

Q3 2025

Den K-formede udvikling skaber udfordringer og muligheder

Siden 2020 har fem markante faktorer skabt en K-formet økonomisk vækststruktur og udvikling på aktiemarkederne med store vækstforskelle mellem sektorer og individuelle virksomheder.

I dag er væksten og markedsdominansen centreret på få aktører, hvilket har skabt et mere volatilt og uforudsigeligt miljø. Dette skaber omvendt også langsigtede uligheder for aktive investeringsforvaltere.



Bo Knudsen
Direktør og porteføljeforvalter

Fem forandringsfaktorer

De fem vigtigste drivkræfter bag udviklingen har været: stigende realrenter, geopolitisk fragmentering, eftervirkningerne af Covid-19, gennembrudet for kunstig intelligens (AI) og den fortsatte dominans af passive investeringsstrategier.

- **Fra nulrenter til positive realrenter**

Overgangen fra næsten nulrenter til et renteniveau på 4-5 pct., hvor realrenterne igen er positive, har ændret det globale værdiansættelsesanker på de finansielle markeder. De ekstremt lave renter løftede sektorer som teknologi og grøn energi til værdier, der krævede vedvarende høj vækst. Dette bredte sig siden til forbrugs-, medicinal- og industrivirksomheder og løftede værdiansættelserne til et uholdbart niveau. De efterfølgende pengepolitiske stramninger fik kursene og værdiansættelserne til at falde, hvor mange langsigtede vækstselskaber oplevede fald trods en forsat stabil indtjeningsvækst. Det er vores vurdering, at denne trend med faldende værdiansættelse af de langsigtede vækstselskaber nu er overstået.

- **Geopolitisk fragmentering og regionalisering**

Genvalget af præsident Trump har forstærket bevægelsen væk fra en regelbaseret verdensorden over mod en verden præget af magtpolitik og regionalisering, hvor nationalstaterne igen spiller en central rolle. En tydelig konsekvens heraf er en omfattende omstrukturering af forsyningskæderne, hvor virksomheder ikke længere alene optimerer effektivitet og profit, men i stigende grad prioriterer forsyningssikkerhed. Det betyder flere forsyningskæder og stigende investeringer i produktions- og logistiksystemer for at mindske afhængigheden på tværs af regioner.

- **Eftervirkningerne af pandemien**

Pandemien og nedlukningerne skabte rullende recessioner på tværs af sektorer, da både konjunkturerne og varelagre tog betydeligt langsommere at normalisere sig end forventet. Selvom eftervirkningerne nu er aftagende, har de sat dybe spor i den globale udbuds- og efterspørgselsbalance. De virksomheder, der investerede og gjorde forrentningsmodellen mere robust står i dag stærkere, mens mere cykliske virksomheder må navigere i et mere uforudsigeligt marked.

