

Kvartalsrapport

1. kvartal 2026

Formue &
Investeringspleje

PART OF  Söderberg
& Partners

Resumé

Geopolitik har igen præget billedet på de finansielle markeder i slutningen af 1. kvartal 2026, da Israel og USA valgte at angribe Iran den 28. februar 2026, hvorefter energipriserne er steget markant.

Krigen i Iran vendte rundt på udviklingen på de finansielle markeder i marts. Før krigen var der udsigt til en højere økonomisk vækst end ventet, lavere inflation end ventet og faldende lange renter. Der fås stort set ikke et bedre scenarie for aktie- og obligationsmarkedet, hvilket også gav sig til udtryk i stigende aktie- og obligationskurser samt en høj grad af risikovillighed hos investorerne i årets 2 første måneder. Forventningen hos investorerne inden Trump indledte krigen i Iran var, at den amerikanske centralbank (Fed) ville nedsætte renten yderligere 2-3 gange à 0,25%-point i løbet af 2026. Nu er der i stedet en risiko for, at Fed hæver renten i løbet af 2026! De ændrede renteforventninger er i høj grad baggrunden for, at både aktie- og obligationskurserne faldt betydeligt i marts 2026.

Som vi har påpeget flere gange det seneste års tid, er vi i en periode med forhøjede geopolitiske risici, hvilket man som investor ikke skal blive skræmt af, men man skal heller ikke blive for optimistisk, idet risikoen for uventede begivenheder er større end vanligt, så længe Donald Trump har den nuværende politiske magt. Donald Trump har med krigen i Iran gjort det noget mere vanskeligt for sit parti at vinde midtvejsvalget i USA den 3. novem-

ber 2026, hvor samtlige medlemmer af Repræsentanternes Hus er på valg og 1/3 af medlemmerne i Senatet er på valg. Amerikanerne har tradition for, at de i høj grad stemmer ud fra deres nuværende økonomiske situation. Med den kraftige stigning i energipriserne har mange amerikanere på det seneste oplevet en forringet økonomisk situation. Det tragikomiske for Donald Trump er, at specielt den amerikanske økonomi var på vej til at overraske positivt, inden USA gik i krig mod Iran. Den amerikanske økonomi havde udsigt til en højere økonomisk vækst end ventet i kombination med, at der var styr på inflationen og der var udsigt til flere rentenedsættelser fra den amerikanske centralbank i løbet af 2026. Havde Donald Trump ikke valgt at starte krigen, men i stedet valgt at sidde på sine hænder, var det ikke usandsynligt, at markeds kræfterne kunne have sørget for, at amerikanerne ville have oplevet en forbedret økonomisk situation i den nærmeste fremtid og dermed forbedret Republikanernes chance for at vinde midtvejsvalget til november. Hvis Donald Trump skal nå at rette op på den økonomiske situation, har han en stor interesse i, at krigen snart får en ende, og der ikke sker store skader på energiforsyningen i Mellemøsten.

Vi anbefaler, at investorerne forbliver investeret med en aktieandel, der er tæt på det strategiske langsigtede benchmark. Husk på, at en krig kan slutte lige så pludseligt, som den startede, og verdensøkonomien er som en supertanker, og den er svær at slå ud af kurs.



Tabel 1: Udviklingen på de finansielle markeder i 1. kvartal 2026

Udvikling i 1. kvartal 2026					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2026
	31.12.2025	31.03.2026			
OMX CGI	2.532,04	2.306,41	-225,63	-8,91%	-8,91%
OMXC Cap. GI	2.963,90	2.841,05	-122,85	-4,14%	-4,14%
MSCI World All Countries	3.330,68	3.288,11	-42,57	-1,28%	-1,28%
MSCI USA*	5.743,68	5.588,02	-155,66	-2,71%	-2,71%
MSCI Europa*	2.188,97	2.171,27	-17,70	-0,81%	-0,81%
MSCI Japan*	2.475,85	2.559,59	83,74	3,38%	3,38%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2026
	31.12.2025	31.03.2026			
Rente på indskudsbeviser	1,60	1,60	0,00	0,40%	0,40%
0,5% STAT 2027	1,77	2,31	0,54	-0,42%	-0,42%
0,5% STAT 2029	2,10	2,54	0,44	-1,02%	-1,02%
4,5% STAT 2039	2,89	3,02	0,13	-0,66%	-0,66%
1,5% NYK 2050	3,40	3,57	0,17	-0,77%	-0,77%
BDEN15				-0,41%	-0,41%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 1.kvt.	Afkast i 1.kvt.	Afkast i 2026
	31.12.2025	31.03.2026			
USD/DKK	6,35	6,50	0,15	2,31%	2,31%
EUR/DKK	7,47	7,47	0,00	0,05%	0,05%
JPY/DKK	0,041	0,041	0,000	0,10%	0,10%

Udviklingen i 1. kvartal 2026

Geopolitik har igen præget billedet på de finansielle markeder i slutningen af 1. kvartal 2026, da Israel og USA valgte at angribe Iran den 28. februar 2026, hvorefter energipriserne er steget markant. Dette har udløst en frygt for en kraftig inflationsstigning, hvorfor renterne er steget og aktierne er faldet i kurs. Hvis vi ser på afkastene i Tabel 1, kan man se, at der har været negative aktieafkast i 1. kvartal 2026, målt i DKK, på de fleste MSCI aktieindeks med afkast i niveau -1% til -4%, bortset fra på det japanske indeks. Obligationsafkastene har ligeledes været negative i

niveau -0,4% til -1%, bortset fra en placering på indskudsbeviser, som kan sammenlignes med at have pengene stående kontant i banken. Selv om der har været negative afkast på de finansielle markeder i 1. kvartal 2026, er der kun tale om forholdsvist beskedne fald, set i lyset af, at olieprisen er tæt på fordoblet i pris, som det ses af Figur 2.

