



Formue | Update

Af Formueplejes kapitalforvaltning // December 2025

FORMUE | PLEJE

Obligationer sikrede stabilitet i en urolig november

- Det amerikanske statsapparat åbner efter 43 dages nedlukning – fokus er rettet mod arbejdsmarkedet og en mulig rentesækning fra den amerikanske centralbank den 10. december.
- Mindre aktiekursfald blandt AI- og teknologiselskaber op til Nvidias regnskab, mens Europa leverede positivt aktieafkast.
- På trods af flexauktioner og højere lange renter leverede obligationsporteføljerne positive afkast. Den hollandske pensionssektor er i Formueplejes fokus.



Rasmus Cederholm
Investeringsdirektør

Obligationer blev en stabiliserende faktor i november, hvor aktiemarkederne var præget af uro. Mens Europa leverede positive afkast, faldt AI- og teknologiselskaber svagt op til Nvidias regnskab. Samtidig åbnede det amerikanske statsapparat efter 43 dages nedlukning, og fokus retter sig nu mod arbejdsmarkedet og en mulig rentesækning. Trods flexauktioner og højere lange renter leverede obligationsporteføljerne fortsat solide resultater.



Otto Friedrichsen
Viceinvesteringsdirektør og strateg

Arbejdsmarked i fokus under amerikansk nedlukning i november

Onsdag 12. november kort før midnat amerikansk tid genåbnede den amerikanske statsadministration efter 43 dages nedlukning. Baggrunden for nedlukningen var som bekendt uenighed mellem demokrater og republikanere om budgettet for 2026. Konkret drejede uenigheden sig om Affordable Care Act (populært kaldet Obamacare), som sikrer tilskud og hjælp til det amerikanske samfunds svageste. Gennem adskillige afstemninger blokerede demokraterne således for et flertal i Senatet som følge af republikanernes nedprioritering af sundhedsspørgsmålet.

Nedlukningen af det amerikanske statsapparat ramte mange såkaldte ikkeessentielle funktioner som museer, nationalparker, transport mm. Men hjemsendelsen af medarbejder på flere statistikbureauer betød også, at en lang række nøgletal for arbejdsmarkedet, prisudvikling, detailsalg osv. ikke kunne offentliggøres.

Den begrænsede synlighed i de amerikanske arbejdsmarkedsdata har været et centralt tema i november. Dels i forhold til de mange investorer i aktie- og obligationsmarkedet, der løbende forholder sig til sundhedstilstanden i den amerikanske økonomi, dels fordi den amerikanske centralbank netop benytter udviklingen i arbejdsmarked og inflation til at fastlægge den amerikanske pengepolitik.

>>

Forventningerne til den amerikanske centralbank – december rentemøde

Implicit sandsynlighed
for en kommende
rentesækning i december (%)



Kilde: Formuepleje og Bloomberg, 28-11-2025

Netop markedets forventninger til den amerikanske centralbanks rentebeslutning på det kommende rentemøde den 10. december har været et af de centrale omdrejningspunkter for markedet gennem november. Som det fremgår af ovenstående figur har den forventede sandsynlighed for en forestående rentesækning i december svinget mellem 30% og 90% – de store udsving er netop en konsekvens af den kraftigt nedsatte makrovisibilitet gennem nedlukningen. Læs mere om nedlukningens konsekvenser, det tiltagende fokus på andre datakilder og ikke mindst baggrunden for genåbningen den 12. november <https://formuepleje.dk/nyheder/2025/43-dage-uden-data-bekymring-for-renter-job-og-vaekst/>

Forbrugertillidstal og private aktivitets- og arbejdsmarkedsdata har således været væsentlige kilder til den volatilitet, der har været gennem måneden, og som afspejler forventningerne til en rentenedsættelse fra den amerikanske centralbank. I Europa har der været anderledes roligt, og langt de fleste nøgletal inden for prisudvikling og inflation, arbejdsmarked og generel aktivitet har understøttet vores forventning om en voksende europæisk økonomi med kontrol over inflationen.

Kvalitet er et centralt omdrejningspunkt i Formueplejes aktiestrategier

Vi har gennem 2025 og senest på kvartalsorienteringen for 3. kvartal i oktober forholdt os til Formueplejes aktieafkast, der har gjort det dårligere end det generelle benchmark. Desværre har aktieafkastet gennem november også været under aktiemarkedet som helhed. Vores og andres analyser af aktiemarkedsudviklingen i 2025, særligt efter Liberation Day i april, viser, at aktiemarkedsfaktorer som Vækst, Momentum og Small-cap klaret sig markant bedre end Kvalitet.

