

# RAPPORTERING

## **Slagelse Kommune - Deponerede midler CVR 29 18 85 05**

---

Porteføljeoversigt

Beholdningsoversigt

Performanceopgørelse inkl. detaljeret afkastopgørelse

Transaktionsliste

ESG – Bæredygtighed og ansvarlighed

Markedskommentarer

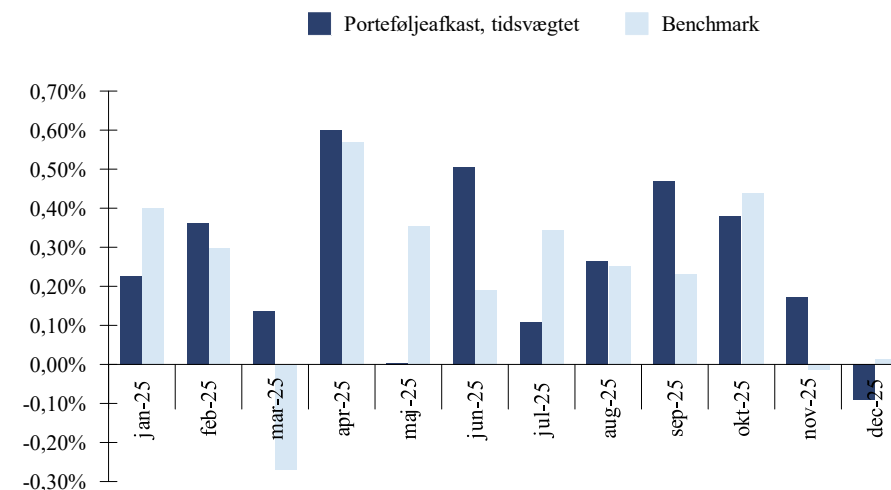
Porteføljen opgøres pr. valør dato og gevinster/tab beregnes efter FIFO-princippet.

| Ændring i formue<br>(Beløb i 1.000 kr.) | 01.12.2025<br>31.12.2025 | 01.01.2025<br>31.12.2025 |
|-----------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| + Markedsværdi ultimo                   | 13.172                   | 13.172                   |
| + Nettoudbetaling                       | 0                        | 0                        |
| - Nettoindbetaling                      | 0                        | 0                        |
| - Markedsværdi primo                    | 13.184                   | 12.764                   |
| + Betalt aktieudbytteskat               | 0                        | 0                        |
| <b>Formueafkast</b>                     | <b>-12</b>               | <b>408</b>               |
| Afkast i procent efter omkostninger *)  | -0,09%                   | 3,19%                    |
| Benchmarkafkast                         | 0,01%                    | 2,85%                    |
| *) Tidsvægtet afkast                    |                          |                          |

| Afkast fordelt på:<br>(Beløb i 1.000 kr.) | 01.12.2025 - 31.12.2025 |              |               |               |
|-------------------------------------------|-------------------------|--------------|---------------|---------------|
|                                           | Obligationer            | Aktier       | Øvrige        | Total         |
| Renter og udbytter                        | 29                      | 0            | 0             | 29            |
| Realiseret kursgevinst                    | 0                       | 0            | 0             | 0             |
| Urealiseret kursgevinst                   | -41                     | 0            | 0             | -41           |
| Omkostninger                              | 0                       | 0            | 0             | 0             |
| Gebyr                                     |                         |              | -0            | -0            |
| Kontantrenter                             |                         |              | 0             | 0             |
| I alt                                     | -12                     | 0            | -0            | -12           |
| <b>Gennemsnitligt afkast</b>              | <b>-0,09%</b>           | <b>0,00%</b> | <b>-0,23%</b> | <b>-0,09%</b> |