Hvis vi ser på kursudviklingen på de 50 største, børsnoterede europæiske aktier, Euro Stoxx 50, i Figur 1, kan man se, at aktierne startede året

med pæne stigninger inden krigen i Iran startede. Kursfaldet som følge af krigen i Iran er derfor reelt større end afkastene i Tabel 1 umiddelbart tilsiger.

Hvis vi nærstuderer Figur 2, kan vi se, at olieprisen ved indgangen til 2026 var på det laveste niveau i de seneste 5 år. En lav oliepris giver forbrugerne mulighed for at bruge flere penge

på andre ting end opvarmning af bolig og køb af brændstof til bilen, hvilket giver en højere økonomisk vækst og generelt mere velstand i befolkningen. Flere økonomer var inden krigen startede begyndt at opjustere deres vækstforventninger til verdensøkonomien for 2026, hvor specielt udviklingen i den amerikanske økonomi overraskede økonomerne positivt.

Figur 1: Euro Stoxx 50 indeks



Kilde: Trading Economics

Figur 2: Brent olie pr. tønde målt i USD



Kilde: Trading Economics

Tabel 2: Inflation i Euroområdet

Euro area annual inflation and its components (%)

	Weights (%)	Annual rate							Monthly rate
		2026	Mar 25	Oct 25	Nov 25	Dec 25	Jan 26	Feb 26	Mar 26
All-items HICP	1000.0	2.2	2.1	2.1	2.0	1.7	1.9	2.5e	1.2e
All-items excluding: energy	909.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.3e	0.7e
energy, unprocessed food	858.0	2.5	2.4	2.4	2.3	2.2	2.3	2.2e	0.7e
energy, food, alcohol & tobacco	719.8	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.4	2.3e	0.8e
Food, alcohol & tobacco	189.8	2.9	2.5	2.4	2.5	2.6	2.5	2.4e	0.1e
processed food, alcohol & tobacco	138.3	2.7	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8	1.7e	0.2e
unprocessed food	51.5	3.6	2.7	2.7	3.5	4.2	4.6	4.1e	0.1e
Energy	90.5	-1.0	-0.9	-0.5	-1.9	-4.0	-3.1	4.9e	6.8e
Non-energy industrial goods	252.8	0.6	0.6	0.5	0.3	0.4	0.7	0.5e	1.7e
Services	466.9	3.4	3.4	3.5	3.4	3.2	3.4	3.2e	0.3e

