

Q4 2025

Fire faktorer signalerer en markedsændring

Aktieinvestorerne har i en længere periode haft fokus på og belønnet størrelsen af selskabernes vækst her og nu og i mindre grad fokuseret på vækstens holdbarhed. Det har været en fase, hvor den langsigtede fundamentale selskabsudvikling er blevet tilsidesat til fordel for mere spekulativ investoradfærd.

De seneste år har været udfordrende for aktive forvaltere, hvor 2024 og 2025 har haft historisk modvind, hvor det amerikanske marked er blevet drevet af højvækstsselskaber samtidig med stærk fremdrift og re-rating af i balancetunge vestlige banker.

Vores grundlæggende opfattelse er, at det er vanskeligt – men muligt – at slå markedet, hvis man anlægger en langsigtet investeringstilgang.

Og nu ser vi faktisk de første tegn på ændringer i markedsudviklingen. Vi vurderer, at fire centrale forandringsfaktorer peger mod et investeringsmiljø, hvor investeringsbeslutninger i stigende grad træffes på basis af fundamentale og strukturelle

“

Nu ser vi faktisk de første tegn på ændringer i markedsudviklingen.



Bo Knudsen
Adm. direktør og Porteføljemanager
C WorldWide Asset Management

forhold. Disse er: Comeback til kvalitetsselskaber, Udbredelse af AI-temaet, Kina og Indiens fremmarch og USA's globale dominans målt i markedsværdi har toppet.

Markedsforhold kan ændre sig markant over relativt korte tidsrum.

1. Comeback til kvalitetsselskaber

Det er væsentligt anderledes at være investor i dagens multipolære verden sammenlignet med globaliseringens æra efter Berlinmurens fald. I takt med at udsigterne forstyrres af hyppige og uforudsigelige begivenheder, bliver investorernes horisont naturligt kortere. Dette har skabt en strukturel modvind for langsigtet tænkning

og investering i strukturelle kvalitetsselskaber. Et kvalitetsselskab er typisk et selskab med høje marginer, højt afkast på investeret kapital, en lav gældsætning og en langtidsholdbar forretningsmodel.

I fjerde kvartal 2025 så vi de første tegn på en ændret investoradfærd, hvor fokus igen blev rettet mod kvalitetsselskaber. F.eks. steg kursen på luksusvarekoncernen LVMH mere end 20 pct. i kvartalet, og kursen er steget ca. 40 pct. siden starten af sommeren – og dette uden nye væsentlige nyheder.

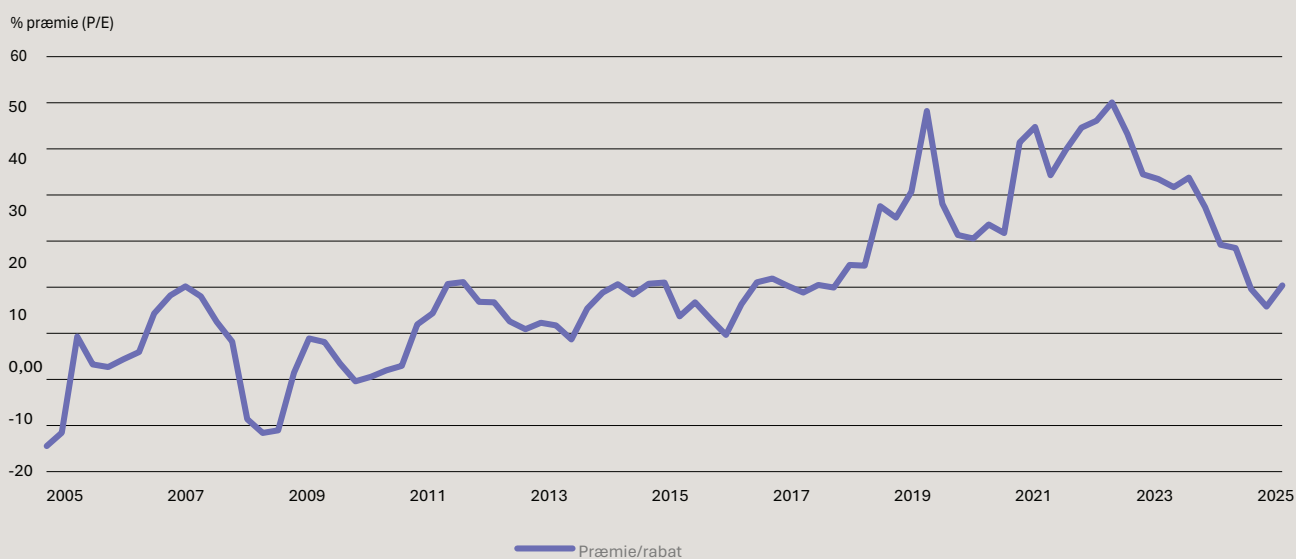
Som illustreret i figur 1 handles kvalitetsselskaber i dag til en meget rimelig værdiansættelse relativt til markedet sammenlignet med de seneste 20 år –