| Afkast fordelt på:<br>(Beløb i 1.000 kr.) | 01.01.2025 - 31.12.2025 |              |               |              |
|-------------------------------------------|-------------------------|--------------|---------------|--------------|
|                                           | Obligationer            | Aktier       | Øvrige        | Total        |
| Renter og udbytter                        | 352                     | 0            | 0             | 352          |
| Realiseret kursgevinst                    | -5                      | 0            | 0             | -5           |
| Urealiseret kursgevinst                   | 61                      | 0            | 0             | 61           |
| Omkostninger                              | -0                      | 0            | 0             | -0           |
| Gebyr                                     |                         |              | -0            | -0           |
| Kontantrenter                             |                         |              | 0             | 0            |
| I alt                                     | 408                     | 0            | -0            | 408          |
| <b>Gennemsnitligt afkast</b>              | <b>3,24%</b>            | <b>0,00%</b> | <b>-0,23%</b> | <b>3,19%</b> |

## Månedlige afkast

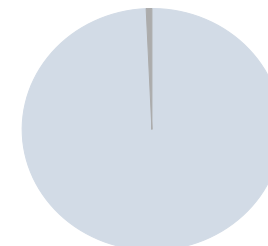


## Varighed for porteføljen den 31-12-2025

|                                                            |      |
|------------------------------------------------------------|------|
| Varighed før ekstraordinære indfrielse (Officiel varighed) | 3,73 |
| Optionskorrigerede varighed                                | 2,62 |

## Aktivfordeling

| ultimo perioden (i 1.000 kr.) | kr.           | pct.          |
|-------------------------------|---------------|---------------|
| Indenlandske obligationer     | 13.078        | 99,3 %        |
| Kontantbeholdninger           | 93            | 0,7 %         |
| <b>I alt</b>                  | <b>13.172</b> | <b>100,0%</b> |

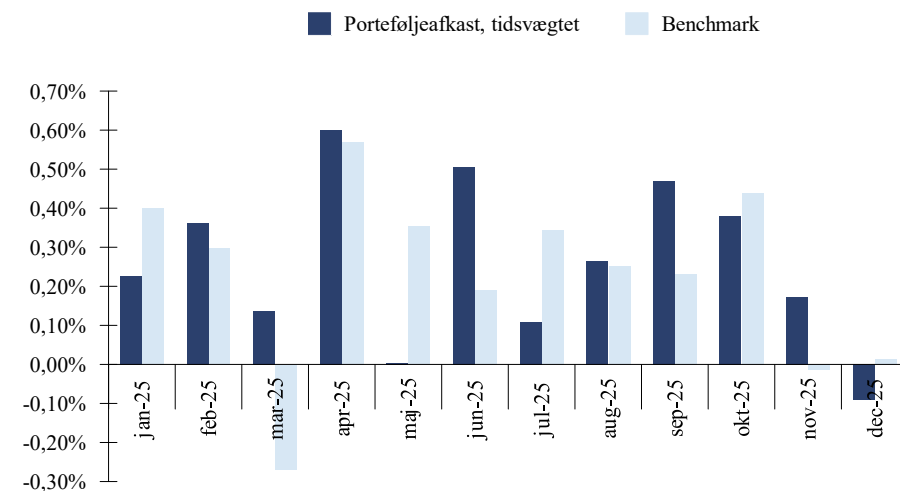


| Ændring i formue<br>(Beløb i 1.000 kr.) | 01.10.2025<br>31.12.2025 | 01.01.2025<br>31.12.2025 |
|-----------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| + Markedsværdi ultimo                   | 13.172                   | 13.172                   |
| + Nettoudbetaling                       | 0                        | 0                        |
| - Nettoindbetaling                      | 0                        | 0                        |
| - Markedsværdi primo                    | 13.111                   | 12.764                   |
| + Betalt aktieudbytteskat               | 0                        | 0                        |
| <b>Formueafkast</b>                     | <b>61</b>                | <b>408</b>               |
| Afkast i procent efter omkostninger *)  | 0,46%                    | 3,19%                    |
| Benchmarkafkast                         | 0,44%                    | 2,85%                    |
| *) Tidsvægtet afkast                    |                          |                          |

