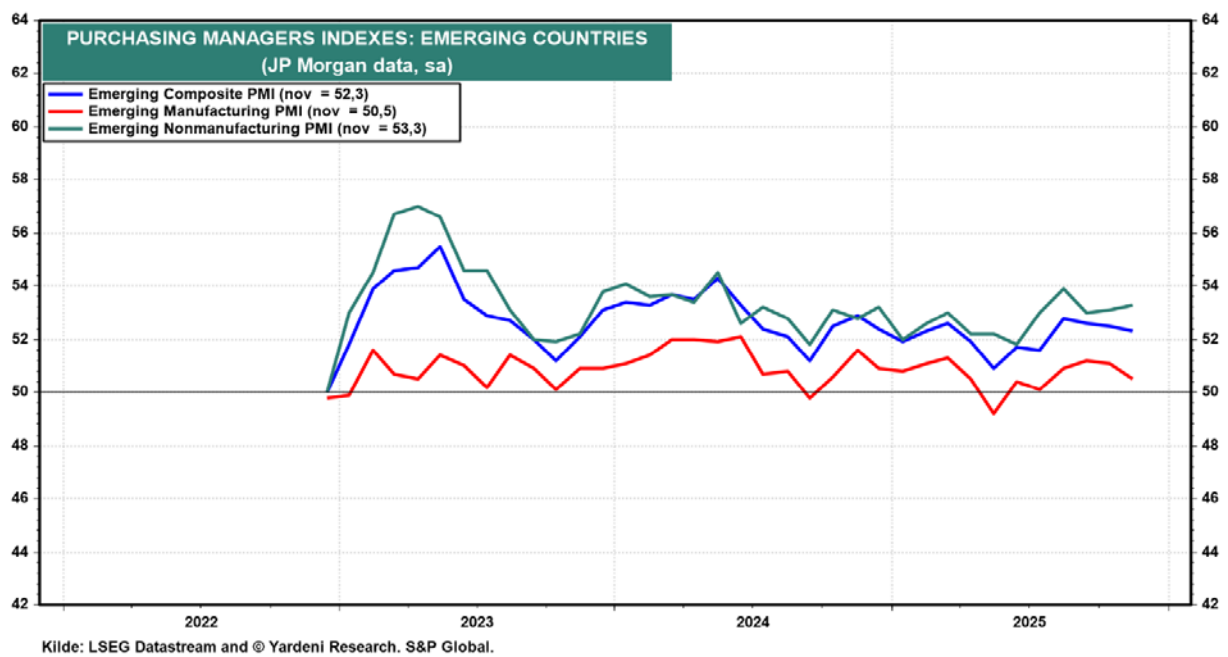
10. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 118 database.

Figur 6



Figur 7



markets, hvilket både dækker over fremstillings- og servicesektorerne. Når indekset er over 50, indikerer dette en forventning om en tiltagende økonomisk vækst i de næste tre til seks måneder. Der er dog tegn på, at indeksene enten flader ud

eller viser en mindre tilbagegang, hvilket kunne tyde på, at væksttempoet i økonomien er på vej til at aftage lidt i styrke, men der er ikke tale om nogen større opbremsning. Dette stemmer godt overens med en forventning om en fortsat