“

Betingelserne er nu til stede for, at investorerne igen fokuserer og investerer efter fundamentale og langsigtede betragtninger, hvilket vil komme kvalitetsaktier til gode.

Figur 1

Kvalitetsselskaber handles nu til en god værdiansættelse



Præmie/rabat på prisfastsættelsen (p/e) af selskaberne i afd. Globale Aktier ift. MSCI verdensindeks. Eksempel hvis selskaberne i afd. Globale Aktier handles til p/e=22 og verdensindekset handles til p/e=20, er præmien 10% (22-20/20).

C WorldWide Asset Management og MSCI, 31. december 2025

dette efter en markant de-rating over de seneste tre år. Betingelserne er derfor nu til stede for, at investorerne igen fokuserer og investerer efter fundamentale og langsigtede betragtninger, hvilket vil komme kvalitetsaktier til gode.

Vi investerer i selskaber med holdbar vækst i forretningsmodellen frem for at jagte høj vækst her og nu. Selskaber, der er relevante over de kommende årtier og som er understøttet af strukturelle megatrends. Kvalitetsselskaber med stærke balancer, høje marginer og robuste, langsigtede vækstprofiler.

2. Udbredelse af AI-temaet

Vi begynder nu at se de første sprækker i det koncentrerede AI-tema. Verdens største selskab målt på markedsværdi, Nvidia, har siden lanceringen af ChatGPT oplevet en ekstraordinær vækst, men kundebasen er ekstremt koncentreret, hvor fem kunder alene estimeres at udgøre over 50 pct. af omsætningen. Dette er en væsentlig risiko.



Risikoen forstærkes af, at disse kunder samtidigt udvikler egne konkurrerende chip-løsninger. Det er kommet frem, at Alphabet i samarbejde med Broadcom er lykkedes med at udvikle konkurrence-dygtige AI-løsninger baseret på såkaldte special-designede TPU-chips. Med omkring tre milliarder brugere på tværs af Search, Gemini AI, YouTube og Cloud er Alphabets vertikalt integrerede forretningsmodel mere robust, hvilket er årsagen til vores valg af investering i Alphabet frem for Nvidia.

Vi forventer, at AI-temaet i 2026 vil brede sig til et større antal selskaber. Den nuværende AI eufori vil gradvist blive afløst af mere realisme, hvor teknologiske begrænsninger og fysiske udfordringer bliver tydeligere. Specielt når der tales om datacentre dækkende et areal svarende til Manhattan. Dette indebærer betydelige risici for forsinkelser, ligesom vi kender det fra andre større byggeprojekter.

Udbygningen har nu også nået et omfang, hvor finansieringen i stigende grad er gældsfinansieret og dermed afhængig af gunstige kapitalmarkeder. Vi ser stigende finansiel kreativitet ifm. denne finansiering, og en ny centralbankdirektør i USA og politisk indblanding i den pengepolitiske retning skaber ekstra risiko.

3. Kina og Indiens fremmarch

Mens USA's mere transaktionsbaserede tilgang skaber geopolitisk usikkerhed, forandres de geopolitiske tektoniske plader også af demografiske og teknologiske ændringer. Kina og Indien udgør tilsammen en tredjedel af verdens befolkning. Begge har store hjemmemarkeder og

“

Den nuværende AI eufori vil gradvist blive afløst af mere realisme, hvor teknologiske begrænsninger og fysiske udfordringer bliver tydeligere.

er på vej mod at blive nye økonomiske stormagter. Befolkningen i begge lande er præget af stor evne og vilje til at skabe fremgang, og begge lande prioriterer teknologisk lederskab. Vi har ved nylige besøg observeret deres hastige og imponerende bevægelse op ad værdikæden.