e estimated

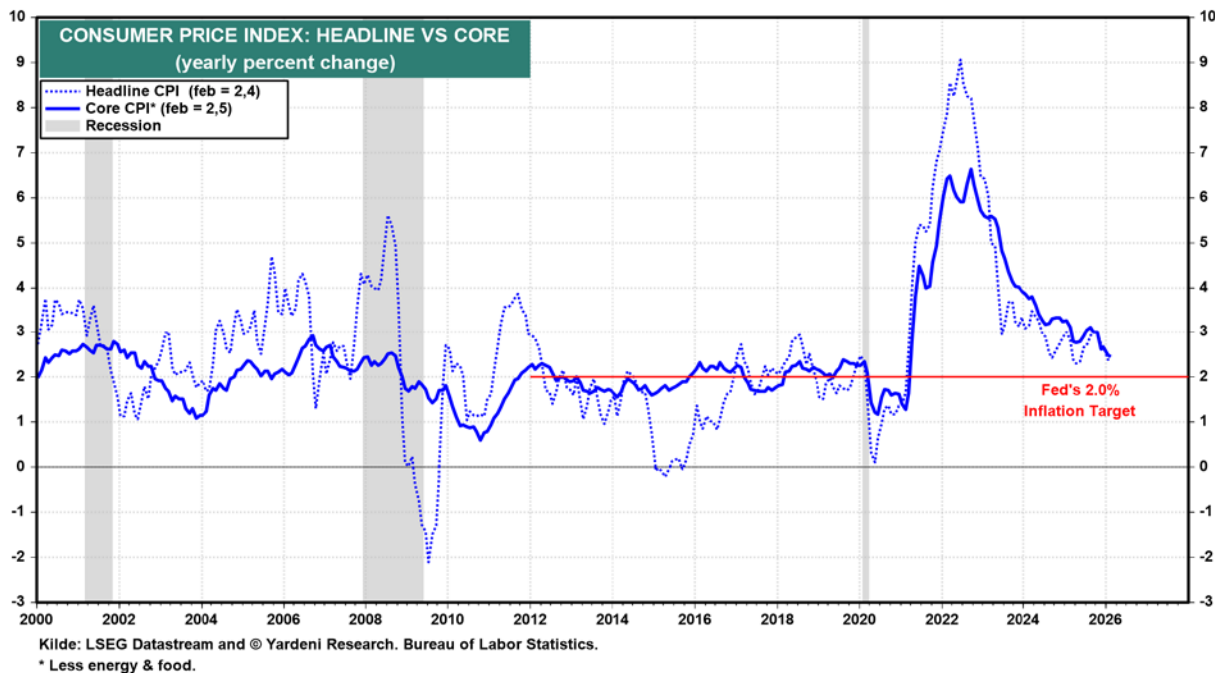
Kilde: ECB

En faldende oliepris giver også lavere inflation. Som det ses af Tabel 2, var inflationen i både januar og februar 2026 under 2,0% p.a. i Euroområdet sammenlignet med samme måneder året før, men i marts 2026 steg inflationen til 2,5% p.a., bl.a. som følge af, at energipriserne steg med 4,9% p.a.

I USA har vi i skrivende stund endnu ikke fået inflationsdata for marts 2026, men som det ses af Figur 3, var inflationen aftagende i USA inden

krigen med Iran startede. Inflationen var på 2,4% p.a. i februar 2026 sammenlignet med februar 2025 og dermed tæt på at nå den amerikanske centralbanks (Feds) målsætning om en inflation på 2,0% p.a. Der var ikke mange økonomer, der for bare få måneder siden havde forventet den inflationsudvikling i USA, idet der generelt var spået en noget højere inflationsudvikling i den amerikanske økonomi som følge af Donald Trumps indførte toldsætter. Den positive inflationsudvikling betød, at de lange renter faldt pænt

Figur 3: Inflation i USA



Figur 4: 10-årige amerikanske statsrente



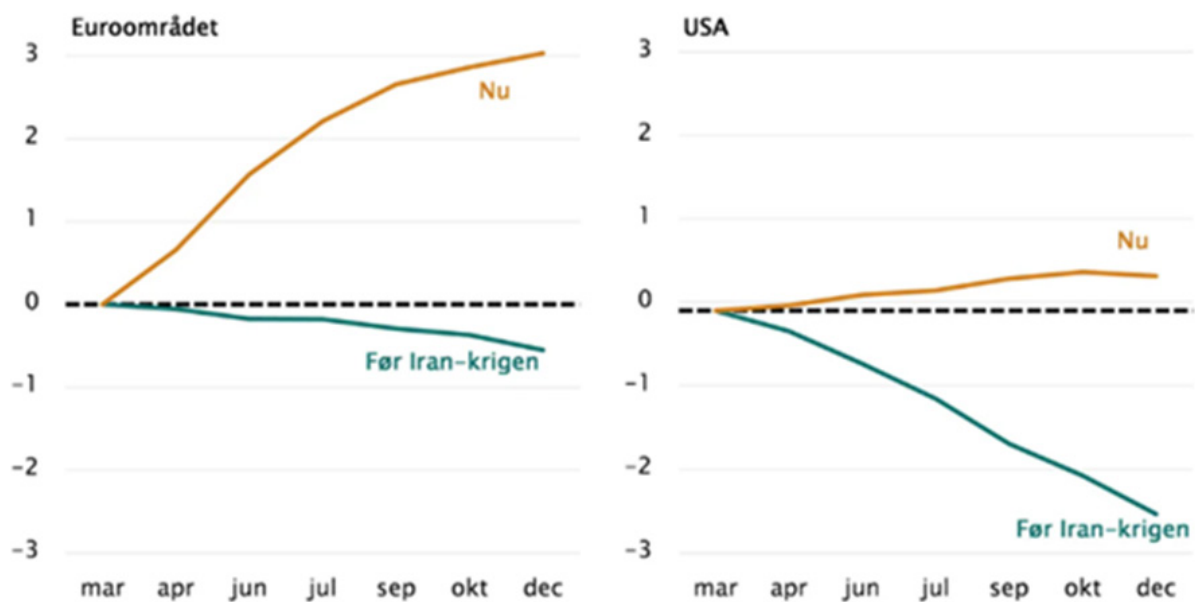
Kilde: Trading Economics

i USA i løbet af februar 2026, som det ses af Figur 4. De tilsvarende europæiske statsrenter faldt ligeledes i februar 2026, dog ikke i samme omfang. Krigen i Iran vendte rundt på udviklingen på de finansielle markeder i marts. Før krigen var der udsigt til en højere økonomisk vækst end ventet, lavere inflation end ventet og faldende lange renter. Der fås stort set ikke et bedre scenarie for aktie- og obligationsmarkedet, hvilket også gav sig til udtryk i stigende aktie- og obligati- onskurser samt en høj grad af risikovillighed hos investorerne i årets 2 første måneder. Som det ses af Figur 5, var forventningen hos investorerne inden Trump indledte krigen i Iran, at

den amerikanske centralbank (Fed) ville ned- sætte renten yderligere 2-3 gange à 0,25%-point i løbet af 2026. Nu er der i stedet en risiko for, at Fed i stedet hæver renten i løbet af 2026! Tilsvarende er renteforventningerne også ændret markant i Euroområdet, hvor investo- rerne før krigen vurderede, at der var en 50% sandsynlighed for en rentenedsættelse fra ECB à 0,25%-point i løbet af 2026, til at der nu i stedet forventes 3 rentestigninger à 0,25%-point. De ændrede renteforventninger er i høj grad bag- grunden for, at både aktie- og obligationskurser- ne faldt betydeligt i marts 2026.