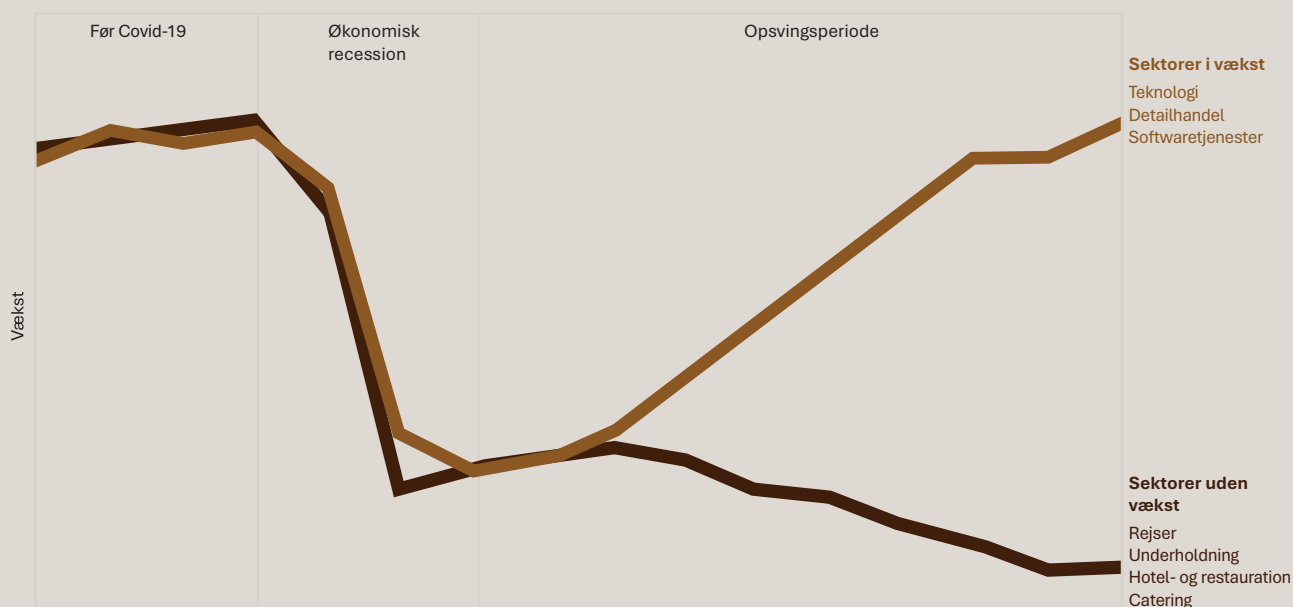
- **AI – en historisk kraftfuld investeringsbølge**

Kunstig intelligens har udløst en af de kraftigste og mest koncentrerede investeringsbølger i historien. En håndfuld virksomheder har taget en uforholdsmæssig stor del af gevinsten, hvilket har skabt en "winner-takes-it-all"-dynamik. Værdiansættelsen er meget høj på udvalgte selskaber, også selvom AI er en trend, der vil omforme den globale økonomi i mange år fremover. Dog er det ikke nødvendigvis alle sektorer, der vinder på AI, hvorfor vi som investorer må skelne mellem de reelle langsigtede vindere og dem, der blot midlertidigt rider med på bølgen.

- **Implikationer af fortsatte den fortsatte dominans af indeksinvesteringer**

Den vedvarende popularitet af passive investeringsstrategier betyder, at kapitalstrømmene i stigende grad tilflyder et lille antal meget store selskaber. Denne udvikling har udvidet afkastforskellen mellem det markedsværdivægtede indeks – som ligger på rekordhøje niveauer – og det ligevægtede indeks, der stort set har stået stille. Denne markedsconcentration har især de seneste to år udfordret aktiv forvaltning. Omvendt, skævvrider disse ensrettede kapitalstrømme en almindelig kapitalallokering og skaber langsigtede muligheder for aktive investorer, når trenden vender.

Figur 1

Den K-formede økonomi

Kilde: US Chamber of commerce, Oktober 2025

En smal, K-formet økonomi og aktiemarked drevet af de få

Den globale økonomi – særligt den amerikanske – rummer to vidt forskellige historier, hvor væksten drives af et lille antal nøglesektorer, og aktiemarkedet er præget af en ekstrem afkastkoncentration. Den reale økonomi er fortsat i vækst, men den er smalt centreret omkring AI og statslige investeringer, snarere end en bred opgang i privatforbruget og de private investeringer, se figur 1. Ifølge Rothschild og Redburn stod investeringer relateret til AI for hele BNP-væksten i USA i første halvår af 2025.

I USA fortsætter AI-investeringer med fuld kraft, mens øvrige områder tynges af stigende usikkerhed, toldbarrierer, mindre immigration og en forholdsvis stram pengepolitik. Forskellen mellem

den samlede amerikanske BNP-vækst og væksten ekskl. investeringer i IT-udstyr og software nåede et historisk højt niveau i første halvår 2025 på 1,4 procentpoint.