Med andre ord har disse dele af aktiemarkedet – præget af høj vækst, lav eller ingen indtjening og mindre, mere risikable selskaber – klaret sig markant bedre end kvalitetsselskaber med stærke cash flows, solid indtjening og robust balance.

En væsentlig årsag til, at Formueplejes aktiestrategier har underperformet i 2025 i forhold til det brede aktiemarked, er brugen af kvalitet som anker for aktieudvælgelse og porteføljesammensætning. Historisk og empirisk er indtjening den primære drivkraft for aktiemarkedet, hvilket understøttes af kvalitets langsigtede outperformance relativt til markedet som helhed – og netop derfor er kvalitet et centralt fundament i Formueplejes porteføljer.

>>



Den amerikanske centralbank, Washington DC, USA.

Stærke afkast på obligationssiden understøtter Formueplejes kapitalforeninger

Formuepleje Fokus, som er obligationseksponeringen i Formueplejes kapitalforeninger, har i 2025 vist en særdeles stærk udvikling med et samlet afkast indtil videre på over 10% – knap 5%-point bedre end obligationsmarkedet som helhed, hvilket i en historisk sammenhæng er en ganske flot relativ afkastgenerering. Lavere renter og lavere merrenter i dansk realkredit har sammen med stærk udvælgelse af enkeltobligationer bidraget til den meget flotte udvikling.

Det betyder også, at afkastet i Formueplejes kapitalforeninger, som består af obligationer, aktier og til dels virksomhedsobligationer, har været understøttet af den stærke udvikling, mens modvinden fra aktier har været pågående og desværre trækker mere ned end det positive afkastbidrag fra rentestrategierne.

De risikoreducerende egenskaber ved at kombinere kapitalforeningerne med obligationer, aktier og virksomhedsobligationer har i 2025 fungeret efter hensigten – sammenlignet med en ren aktieeksponering.

Aktier

Usikkerhed om AI-selskaber var baggrund for udviklingen i aktier

Det globale aktieindeks, MSCI World All Countries, faldt marginalt tilbage i november med et afkast på -0,7 % målt i danske kroner. Dette inkluderede en marginal svækkelse af den amerikanske dollar over for den danske krone på -0,7%.

November begyndte dog med store kursudsving og skarpe kursfald på de globale aktiemarkeder som følge af bekymringer om AI-temaet (kunstig intelligens). AI har været dominerende for markedsdynamikken i en længere periode, men med udgangspunkt i høje værdiansættelser og spørgsmålstejn om finansieringen af de store investeringsprogrammer hos de store teknologiselskaber, udløste usikkerhed markedsfald og en aktiemarkedsrotation mod mere defensive sektorer. Bevægelsen blev dog udlignet mod slutningen af måneden, hvor NVIDIAs regnskabsaflæggelse var med til at dæmpe bekymringerne, samtidig med at forventninger til en rentesækning fra den amerikanske centralbank i december understøttede risikoaktiver. Det ændrer dog ikke på, at teknologisektoren leverede det laveste afkast målt i danske kroner med -5,5%, mens mere defensive sektorer som Stabilt Forbrug (+2,9%) og Sundhed (+7,1%) nød godt af aktiemarkedsrotationen.

De amerikanske investorer slap derfor med skrækken og gik på Thanksgiving-weekend med et afkast på -0,6%. Europa leverede et positivt afkast med +1,0% målt i danske kroner, mens Japan (-1,5%) og Emerging Markets (-3,0%) begge faldt tilbage.

Obligationer

Behersket udvikling blandt danske obligationer, men Formuepleje har fokus på Holland

November viste sig uden større begivenheder for det danske obligationsmarked, der gik upåvirket hen over en række obligationsudstedelser af enkelte dele af AI-segmentet. End ikke en auktion over 140 mia. flexlånsobligationer kunne for alvor sætte sit præg, selvom der blev udstedt en større mængde 5-årige flexlånsobligationer, end vi har set de sidste mange år.

Hovedtemaet på de europæiske rentemarkeder var stigende internationale renter, især fra Japan, kombineret med høgeagtige udmeldinger fra flere ECB-medlemmer, hvilket løftede 10-årige renter med omkring 0,10 procentpoint.