Figur 5: Forventede rentestigninger i 2026 fra ECB og Fed à 0,25%-point pr. 27. marts 2026

Forventet antal rentestigninger



Kilde: Maj Invest

Forventninger

Det er svært at lave økonomiske prognoser, mens krigen raser i Iran. Krigens varighed og ikke mindst hvor længe og i hvor høj grad energi- og andre vigtige forsyningskæder vil være påvirket af krigen, er afgørende parametre for, hvordan vækst og inflationsudsigterne kan forventes at udvikle sig på kort sigt. OECD er i slutningen af marts kommet med deres bud på den økonomiske udvikling, hvor en af de vigtigste antagelser er, at energipriserne vil ligge på det nuværende høje niveau frem til medio 2026 for derefter gradvist at aftage. OECD's vækstforventninger er præsenteret i Tabel 3 og inflationsforventningerne i Tabel 4.

Hvis vi ser på de økonomiske vækstforventninger i Tabel 3, har OECD fastholdt forventningerne for væksten i verdensøkonomien på 2,9% p.a. i

2026 i forhold til prognosen fra december 2025. Dette dækker over en vækst, der nu forventes 0,4%-point lavere i Euroområdet samt den økonomiske vækst generelt er nedjusteret i de fleste regioner/lande bortset fra i USA, hvor den økonomiske vækst er opjusteret med 0,3%-point. Nu er det ikke sådan, at den amerikanske økonomi har gavn af høje energipriser, men opjusteringen dækker over, at OECD har været for konservativ omkring de økonomiske udsigter for USA i 2026. Opjusteringen af vækstforventningerne i den amerikanske økonomi for 2026 havde sandsynligvis været endnu større, hvis krigen ikke var brudt ud. Dette bekræfter, at verdensøkonomien og i særdeleshed den amerikanske økonomi stod til at overraske positivt i 2026 inden krigen startede. OECD's prognose for 2027 udviser en mindre nedjustering af vækstforventningerne for

Tabel 3: OECD Economic Outlook marts 2026 - vækstforventninger

	2025	2026		2027	
		Interim EO projections	Difference from December EO	Interim EO projections	Difference from December EO
World	3.3	2.9	0.0	3.0	-0.1
G20 ¹	3.3	3.0	0.1	3.0	-0.1
Australia	2.0	2.3	0.0	2.4	0.1
Canada	1.7	1.2	-0.1	1.7	0.0
Euro area	1.4	0.8	-0.4	1.2	-0.2
Germany	0.4	0.8	-0.2	1.5	0.0
France	0.9	0.8	-0.2	1.0	0.0
Italy	0.5	0.4	-0.2	0.6	-0.1
Spain ²	2.8	2.1	-0.1	1.7	-0.1
Japan	1.2	0.9	0.0	0.9	0.0
Korea	0.9	1.7	-0.4	2.1	0.0
Mexico	0.6	1.3	0.1	1.7	0.0
Türkiye	3.6	3.3	-0.1	3.8	-0.2
United Kingdom	1.3	0.7	-0.5	1.3	0.0
United States	2.1	2.0	0.3	1.7	-0.2
Argentina	4.4	2.8	-0.2	3.5	-0.4
Brazil	2.3	1.5	-0.2	2.1	-0.1
China	5.0	4.4	0.0	4.3	0.0
India ³	7.6	6.1	-0.1	6.4	0.0
Indonesia	5.1	4.8	-0.2	5.0	-0.1
Russia	1.0	0.6	0.1	0.8	0.2
Saudi Arabia	4.5	4.0	0.0	3.6	-0.3
South Africa	1.1	1.2	-0.1	1.7	0.2

Note: Difference from December 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 23 March 2026.

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 119 database; and OECD Economic Outlook 118 database.

verdensøkonomien med 0,1%-point, og generelt beskedne justeringer regioner og lande imellem. Det er således primært vækstforventningerne for 2026, der ifølge OECD forventes påvirket af Iran-krigen.