Kina styrker i stigende grad sin globale magt-position – både i sin kommunikation såvel som i sin handlekraft. I den nu gamle regelbaserede og globaliserede verdensorden kunne man i vid udstrækning stole på de globale forsyningskæder, beskyttelse af intellektuelle ejendomsrettigheder og sikkerhedsgarantier. Denne forudsætning er ikke længere gældende. I den nye multipolære verden er magt blevet det centrale parameter. Stater har i stigende grad behov for egen forsvarskapacitet, kontrol over en produktionskapacitet og – ideelt set – kontrol eller adgang til energi



og kritiske råstoffer, herunder sjældne jordarter. Lidt paradoksalt kan denne udvikling ses som revanchen fra den fysiske verden, hvor den fysiske økonomi nu er et kritisk fundament for den hastigt voksende digitale økonomi. På dette område har Kina nu et betydeligt forspring. Landets fysiske produktionskapacitet er opbygget over årtier og har givet skala samt omkostningsfordele, som er vanskelige at kopiere.

Inden for kunstig intelligens nærmer kinesiske Large Language Models (LLM'er) sig i dag et niveau, der i test ligger tæt på de amerikanske – men til en tiendedel af prisen. Samtidig indtager kinesiske universiteter en markant førerposition målt på antallet af patenter inden for AI og "machine learning".

Ved nylige møder med energikoncernen SSE blev det understreget, at kombinationen af vedvarende energi og batteriløsninger i stor skala kun kan realiseres med kinesisk involvering.

Et besøg i Kina illustrerer desuden tydeligt, at den kinesiske valuta er undervurderet. Kinas månedlige handelsoverskud ligger aktuelt omkring 100 mia. USD – en markant stigning fra cirka 20 mia. USD før Covid-19. Både Kinas og Japans valuta er undervurderet ift. den amerikanske dollar. Den nuværende politiske handlelyst kan måske også omsættes til at indbefatte valutainterventioner, der kan skabe radikale ændringer på valutamarkedene – eksempelvis en nutidig pendant til Plaza-aftalen i 1985, hvor dollaren over de efterfølgende 18 måneder faldt med ca. en tredjedel.

På trods af disse strukturelle forhold udgør Kina og Indien fortsat kun en begrænset andel af det globale aktiemarked. I MSCI AC verdensindeks

“

Vi har ved nylige besøg observeret Kina og Indiens hastige og imponerende bevægelse op ad værdikæden, og dette særligt i Kina.

har Kina en vægt på omkring 3 pct., mens Indien udgør cirka 2 pct. Vi ser positive signaler fra Kina, særligt hvad angår kapitalmarkedernes rolle og den teknologiske udvikling. Jack Ma, medstifteren af tech-giganten Alibaba, er igen synlig i det offentlige rum, og præsident Xi har defineret teknologisk lederskab som drivkraften for fremtidig vækst.

Som det fremgår af figur 2, har emerging markets' underperformance nået et historisk lavpunkt over de seneste 35 år (figur 2). Efter vores vurdering er det på langt sigt uholdbart, at Kina – og emerging markets generelt – har den nuværende beskedne rolle i de globale kapitalmarkeder. Det er centralt at benchmarke ens investeringer mod fremtiden.

4. USA's globale dominans målt i markedsværdi har toppet

Jeg begyndte min investeringskarriere i september 1989. Berlinmurens fald den 9. november samme år kom til at forme både geopolitik og de finansielle markeder i mere end tre årtier. For investorer opstod der imidlertid allerede i 1990'erne et mere presserende spørgsmål: hvordan skulle man forholde sig til Japan?

Efter Plaza-aftalen i september 1985, hvor G5-landene blev enige om at adressere USA's betalingsbalanceunderskud over for Japan og Tyskland gennem koordinerede valutainterventioner, fordoblede det japanske aktiemarked sin andel af det globale aktiemarkedsindeks over de efterfølgende

“

Det er på langt sigt uholdbart, at Kina – og emerging markets generelt – har den nuværende beskedne rolle i de globale kapitalmarkeder.