| Afkast fordelt på:<br>(Beløb i 1.000 kr.) | 01.10.2025 - 31.12.2025 |              |               |              |
|-------------------------------------------|-------------------------|--------------|---------------|--------------|
|                                           | Obligationer            | Aktier       | Øvrige        | Total        |
| Renter og udbytter                        | 86                      | 0            | 0             | 86           |
| Realiseret kursgevinst                    | 0                       | 0            | 0             | 0            |
| Urealiseret kursgevinst                   | -25                     | 0            | 0             | -25          |
| Omkostninger                              | -0                      | 0            | 0             | -0           |
| Gebyr                                     |                         |              | -0            | -0           |
| Kontantrenter                             |                         |              | 0             | 0            |
| I alt                                     | 61                      | 0            | -0            | 61           |
| <b>Gennemsnitligt afkast</b>              | <b>0,46%</b>            | <b>0,00%</b> | <b>-0,23%</b> | <b>0,46%</b> |

| Afkast fordelt på:<br>(Beløb i 1.000 kr.) | 01.01.2025 - 31.12.2025 |              |               |              |
|-------------------------------------------|-------------------------|--------------|---------------|--------------|
|                                           | Obligationer            | Aktier       | Øvrige        | Total        |
| Renter og udbytter                        | 352                     | 0            | 0             | 352          |
| Realiseret kursgevinst                    | -5                      | 0            | 0             | -5           |
| Urealiseret kursgevinst                   | 61                      | 0            | 0             | 61           |
| Omkostninger                              | -0                      | 0            | 0             | -0           |
| Gebyr                                     |                         |              | -0            | -0           |
| Kontantrenter                             |                         |              | 0             | 0            |
| I alt                                     | 408                     | 0            | -0            | 408          |
| <b>Gennemsnitligt afkast</b>              | <b>3,24%</b>            | <b>0,00%</b> | <b>-0,23%</b> | <b>3,19%</b> |

## Månedlige afkast

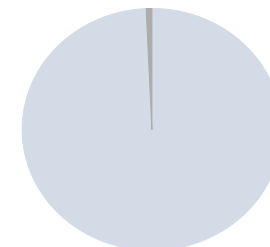


## Varighed for porteføljen den 31-12-2025

|                                                            |      |
|------------------------------------------------------------|------|
| Varighed før ekstraordinære indfrielse (Officiel varighed) | 3,73 |
| Optionskorrigerede varighed                                | 2,62 |

## Aktivfordeling

| ultimo perioden (i 1.000 kr.) | kr.           | pct.          |
|-------------------------------|---------------|---------------|
| Indenlandske obligationer     | 13.078        | 99,3 %        |
| Kontantbeholdninger           | 93            | 0,7 %         |
| <b>I alt</b>                  | <b>13.172</b> | <b>100,0%</b> |