Figur 8: Olieprisen målt ved Brent Crude Oil i USD pr. tønde

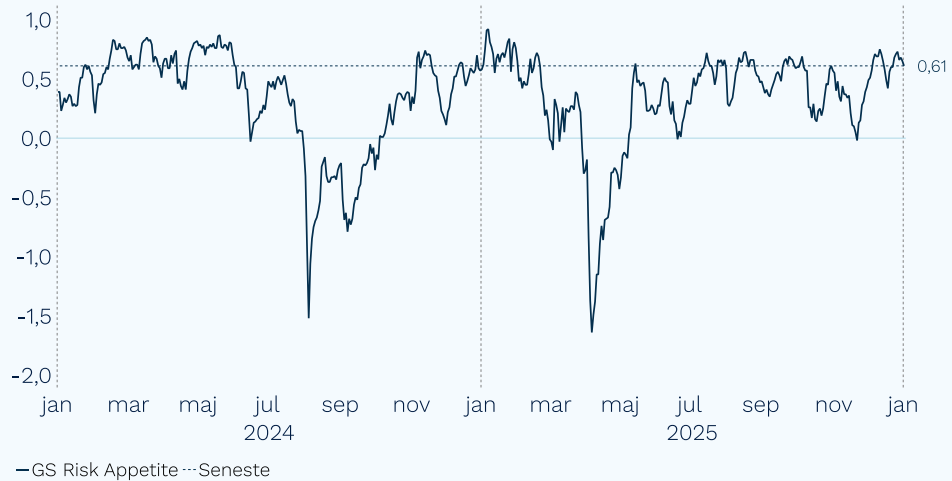


Figur 9



Figur 10

Risikoappetiten er høj



Kilde: Macrobond

behersket økonomisk vækst i verdensøkonomien i 2026.

Der er godt styr på inflationen i langt de fleste lande/regioner, som det ses af Tabel 3, hvor det kun er i USA, at OECD forventer en stigende inflation i 2026 ift. 2025, hvilket skyldes de amerikanske toldsats. Der er dog ikke tale om en markant stigning i den amerikanske inflation, og i 4. kvartal 2027 forventer OECD, at den amerikanske inflation vil være tæt på Fed's målsætning om en inflation i niveauet 2,0% p.a. Det kan endda være, at OECD er for pessimistiske om inflationsudviklingen, idet de vigtige energipriser pt. er på meget lave niveauer. Som det ses af Figur 8, er olieprisen tæt på det laveste niveau i de seneste fem år. Olieprisen lå betydeligt højere ved indgangen til 2025 i forhold til, hvad den er pt. Det betyder, at energipriserne vil bidrage med et negativt bidrag til inflationsudviklingen i de kommende måneder, hvis olieprisen forbliver på det nuværende niveau. Et lavere inflationsniveau end ventet vil åbne op for, at Fed kan sænke renten hurtigere end ventet i løbet af 2026. Det er forventningen, at Fed vil sænke renten yderligere tre gange i løbet af 2026 med 0,25%-point pr. gang. Det er lidt mere tvivlsomt, hvad ECB vil gøre. ECB har signaleret en stor

tilfredshed med det nuværende renteniveau, så de vil nok være mere tilbageholdende med yderligere rentenedsættelser, medmindre den økonomiske vækst i Eurozonen kommer svagere ud end ventet i kombination med, at inflationen falder under 2,0%.

En rimelig økonomisk vækst i verdensøkonomien i kombination med, at der er styr på inflationen samt, at Fed forventeligt kan nedsætte renten yderligere gennem 2026, er et godt udgangspunkt for opnåelse af et tilfredsstillende afkast på de finansielle markeder i 2026. Der er dog et par hår i suppen. Dette skyldes dels, at aktier historisk er prisfastsat lidt højt, og dels at risikovilligheden hos investorerne pt. også er til den høje side.

Hvis vi ser på prisfastsættelsen på aktiemarkedet, kan vi af Figur 9 se, at verdensindekset MSCI World All Countries aktuelt handles til et niveau på 19,1 gange den forventede indtjening for 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, og som det ses af Figur 1, handles de amerikanske aktier i S&P 500-indekset til en forward P/E på 22,0. Det er

således primært de amerikanske aktier, som er prisfastsat højt, mens selskaber uden for USA er prisfastsat en del billigere. Dette ses også med de danske aktier i Figur 1. Som investor kan man overveje, hvorvidt det er tid til en lidt lavere andel af amerikanske selskaber i aktieporteføljen.

Den amerikanske investeringsbank, Goldman Sachs, har lavet et indeks, som viser investorernes risikoappetit. Dette er vist i Figur 10. Som det ses af indekset, er investorernes risikoappetit tæt på det højeste niveau i de seneste to år. I betragtning af den forhøjede geopolitiske risiko, der pt. er i verdensøkonomien, er det lidt bekymrende, at investorerne udviser en så høj risikovillighed. Hvis risikovilligheden stiger yderligere og aktiemar-

kederne ligeså, vil vi overveje, hvorvidt det er tid til at nedbringe aktieandelen lidt og evt. placere provenuet i en dansk 4% realkreditobligation, så som 4% NYK 2056, idet vi forventer, at de lange renter vil være forholdsvis stabile gennem 1. halvår af 2026.

Af Johnny Madsen,
partner og investeringschef
6. januar 2026

Vi giver dig overblik og tryghed

Formue
Investeringspleje &  PART OF
Söderberg
& Partners