Hvis vi ser på inflationsforventningerne i Tabel 4, er der mere "kød" på denne i forhold til vækstforventningerne. Inflationsprognosen tilsiger en stigning på 1,2%-point i inflationen i 2026 i G20-landene og yderligere 0,2%-points stigning i 2027-forventningerne i forhold til OECDs tidligere prognose fra december 2025. OECD har opjusteret inflationen i USA med 1,2%-point i 2026, så denne forventes at blive på 4,2%, hvilket skal ses i forhold til, at inflationen i februar 2026 var på blot 2,4%, jf. Figur 3. Donald Trumps indførte toldsatser vil i 2026 fortsat bidrage med et opadgående inflationspres i den amerikanske økonomi, men i 2027 har toldsatserne fået fuld effekt, og vil derfor

ikke længere påvirke inflationen. Bortfaldet af effekten fra toldsatserne i kombination med lavere energipriser i 2027, er baggrunden for, at den amerikanske inflation forventes at falde til blot 1,6% i 2027, hvilket er 0,7%-point lavere end tidligere antaget. Inflationen i Euroområdet er opjusteret for både 2026 og 2027, og inflationen forventes fortsat at være over ECB's målsætning på 2,0% i 2027. Hvis prognosen holder stik, stemmer det meget godt overens med de nuværende renteforventninger i markedet, hvor ECB skal hæve renten, mens Fed kan tillade sig at holde renten uforandret, da inflationseffekten er af midlertidig karakter i den amerikanske økonomi. Hvorvidt ECB behøver at hæve renten 3 gange à 0,25%-point er nok lidt mere tvivlsomt, men 1-2 gange à 0,25%-point virker mere realistisk. Dette forudsat at prognosen fra OECD holder stik, hvilket i skrivende stund er behæftet med meget stor usikkerhed, både i opad- og nedadgående retning.

Tabel 4: OECD Economic Outlook marts 2026 - inflationsforventninger

	2025	2026		2027	
		Interim EO projections	Difference from December EO	Interim EO projections	Difference from December EO
G20 ¹	3.4	4.0	1.2	2.7	0.2
Australia	2.8	4.1	1.4	2.5	0.0
Canada	2.1	2.4	0.3	2.0	0.0
Euro area	2.1	2.6	0.7	2.1	0.1
Germany	2.3	2.9	0.8	2.6	0.2
France	0.9	1.8	0.5	1.5	-0.1
Italy	1.6	2.4	0.7	1.8	0.0
Spain ²	2.7	3.0	0.7	2.2	0.4
Japan	3.2	2.4	0.2	1.9	-0.2
Korea	2.1	2.7	0.9	2.0	0.0
Mexico	3.8	3.8	0.5	3.2	0.3
Türkiye	34.9	26.7	5.9	16.9	5.2
United Kingdom	3.4	4.0	1.5	2.6	0.5
United States	2.6	4.2	1.2	1.6	-0.7
Argentina	41.9	31.3	13.7	14.1	4.1
Brazil	5.0	4.1	-0.1	3.8	0.0
China	-0.1	1.3	1.0	1.1	0.3
India ³	2.0	5.1	1.7	4.1	0.1
Indonesia	1.9	3.4	0.3	2.6	-0.6
Russia	8.7	6.4	1.0	4.5	0.2
Saudi Arabia	2.0	1.9	-0.3	2.2	0.2
South Africa	3.2	3.9	0.3	3.3	0.1
<i>Memorandum item</i>					
G20 countries excluding Argentina and Türkiye	2.2	3.1	0.9	2.2	0.0

Note: Difference from December 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 23 March 2026.

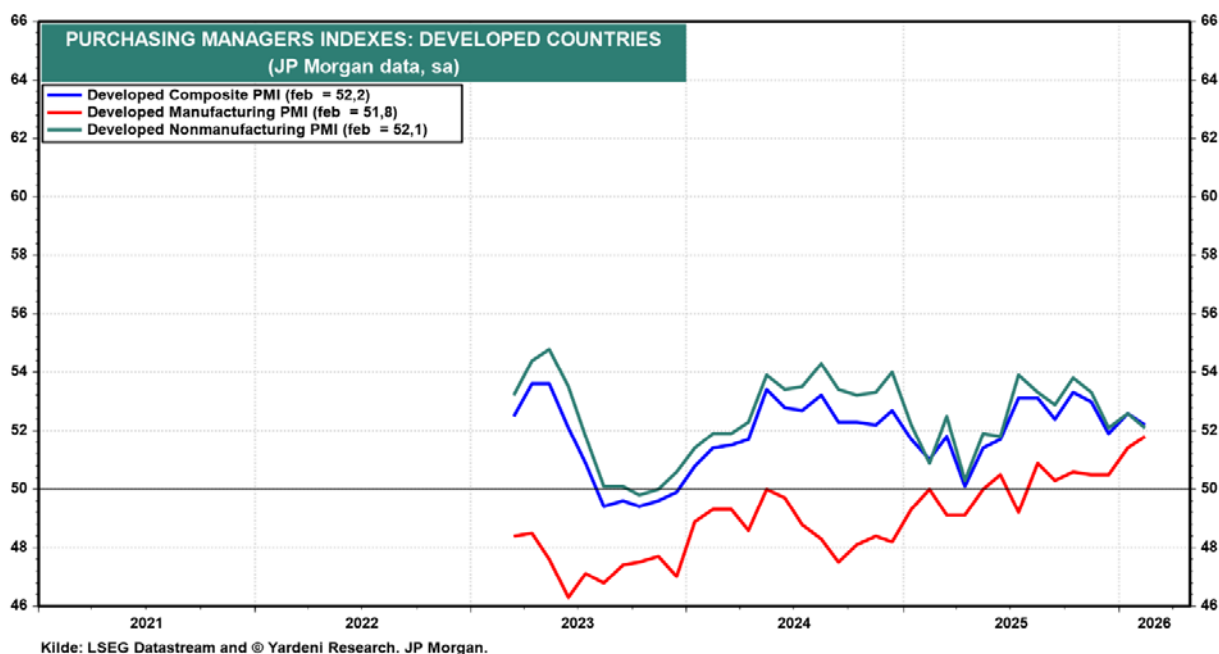
1. The European Union is a full member of the G20, but the G20 aggregate only includes countries that are also members in their own right.
2. Spain is a permanent invitee to the G20.
3. Fiscal years, starting in April.