Beholdningsoversigt pr. 31.12.2025

Valutakurser pr. -  
Fondskurser pr. 30.12.2025

| Fondskode                       | Papirnavn            | Beholdning    | Kurs    | Valutakurs | Kursværdi (K) | Rente påløbende/ ultimoper. (K) | Kursv.inkl. rente | Pct. af portefølje |
|---------------------------------|----------------------|---------------|---------|------------|---------------|---------------------------------|-------------------|--------------------|
| Indenlandske obligationer       |                      |               |         |            |               |                                 |                   |                    |
| Inkonverterbare obligationer    |                      |               |         |            |               |                                 |                   |                    |
| DK000954705                     | 1,00% 1NYK13Hap26D26 | 2.200.000,00  | 99,836  | 100,00     | 2.196.392,00  | 16.515,07                       | 2.212.907,07      | 16,80%             |
| DK000939137                     | 1,00% 321Eap26RF..26 | 1.800.000,00  | 99,824  | 100,00     | 1.796.832,00  | 13.512,33                       | 1.810.344,33      | 13,74%             |
| Konverterbare obligationer      |                      |               |         |            |               |                                 |                   |                    |
| DK000929743                     | 1,00% 1RDSRO21S3232  | 144.379,92    | 96,450  | 100,00     | 139.500,09    | 357,03                          | 139.857,11        | 1,06%              |
| DK000951331                     | 1,50% 15NYK01EA40.40 | 367.753,51    | 91,300  | 100,00     | 336.340,95    | 1.364,09                        | 337.705,04        | 2,56%              |
| DK000929263                     | 2,00% 2,ORDSDRO22S37 | 309.001,96    | 96,803  | 100,00     | 299.366,86    | 1.528,22                        | 300.895,08        | 2,28%              |
| DK000203076                     | 2,00% 2NDASDRO37..37 | 413.430,51    | 97,380  | 100,00     | 402.889,04    | 2.044,68                        | 404.933,72        | 3,07%              |
| DK000950416                     | 2,00% 2NYK01EA47..47 | 834.258,95    | 89,292  | 100,00     | 745.861,46    | 4.125,95                        | 749.987,42        | 5,69%              |
| DK000951595                     | 2,49% F6NYK22Hjul228 | 1.748.826,36  | 100,945 | 100,00     | 1.765.160,68  | 10.303,66                       | 1.775.464,34      | 13,48%             |
| DK000937762                     | 3,50% 3,5BRF411EOA44 | 113.604,66    | 99,950  | 100,00     | 113.550,52    | 983,24                          | 114.533,76        | 0,87%              |
| DK000202746                     | 3,50% 3,5NDASDRO4444 | 347.044,61    | 101,700 | 100,00     | 352.699,72    | 3.003,63                        | 355.703,35        | 2,70%              |
| DK000978744                     | 3,50% 3,5NYKE DA4444 | 184.127,88    | 100,250 | 100,00     | 184.571,94    | 1.593,61                        | 186.165,54        | 1,41%              |
| DK000953954                     | 4,00% 4NYK01EA43..43 | 494.759,78    | 101,110 | 100,00     | 499.841,51    | 4.893,82                        | 504.735,33        | 3,83%              |
| DK000954268                     | 4,00% 4NYK01EA46..46 | 1.535.386,34  | 101,340 | 100,00     | 1.555.226,66  | 15.186,97                       | 1.570.413,64      | 11,92%             |
| DK000977985                     | 4,00% 4NYKE A44 4442 | 230.296,80    | 101,600 | 100,00     | 233.871,32    | 2.277,94                        | 236.149,26        | 1,79%              |
| DK000471550                     | 4,00% 4tk111C 35..35 | 214.264,37    | 103,360 | 100,00     | 221.167,12    | 2.119,35                        | 223.286,48        | 1,70%              |
| DK000954055                     | 5,00% 5NYK01EA43..43 | 2.063.838,81  | 104,012 | 100,00     | 2.129.777,17  | 25.517,57                       | 2.155.294,74      | 16,36%             |
| Indenlandske obligationer i alt |                      | 13.000.974,46 |         |            | 12.973.049,05 | 105.327,15                      | 13.078.376,20     | 99,29%             |
| Obligationer i alt              |                      |               |         |            | 12.973.049,05 | 105.327,15                      | 13.078.376,20     | 99,29%             |

| Fondskode                                                  | Papirnavn               | Beholdning | Kurs    | Valutakurs | Kursværdi (K) | Rente påløbende/ ultimoper. (K) | Kursv.inkl. rente | Pct. af portefølje |
|------------------------------------------------------------|-------------------------|------------|---------|------------|---------------|---------------------------------|-------------------|--------------------|
| Kontantbeholdninger                                        |                         |            |         |            |               |                                 |                   |                    |
| 0000004025368148                                           | Konto Deponerede midler | 93.360,30  | 100,000 | 100,00     | 93.360,30     | 0,00                            | 93.360,30         | 0,71%              |
| Kontantbeholdninger i alt                                  |                         | 93.360,30  |         |            | 93.360,30     | 0,00                            | 93.360,30         | 0,71%              |
| Portefølje i alt                                           |                         |            |         |            |               |                                 |                   |                    |
| Depotliste                                                 |                         |            |         |            | 13.066.409,35 | 105.327,15                      | 13.171.736,50     | 100,00%            |
| Slagelse Kommune<br>2034204 Depot Slagelse Kommune Deponer |                         |            |         |            |               |                                 |                   |                    |