Denne K-formede udvikling har skabt divergerende forbrugsmønstre. Højindkomstgrupper med aktieeksponering mod AI-relaterede virksomheder nyder godt af stigende formuer og kan derfor fastholde et højt forbrug, mens lav- og mellemindkomster presses af en svag reallønsudvikling. Privatforbruget er derfor nu afhængigt af de mest formuende. Leveomkostningerne er steget omkring 30 pct. siden Covid-19, hvilket har ført til et mere prisbevidst forbrug og højere efterspørgsel på billigere varer. De mest velhavende fortsætter derimod med at efterspørge f.eks. rejser og sundhed, mens efterspørgslen efter biler, tøj og

“

Vores vurdering er, at trenden med faldende værdiansættelse af de langsigtede vækstselskaber nu er overstået.

varige forbrugsgoder er trykket. Væksten i privatforbruget er derfor i stigende grad defineret af de 10 pct. rigeste, mens resten skærer ned.

Inden for erhvervsinvesteringer er de såkaldte hyperscaler-datacentre den største vækstmotor med høj afledt efterspørgsel efter el, elektrisk udstyr og byggematerialer. Denne investeringsbølge forstærkes af ”frygten for at gå klip af” – et klassisk FOMO-fænomen. Ifølge McKinsey (april 2025) går omkring 60 pct. af investeringerne til chips og hardware, 25 pct. til energi, elektrisk udstyr og køling og 15 pct. til byggeri. På trods af de enorme investeringer er den reelle indtjening fra investeringerne fortsat begrænset, hvorfor vi har en meget stor investeringsbølge med indtil videre ukendt afkast. Omvendt er erhvervslivets generelle investeringslyst negativt påvirket af usikkerheden skabt af de gentagne toldrunder, og tilbagerulningen af tidligere positive effektiviseringsgevinster fra globalisering.

Der er modstridende kræfter, som aktuelt påvirker aktiemarkedene: toldbarrierer og et aftagende amerikansk arbejdsmarked skaber modvind, mens forventninger om rentenedsættelser og begejstringen omkring AI skaber medvind. De såkaldte Magnificent Seven fortsætter med at dominere og udgør nu omkring 30 pct. af S&P 500's markedsværdi samt hovedparten af årets afkast. Noget af denne udvikling understøttes af reel indtjening, da teknologi- og kommunikationssektorerne iøjeblikket står for størstedelen af væksten i markedsideindtjeningen. Derimod har sektorer som industri, forsyning, stabilt forbrug og ejendom haft en mere afdæmpet eller flad udvikling. Ligesom privatforbruget afhænger af de mest velhavende husholdninger, er aktiemarkedet i stigende grad afhængig af investeringerne i datacentre og dermed forretningsudviklingen i de store teknologiske selskaber.

En afgørende faktor for aktiemarkedets udsigter er, om finansieringskilderne bag AI-investeringerne



forbliver intakte. På kortere sigt vil de forventede rentenedsættelser bidrage positivt, men vi ser nu de første tegn på leverandørfiansiering med Nvidia's seneste investering i OpenAI. Denne form for finansiering er et begyndende advarselstegn. På længere sigt er det afgørende spørgsmål, om investeringerne i AI kan omsættes til reelle produkter, som erhvervslivet for forbrugerne vil betale for og derved sikre gode afkast til virksomhederne, som investerer i AI-infrastruktur.

Refleksioner over udfordringerne af det smalle aktiemarked

Det koncentrerede og smalle aktiemarked, hvor kortsigtet tænkning dominerer, har gjort det vanskeligt for langsigtede, aktive forvaltere at skabe merafkast. I 2025 har 3 ud af 4 aktive globale forvaltere skabt lavere afkast end det globale aktiemarked. I USA har blot fem aktier stået for næsten halvdelen af årets markedsafkast. Uden som minimum en markedsvægt i netop disse selskaber har det været nærmest umuligt at slå indekset.