Figur 2

Emerging Markets har nået et historisk lavpunkt i relativ performance



år, som illustreret i figur 3. De ledende centralbanker solgte amerikanske dollar mod japanske yen og tyske D-mark, hvilket medførte, at dollaren over de følgende tre år faldt med omkring 40 pct. i værdi over for yen.

Japan havde i årtierne efter 2. Verdenskrig opbygget en særdeles konkurrencedygtig eksportindustri, som blev hårdt ramt af yennens styrkelse. Den politiske reaktion herpå var en kraftig lempelse af kreditvilkårene gennem lave renter og ekspansiv pengepolitik. Dette udløste efterfølgende en spekulativ boble i ejendomsmarkedet og aktiemarkedene.

Det var i denne periode, at måling af investeringsafkast mod et benchmark for alvor vandt indpas. En central diskussion i slutningen af 1980'erne og gennem 1990'erne var derfor, hvilken vægt japanske aktier burde have i porteføljer. Med vores globale investeringsstrategi havde vi i store

dele af 1990'erne en meget lav eksponering mod Japan. Dette betød, at vi havde perioder med underperformance ift. benchmark, men gennem vores selskabsanalyser kunne vi kun finde få attraktive investeringsmuligheder i Japan. Og set over de efterfølgende 35 år faldt Japans andel af de globale aktiemarkeder fra cirka 40 pct. til det nuværende niveau omkring 5,5 pct., jf. figur 3. Selvom denne udvikling i dag fremstår tydelig, var den langt fra indlysende undervejs i processen.

Hvis vi springer frem til i dag, har indeksinvestering reelt udviklet sig til selve markedet, hvor mere end halvdelen af kapitalstrømmene nu følger passive strategier. Når kapital allokeres til indeksstrategier, indebærer det automatiske køb af indeksaktier ud fra deres aktuelle vægt i indekset.

Set i bakspejlet fremstår markederne irrationelle ved at have presset japanske aktier op til over 40 pct. i slutningen af 80'erne af den globale

Figur 3

Regionernes skiftende vægt i verdensindekset



C WorldWide Asset Management og MSCI, 31. december 2025

“

Et centralt allokeringspørgsmål i dag er, om 65 pct. i amerikanske aktier er det rigtige?

aktiemarkedsværdi, men menneskelige følelser samt kortsigtet grådighed og frygt vil forsøge at rationalisere irrationelle tilstande, ofte i lange perioder.

Det amerikanske aktiemarkeds outperformance siden 2010 har været ekstraordinær, hvilket illustreres i figur 4, der viser perioder, hvor amerikanske aktier gør det hhv. bedre eller dårligere end resten

af verden. Selvom den betydelige værdiskabelse i USA er understøttet af stærk indtjeningsvækst fra dominerende globale selskaber, er det centrale allokeringspørgsmål i dag, om en vægt på omkring 65 pct. i amerikanske aktier, svarende til den nuværende andel i MSCI AC World Index jf. figur 3, er lige så ekstrem, som en allokering på 40 pct. til japanske aktier var i 1989?

En betydelig risikofaktor for det amerikanske aktiemarked er den historisk høje koncentration, hvor de fem største aktier i MSCI USA nu udgør 30 pct. af indekset, jf. figur 5. Og alle disse fem aktier er afhængige af AI-investeringsboomet. Som nævnt tidligere er vi bekymrede for, om investorerne over