Med ro på de globale markeder fik rente- og obligationsmarkedet mulighed for at fokusere på de tematiske udsigter for 2026. Forventningen om forankrede korte renter fra ECB satte gang i debatten om den stigende gældsætning i Europa som følge af en mere lempelig finanspolitik – med særlig opmærksomhed på den hollandske pensionssektor.

Renteforskel i europæiske renter

Renteforskel mellem 30-årige og 10-årige renter i procent-point



Kilde: Formuepleje og Bloomberg, 28-11-2025

Note: Europæiske renter er EUSA30 Curncy og EUSA10 Curncy

Gennem flere år har den hollandske pensionssektor, som måler tæt på 200% af det hollandske BNP (mod cirka 92% i gennemsnit for OECD) og dermed er en af de største i Europa, været i en transition fra et gennemsnitsrentemiljø, hvor pensionsopsparere loves en gennemsnitlig forrentning over tid, til et markedsrentemiljø, hvor pensionsopsparere modtager afkastet fra en portefølje af aktiver sammensat til at skabe et markedskonformt afkast over tid. Denne transition begynder i januar 2026 og løber over to år.

Vigtigheden af transitionsprocessen skyldes, at den hollandske pensionssektor, som følge af et løfte om en gennemsnitlig forrentning, har været nødsaget til at købe lange obligationer og modtage renten på lange renteswaps. Dette har sikret, at niveauet for lange renter har været lavt og lavere end kortere renter, samt at stater har kunnet finansiere sig til fornuftige renteniveauer. Tendensen har været forstærket under forskellige kriser som Finanskrisen, COVID og andre, da sektoren har haft et behov, der oversteg markedets risikokapacitet i en sådan grad, at de helt lange renter har handlet lavere end mellemlange alene drevet af udbud og efterspørgsel.

Overgangen i den hollandske pensionssektor er vigtig for rente- og obligationsmarkedet, fordi behovet for lange obligationer mindskes i det nye miljø. Det presser de lange renter op relativt til korte og mellemlange. I november steg lange renter over 0,10 procentpoint mere end mellemlange, og tendensen ventes at fortsætte i 2026.

Dette vil i sagens natur også have en effekt på det danske realkreditmarked over tid, men som følge af et meget lavt udbud har efterspørgslen gjort, at effekten har været meget lav. Hvornår der vil komme en effekt, kan være svært at give et bud på, men tendensen vil helt sikkert gå mod højere lange renter i hele Europa og øge fokus på det danske realkreditmarked, der har klarer sig virkelig godt gennem 2025.

Allokering

Samlet set har november været præget af de amerikanske teknologiselskaber, konsekvenserne af nedlukningen, forventningerne til den amerikanske centralbank og sidst, men ikke mindst, en situation, hvor presset på de lange renter globalt fortsætter. Forhold, der tilsammen har betydet en positiv afkastudvikling for Formueplejes obligationseksponering, men som har været udfordrende for aktieeksponering. Samlet ender Formueplejes blandede investeringsløsninger med afkast i niveauet -0,4% til -1,3% gennem november.

Vi har fastholdt en overvægt af obligationer, en neutral eksponering mod aktier og en mindre undervægt af virksomhedsobligationer.

Investeringsstrategi ultimo november 2025



Disclaimer

Ovennævnte er udarbejdet af Formueplejekoncernen til orientering og kan ikke betragtes som en opfordring om eller anbefaling til at købe eller sælge noget værdipapir. De nævnte oplysninger med videre kan heller ikke betragtes som anbefalinger eller rådgivning af juridisk, regnskabsmæssig eller skattemæssig karakter. Formueplejekoncernen kan ikke holdes ansvarlig for tab forårsaget af kunders/investorers dispositioner – eller mangel på samme – på baggrund af oplysningerne i ovennævnte. Vi har bestræbt os på at sikre, at oplysningerne i ovennævnte er fuldstændige og korrekte, men kan ikke garantere dette og påtager os intet ansvar for fejl eller udeladelser.

Investorer gøres opmærksom på, at investering kan være forbundet med risiko for tab, som ikke på forhånd kan fastlægges, ligesom tidligere afkast og kursudvikling ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. For yderligere information kontakt venligst info@formuepleje.dk.