Source: OECD Interim Economic Outlook 119 database; and OECD Economic Outlook 118 database.

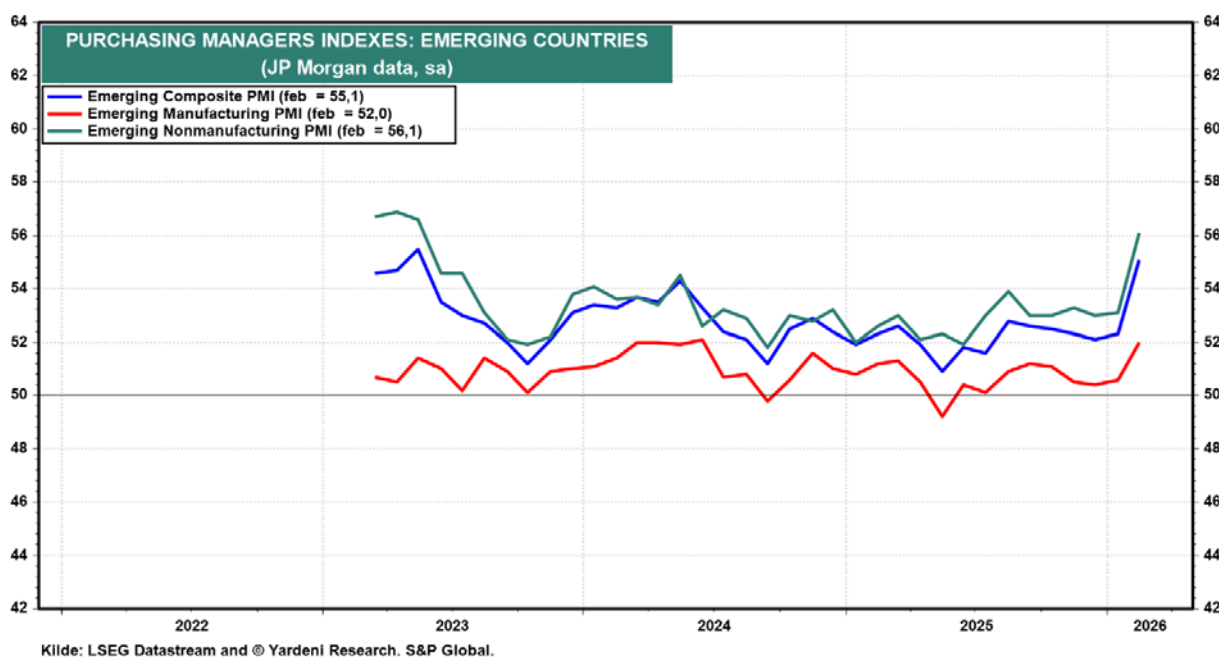
Hvis vi ser på indkøbschefernes forventninger i februar 2026, kan vi af Figur 6 se, at der var stigende forventninger til udviklingen i fremstillingsindustrien (non-manufacturing) i den udviklede verden, mens serviceindustrien lå mere stabilt omkring indeks 52, som indikerer en rimelig økonomisk fremgang. Hvis vi tilsvarende ser på udvik-

lingen i vækstøkonomierne (Emerging Markets) i Figur 7, kan vi se, at her var der en forventning om en tiltagende økonomisk vækst i både service- og fremstillingssektoren. Dette underbygger, at væksten i verdensøkonomien var på vej op i gear inden krigen i Iran startede, hvor forventningerne var særdeles positive i Emerging Markets.