Det siges, at "Finansmarkederne eksisterer for at ydmyge så mange som muligt." Særligt de seneste par år har denne ydmygelse været mærkbar. Vi er fuldt bevidste om, at vi i disse ekstraordinære markedsforhold ikke har levet op til vores investorers forventninger om merafkast – dette særligt de seneste par år. Perioder med underperformance er aldrig lette, men omvendt styrker de os til at reflektere, lære og videreudvikle os.

Kvalitet er fundamentet for vores langsigtede investeringsfilosofi. Vi definerer en kvalitetsvirksomhed ud fra tre faktorer: en langsigtet og holdbar konkurrencefordel, en skalérbar og robust forretningsmodel samt tematisk medvind, der understøtter holdbar vækst. I lyset af det stigende fokus på det kortsigtede og dominansen af få store selskaber har vi valgt at finjustere vores

investeringsproces – uden at gå på kompromis med vores grundlæggende investeringsprincipper.

Styring af relative og kortsigtede risici

Vores risikoprincip har altid været at forvalte porteføljer med et absolut afkastperspektiv: at skabe stærke, langsigtede resultater samtidig med, at volatiliteten holdes på niveau med markedets. For første gang i årtier har nogle selskaber dog en indekxvægt, der overstiger enkelte landes samlede markedsværdi. Denne koncentration skaber nye risici, som vi ikke kan sidde overhørig. Vi vil derfor håndtere den relative risiko tidligere i investeringsarbejdet og specifikt sætte analyseresourcer ind på de selskaber, som alene på grund af deres størrelse kan påvirke markedsudviklingen og det relative afkast.

Derudover vil vi optimere porteføljestrukturen, så vi har selskaber, der har en langsigtet attraktiv forretningsmodel kombineret med en aktuel positiv udvikling i den underliggende forretning. Denne øgede årvågenhed over for kortsigtede risici vil nok resultere i en øget omsætningshastighed, men vi vurderer, det er en givtig pris at betale for at bedre at kunne udnytte de stigende markedsudsving. Vores fokuserede investeringsstrategi forankret i et langsigtet perspektiv er dog forsat det bærende princip, ligesom vi vil forsætte den konstante afvejning af eksisterende investeringer mod stærke kandidater på reservebænken.

Den K-formede markedsstruktur skaber også muligheder

For fem år siden, hvor realrenterne var negative, var langtidsholdbare kvalitetsaktier efterspurgt og dermed blev de højt prisfastsat. Set i bakspejlet undervurderede vi, hvor meget renterne ville stige, og selv om vores porteføljeselskaber skabte en god indtjeningsvækst, blev kurserne

“

I lyset af det stigende fokus på det kortsigtede og dominansen af få store selskaber har vi valgt at finjustere vores investeringsproces – uden at gå på kompromis med vores grundlæggende investeringsprincipper.

påvirket af en faldende værdiansættelse (lavere p/e-niveauer). Situationen er i dag derfor helt omvendt, hvor vores høj kvalitetsselskaber nu handles nu på attraktive niveauer set i forhold til deres historik, og de er fortsat godt positionerede at kunne vokse langsigtet. Dette gør efter vores vurdering disse selskaber attraktive i takt med, at opgangen i det nuværende smalle og K-formede aktiemarked breder sig ud. En katalysator for dette vil bl.a. være en stabilisering af den nuværende usikkerhed. Derudover ser vi flere strukturelle markedstendenser, der kan udvikle sig positivt:

1. Udbredelse af AI og teknologi

Inden for IT og kunstig intelligens forventer vi, at investorer vil flytte det nuværende fokus fra træning af de store sprogmodeller (LLM'er) til en bredere anvendelse af de avancerede teknologier. Vi vurderer som nævnt tidligere, at der er en risiko ved de store forventninger, der er indbygget i prisfastsættelsen af de førende AI-infrastrukturselskaber, hvilket kan få investorerne til at pege kikkerten i andre retninger.