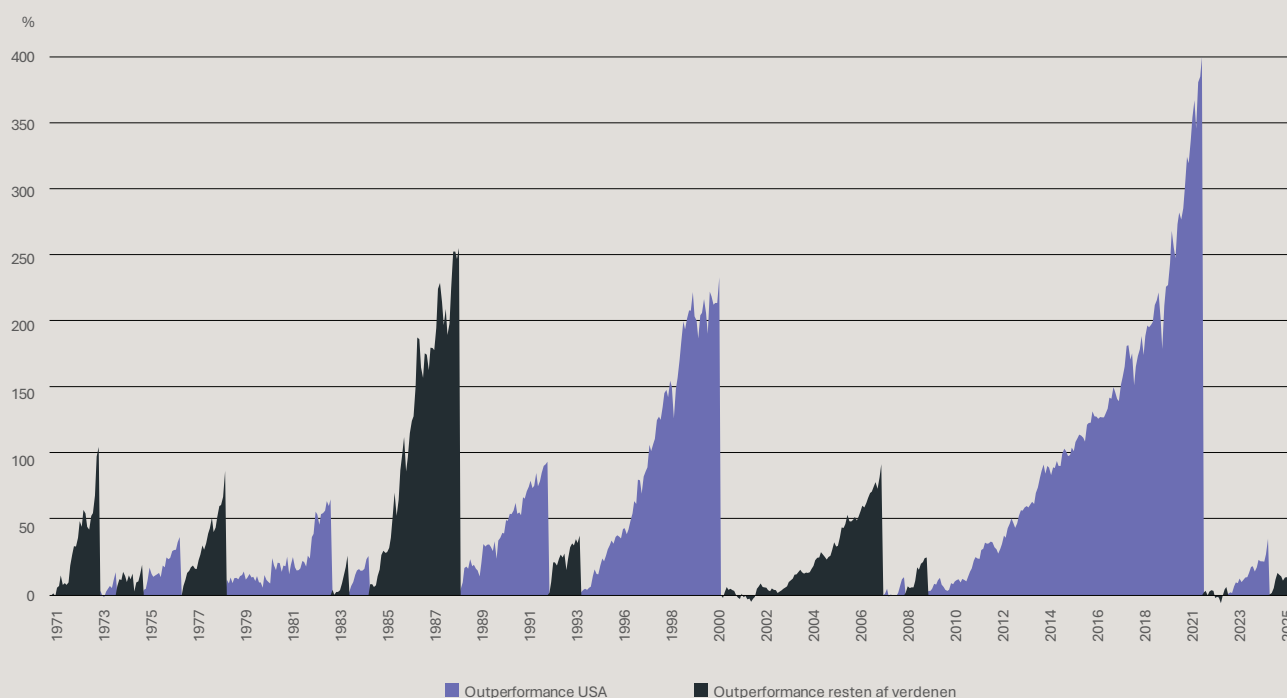
“

En betydelig risikofaktor for det amerikanske aktiemarked er den historisk høje koncentration, hvor de fem største aktier i MSCI USA udgør nu 30 pct. af indekset.

Figur 4

Perioder, hvor amerikanske aktier gør det bedre eller dårligere end resten af verden

Perioder hvor amerikanske aktier hhv. outperformer og underperformer



C WorldWide Asset Management og MSCI, 31. december 2025

de næste 12-18 måneder kan risikere at blive skuffede ift. de høje forventninger til generativ AI.

Forandringens vinde i 2026

Vi forventer, at 2026 i høj grad vil blive drevet af de fire forandringsfaktorer. Investorer bør positionere sig til fremtiden baseret på fundamental analyse frem for at bero på de bagudkiggende allokeringer, et benchmark tilsiger. I 2026 vil investorerne indse, at den fundamentale indtjeningsudvikling i et selskab og holdbarheden af forretningsmodellen er de afgørende faktorer for prisfastsættelsen. Den positive nyhed er, at kvalitetsselskaber nu kan erhverves til en rimelig værdiansættelse.

Samtidig peger udviklingen mod et mere differentieret marked, hvor den høje markedsconcentration afløses af en mere bredt funderet markedsopgang. Vi forventer, at det amerikanske aktiemarkedslederskab over de sidste 15 år gradvist vil aftage,

“

Vi forventer, at det amerikanske aktiemarkedslederskab gradvist vil aftage.

hvor særligt aktiemarkederne i Kina og Indien over tid vil udgøre en større del af verdensmarkedet.

Der findes ingen genveje til gode langsigtede investeringsafkast – kun vedholdende disciplin og et langsigtet fokus.

Figur 5

Det amerikanske aktiemarked er mere koncentreret end nogensinde før

Andelen af de 5 største aktier



C WorldWide Asset Management og FactSet, 31. december 2025

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

Dampfærgevej 26
2100 København

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

Produceret Q1 2025

Dette er markedsføringsmateriale. Denne artikel er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). Artiklen 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. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW AM har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Historiske resultater er ingen indikation for fremtidigt afkast. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke. Prospekt, dokument med central investorinformation, og den seneste årsrapport og halvårsrapport er tilgængelig på www.cww.dk.