Performanceopgørelse (01.01.2025 - 31.12.2025 )

Valutakurser pr. -  
Fondskurser pr. 30.12.2025

| Månedlige afkast<br>2025 | Formue<br>primo | Afkast | Indskud/<br>udtræk | Udbytte<br>skat | Formue<br>ultimo | Afkast i %<br>Pf      Ref |       | Varighed |
|--------------------------|-----------------|--------|--------------------|-----------------|------------------|---------------------------|-------|----------|
| Januar                   | 12.764          | 29     | 0                  | 0               | 12.793           | 0,23                      | 0,40  | 2,47     |
| Februar                  | 12.793          | 46     | 0                  | 0               | 12.840           | 0,36                      | 0,30  | 2,36     |
| Marts                    | 12.840          | 18     | 0                  | 0               | 12.857           | 0,14                      | -0,27 | 2,46     |
| April                    | 12.857          | 77     | 0                  | 0               | 12.935           | 0,60                      | 0,57  | 2,56     |
| Maj                      | 12.935          | 1      | 0                  | 0               | 12.935           | 0,00                      | 0,36  | 2,62     |
| Juni                     | 12.935          | 66     | 0                  | 0               | 13.001           | 0,51                      | 0,19  | 2,58     |
| Juli                     | 13.001          | 14     | 0                  | 0               | 13.015           | 0,11                      | 0,35  | 2,59     |
| August                   | 13.015          | 34     | 0                  | 0               | 13.050           | 0,26                      | 0,25  | 2,49     |
| September                | 13.050          | 61     | 0                  | 0               | 13.111           | 0,47                      | 0,23  | 2,34     |
| Oktober                  | 13.111          | 50     | 0                  | 0               | 13.161           | 0,38                      | 0,44  | 2,47     |
| November                 | 13.161          | 23     | 0                  | 0               | 13.184           | 0,17                      | -0,01 | 2,50     |
| December                 | 13.184          | -12    | 0                  | 0               | 13.172           | -0,09                     | 0,01  | 2,62     |
| Total                    |                 | 408    | 0                  | 0               |                  | 3,19                      | 2,85  |          |

| Årlige afkast<br>Regnskabsår 31.12 | Formue<br>primo | Afkast | Indskud/<br>udtræk | Udbytte<br>skat | Formue<br>ultimo | Afkast i %<br>Pf      Ref |       |
|------------------------------------|-----------------|--------|--------------------|-----------------|------------------|---------------------------|-------|
| 2020                               | 44.814          | 109    | 233                | 0               | 45.156           | 0,24                      | 0,28  |
| 2021                               | 45.156          | -11    | -8.952             | 0               | 36.193           | -0,03                     | -1,48 |
| 2022                               | 36.193          | -2.257 | 1.661              | 0               | 35.598           | -6,72                     | -4,94 |
| 2023                               | 35.598          | 1.575  | -0                 | 0               | 37.173           | 4,42                      | 3,99  |
| 2024                               | 37.173          | 963    | -25.371            | 0               | 12.764           | 4,24                      | 3,66  |
| 2025                               | 12.764          | 408    | 0                  | 0               | 13.172           | 3,19                      | 2,85  |
| Total                              |                 | 787    | -32.430            | 0               |                  | 5,00                      | 4,12  |

Alle procentafkast er tidsvægtede afkast iht. anbefaling fra Den Danske Finansanalytikerforening

|                            |            |            |
|----------------------------|------------|------------|
|                            | Pf:        | Ref:       |
|                            | 01/05/2020 | 01/05/2020 |
| Annualiseret afkast siden: | 0,86       | 0,71       |