Vi forventer bl.a., at investeringerne inden for semi-conductorer vil brede sig mod avanceret teknologi til gavn for selskaber som ASML, TSMC og Hoya. Konkurrencen mellem de etablerede internetgiganter som Microsoft, Google og Amazon og nye aktører som OpenAI vil blive intensiveret, men vi forventer, at de etablerede aktører vil blive de relative vindere.

Vi ser desuden, at kinesiske teknologivirksomheder står stærkt ift. at tjene penge på AI-inves-

teringerne. Det er baggrunden for, vores nylige investering i Prosus – som ejer en betydelig andel af Tencent – til vores globale afdeling. Vi forventer desuden, at udvalgte dataselskaber, som ejer nøgledata, vil kunne øge indtjeningen i takt med, at AI-teknologien anvendes på deres data.

2. Finansielle selskaber i Emerging markets har strukturel medvind

Vestlige banker har sammen med AI og forsvarssektoren været blandt de stærkeste områder det seneste år. Vi har imidlertid en præference for finansielle selskaber i emerging markets, som nyder godt af den lave og stigende udbredelse af finansielle tjenester samt en voksende befolkning med stigende købekraft. Omvendt vurderer vi, at kreditrisikoen for de vestlige banker er en iboende risiko, som for eller siden igen vil blive aktuel. Endeligt ser vi strukturelt positivt på de såkaldte "asset-light" finansielle forretningsmodeller som f.eks. børser og betalingsudbydere som Visa.

3. Genopblomstringen af den fysiske økonomi

Ud over investeringerne i AI, ser vi behov for at lande verden over må opgradere deres industrielle infrastruktur for at styrke forsvarsproduktionen og genopbygge den industrielle kapacitet – for uden en stærk industri og energiforsyning, intet stærkt forsvar. Dette omfatter bl.a. modernisering af elnettet, investering for at understøtte flere forsyningskæder og lokal produktion, automatiseringsteknologi samt udbygning af sol- og vindenergi, som vi forventer vil udgøre en central del af løsningen. Over 20 pct. af investeringerne i vores globale afdeling er relateret til dette infrastrukturelle tema.

“

Der er en risiko ved de store forventninger, der er indbygget i prisfastsættelsen af de førende AI-infrastrukturselskaber, hvilket kan få investorerne til at pege kikkerten i andre retninger.

**C WorldWide Asset
Management
Fondsmæglerselskab
A/S**

Dampfærgevej 26
2100 København

Tel.: +45 35 46 35 00
Web: cww.dk
Mail: cww@cww.dk

Dette er markedsføringsmateriale. Denne publikation er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). CWW AM er et dansk registreret selskab med adresse på Dampfærgevej 26, 2100 København, Danmark, med CVR-nummer 78420510. CWW AM er porteføljeforvalter for Investeringsforeningen C WorldWide. Publikationen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. De tilkendegivne holdninger er alene gældende på datoen for publikationen. Publikationen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for at være pålidelige. Alle rimelige forholdsregler er taget for at sikre informationens korrekthed og nøjagtighed. Dog garanteres korrekthed og nøjagtighed ikke, og CWW AM påtager sig intet ansvar for eventuelle fejl eller udeladelser. Alle tal er baseret på historiske afkast. Historiske afkast er ingen indikation for fremtidigt afkast. Afkast kan stige eller falde som følge af udsving i valutakurserne. Publikationen må ikke reproducere eller distribueres, hverken helt eller delvist, uden forudgående skriftlig tilladelse fra CWW AM. Der henvises til prospektet for Investeringsforeningen C WorldWide og dokumentet med central information, inden der træffes en endelig investeringsbeslutning. Dokumenterne kan, sammen med et sammendrag af investorrettigheder, findes på cww.dk.