Figur 6



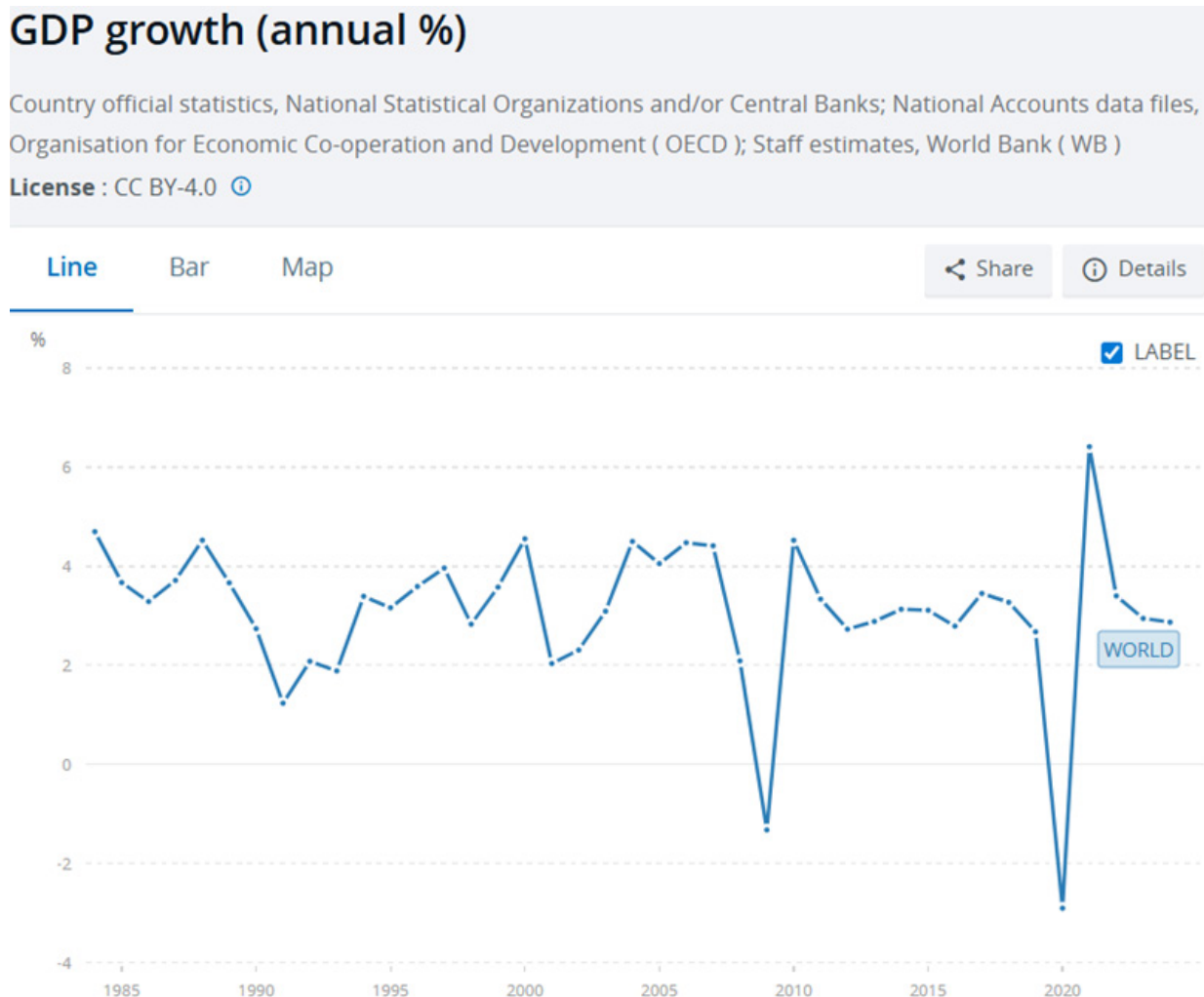
Figur 7



Hvordan skal man som investor agere i den nuværende situation, hvor der er krig i Iran, energipriserne er steget markant på kort tid og usikkerheden er stor? Hvis vi ser på, hvordan væksten i verdensøkonomien har været siden 1984, kan vi af Figur 8 se, at den økonomiske vækst i perioden op til Finanskrisens begyndelse i 2008 generelt svingede mellem en vækst på 2-4% p.a., mens væksten siden 2011 generelt har ligget meget tæt på 3,0% p.a. Der har været et par store begivenheder, Finanskrisen og Covid, som har sendt verdensøkonomien i recession (negativ vækst),

men ellers har alle de andre år budt på en positiv vækst, og i lange perioder en forholdsvis stabil positiv vækst. Der skal med andre ord meget store begivenheder til, for at slå verdensøkonomien ud af kurs. I de tilfælde, hvor det er sket, er verdensøkonomien relativt hurtigt kommet på ret kurs igen. Dette underbygger, at man som investor skal passe på med ikke at overvurdere den langsigtede effekt af pludseligt opståede kriser, da verdensøkonomien har en tendens til at finde en hurtig vej ud af en krise. Mon ikke dette også vil være tilfældet denne gang?