Reference:  
01/05/2020 - 31/12/2020: Benchmark

Depotliste  
Slagelse Kommune  
2034204 Depot Slagelse Kommune Deponer

**Afkastopgørelse 01.12.2025 - 31.12.2025**

| Papirnavn               | Afkast<br>i DKK | Heraf rente<br>/udbytte | Gennemsnitlig<br>beholdning | Afkast i<br>% |
|-------------------------|-----------------|-------------------------|-----------------------------|---------------|
| 1,00% 1NYK13Hap26D26    | 3.012,49        | 1.868,49                | 2.195.248,00                | 0,14          |
| 1,00% 1RDSDRO21S3232    | 55,42           | 121,62                  | 139.566,29                  | 0,04          |
| 1,00% 321Eap26RF..26    | 3.076,77        | 1.528,77                | 1.795.284,00                | 0,17          |
| 1,50% 15NYK01EA40.40    | -3.517,14       | 464,69                  | 340.322,78                  | -1,03         |
| 2,00% 2,0RDSDRO22S37    | -4.479,47       | 520,60                  | 304.366,93                  | -1,47         |
| 2,00% 2NDASDRO37..37    | -3.540,12       | 696,54                  | 407.125,69                  | -0,87         |
| 2,00% 2NYK01EA47..47    | -8.329,66       | 1.405,54                | 755.596,67                  | -1,10         |
| 2,49% F6NYK22Hjul228    | 677,22          | 3.510,04                | 1.767.993,50                | 0,04          |
| 3,50% 3,5BRF411EOA44    | 337,61          | 334,95                  | 113.547,86                  | 0,30          |
| 3,50% 3,5NDASDRO4444    | 2.513,79        | 1.023,22                | 351.209,15                  | 0,71          |
| 3,50% 3,5NYKE DA4444    | -1.498,79       | 542,88                  | 186.613,61                  | -0,80         |
| 4,00% 4NYK01EA43..43    | -3.146,34       | 1.667,13                | 504.654,98                  | -0,62         |
| 4,00% 4NYK01EA46..46    | -2.653,75       | 5.173,58                | 1.563.054,00                | -0,17         |
| 4,00% 4NYKE A44 4442    | 665,78          | 776,00                  | 233.981,55                  | 0,28          |
| 4,00% 4tk111C 35..35    | 1.732,46        | 721,98                  | 220.156,64                  | 0,78          |
| 5,00% 5NYK01EA43..43    | 3.284,25        | 8.692,80                | 2.135.185,72                | 0,15          |
| Konto Deponerede midler | -215,00         | 0,00                    | 93.388,97                   | -0,23         |
| total                   | -12.024,49      | 29.048,83               | 13.107.296,33               | 0,00          |
| Total portefølje        | -12.024,49      | 29.048,83               | 13.107.296,33               | -0,09         |

## Afkastopgørelse 01.10.2025 - 31.12.2025

| Papirnavn               | Afkast<br>i DKK | Heraf rente<br>/udbytte | Gennemsnitlig<br>beholdning | Afkast i<br>% |
|-------------------------|-----------------|-------------------------|-----------------------------|---------------|
| 1,00% 1NYK13Hap26D26    | 11.045,21       | 5.545,21                | 2.190.892,00                | 0,50          |
| 1,00% 1RDSDRO21S3232    | 661,65          | 361,13                  | 139.199,57                  | 0,47          |
| 1,00% 321Eap26RF..26    | 8.451,98        | 4.405,48                | 1.748.513,53                | 0,52          |
| 1,50% 15NYK01EA40.40    | 1.041,97        | 1.379,36                | 336.678,34                  | 0,30          |
| 2,00% 2,0RDSDRO22S37    | 3,08            | 1.545,42                | 300.909,20                  | 0,00          |
| 2,00% 2NDASDRO37..37    | 369,56          | 2.067,76                | 404.587,23                  | 0,09          |
| 2,00% 2NYK01EA47..47    | 927,08          | 4.171,76                | 749.106,14                  | 0,10          |
| 2,17% F3NYK32Gokt225    | 49,65           | 49,65                   | 0,00                        | 0,01          |
| 2,49% F6NYK22Hjul228    | 9.176,81        | 10.418,19               | 1.766.402,06                | 0,52          |
| 3,50% 3,5BRF411EOA44    | 997,17          | 994,51                  | 113.547,86                  | 0,88          |
| 3,50% 3,5NDASDRO4444    | 2.098,73        | 3.037,47                | 353.638,46                  | 0,59          |
| 3,50% 3,5NYKE DA4444    | -1.166,42       | 1.611,76                | 187.350,12                  | -0,62         |
| 4,00% 4NYK01EA43..43    | 2.121,05        | 4.950,52                | 502.670,99                  | 0,39          |
| 4,00% 4NYK01EA46..46    | 11.559,54       | 15.032,74               | 1.530.449,45                | 0,94          |
| 4,00% 4NYKE A44 4442    | 1.136,57        | 2.303,85                | 235.038,61                  | 0,48          |
| 4,00% 4tk111C 35..35    | 4.171,88        | 2.143,64                | 219.138,88                  | 1,90          |
| 5,00% 5NYK01EA43..43    | 8.177,54        | 25.824,65               | 2.147.424,28                | 0,37          |
| Konto Deponerede midler | -215,00         | 0,00                    | 166.279,59                  | -0,23         |
| total                   | 60.608,04       | 85.843,10               | 13.091.826,31               | 0,00          |
| Total portefølje        | 60.608,04       | 85.843,10               | 13.091.826,31               | 0,46          |