Figur 8: Vækst i verdensøkonomien siden 1984

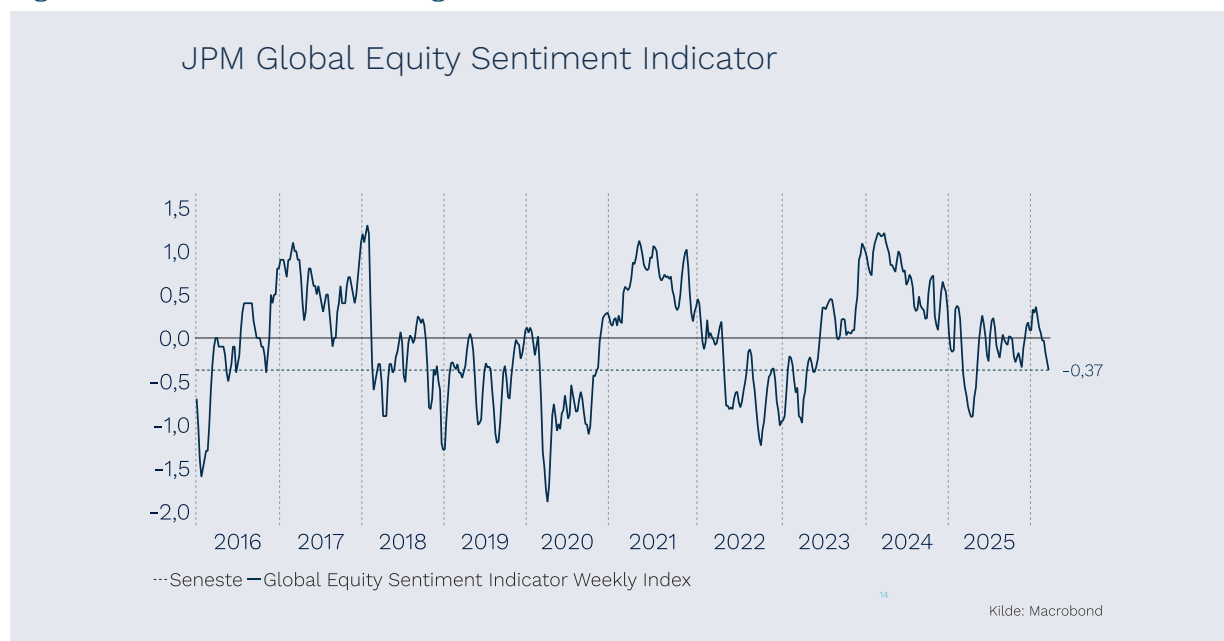


Kilde: World Bank

Figur 9: Prisfastsættelsen af aktier



Figur 10: Investorenes risikovillighed



Kilde: Bankinvest pr. 01.04.2026

Vi har i Kvartalsrapporten for 4. kvartal 2025 gjort opmærksom på, at aktierne generelt var prisfastsat lidt til den dyre side, set i et historisk perspektiv. Hvis vi ser på den aktuelle prisfastsættelse af aktiemarkedet i Figur 9, kan vi se, at aktierne handles til en Forward P/E på 17,1, hvilket nu er meget godt i tråd med gennemsnittet for perioden i figuren. Forward P/E er et udtryk

for, hvad investorerne forventes at betale for en overskudskrone i den kommende 12 måneders periode. Jo lavere værdi, desto lavere er aktierne prisfastsat og omvendt. I samme Kvartalsrapport gav vi også udtryk for, at den høje risikovillighed blandt investorerne var bekymrende, idet der er en forhøjet geopolitisk usikkerhed i øjeblikket i verdensøkonomien. Som det ses af Figur 10,

har investorerne ikke længere nogen forhøjet risikovillighed. I vores optik er risikovilligheden mere normaliseret nu, men der er ikke tale om, at investorerne er gået i den modsatte grøft og blevet meget skeptiske. Investorerne er i vores optik blevet mere balanceret i deres forventninger, hvilket er et sundhedstegn for os.

Som vi har påpeget flere gange det seneste års tid, er vi i en periode med forhøjede geopolitiske risici, hvilket man som investor ikke skal blive skræmt af, men man skal heller ikke blive for optimistisk, idet risikoen for uventede begivenheder er større end vanligt, så længe at Donald Trump har den politiske magt. Donald Trump har med krigen i Iran gjort det noget mere van-

skeligt for sit parti at vinde midtvejsvalget i USA den 3. november 2026, hvor samtlige medlemmer af Repræsentanternes Hus er på valg og 1/3 af medlemmerne i Senatet er på valg. Amerikanerne har tradition for, at de i høj grad stemmer ud fra deres nuværende økonomiske situation. Med den kraftige stigning i energipriserne har mange amerikanere på det seneste oplevet en forringet økonomisk situation. Det tragikomiske for Donald Trump er, at specielt den amerikanske økonomi var på vej til at overraske positivt, inden USA gik i krig mod Iran. Den amerikanske økonomi havde udsigt til en højere økonomisk vækst end ventet i kombination med, at der var styr på inflationen og at der var udsigt til flere rentenedsættelser fra den amerikanske cen-



tralbank i løbet af 2026. Havde Donald Trump ikke valgt at starte krigen, men i stedet valgt at sidde på sine hænder, var det ikke usandsynligt, at markedskræfterne kunne have sørget for, at amerikanerne ville have oplevet en forbedret økonomisk situation i den nærmeste fremtid og dermed forbedret Republikanernes chance for at vinde midtvejsvalget til november. Hvis Donald Trump skal nå at rette op på den økonomiske situation, har han en stor interesse i, at krigen snart får en ende og der ikke sker store skader på energiforsyningen i Mellemøsten.

Vi anbefaler, at investorerne forbliver investeret med en aktieandel, der er tæt på det strategiske langsigtede benchmark. Husk på, at en krig kan slutte lige så pludseligt som den startede, og verdensøkonomien er som en supertanker, og den er svær at slå ud af kurs.

Af Johnny Madsen,
partner og investeringschef
8. april 2026

Vi giver dig overblik og tryghed

Formue &
Investeringspleje

PART OF
 Söderberg
& Partners