# Afkastopgørelse 01.01.2025 - 31.12.2025

| Papirnavn               | Afkast<br>i DKK | Heraf rente<br>/udbytte | Gennemsnitlig<br>beholdning | Afkast i<br>% |
|-------------------------|-----------------|-------------------------|-----------------------------|---------------|
| 1,00% 1NYK13Hap25D25    | 12.084,93       | 5.484,93                | 548.350,00                  | 0,55          |
| 1,00% 1NYK13Hap26D26    | 34.201,30       | 16.454,80               | 1.627.932,33                | 1,57          |
| 1,00% 1RD10F25JARF25    | 27,32           | 27,32                   | 0,00                        | 0,00          |
| 1,00% 1RDSDRO21S3232    | 3.177,48        | 1.546,78                | 148.499,50                  | 2,17          |
| 1,00% 321Eap26RF..26    | 24.819,55       | 11.720,55               | 1.161.287,31                | 2,19          |
| 1,50% 15NYK01EA40.40    | 6.892,07        | 5.670,84                | 346.195,95                  | 2,03          |
| 2,00% 2,0RDSDRO22S37    | 6.557,39        | 6.408,69                | 310.903,28                  | 2,14          |
| 2,00% 2NDASDRO37..37    | 10.234,58       | 8.604,11                | 418.365,76                  | 2,53          |
| 2,00% 2NYK01EA47..47    | 8.408,20        | 16.947,24               | 768.617,50                  | 1,14          |
| 2,17% F3NYK32Gokt225    | 13.822,37       | 16.399,59               | 639.289,66                  | 1,63          |
| 2,49% F6NYK22Hjul228    | 59.250,73       | 47.488,56               | 1.783.112,77                | 3,34          |
| 3,50% 3,5BRF411EOA44    | 3.270,63        | 4.205,10                | 120.927,10                  | 2,75          |
| 3,50% 3,5NDASDRO4444    | 12.931,44       | 12.666,89               | 366.955,26                  | 3,54          |
| 3,50% 3,5NYKE DA4444    | 3.462,56        | 6.811,86                | 198.125,79                  | 1,81          |
| 4,00% 4NYK01EA43..43    | 22.975,99       | 21.313,92               | 535.776,43                  | 4,23          |
| 4,00% 4NYK01EA46..46    | 41.029,84       | 36.219,52               | 916.031,47                  | 4,83          |
| 4,00% 4NYKE A44 4442    | 8.450,74        | 9.622,28                | 245.050,60                  | 3,39          |
| 4,00% 4tk111C 35..35    | 10.356,31       | 9.115,26                | 233.135,98                  | 4,64          |
| 5,00% 5NYK01EA43..43    | 125.842,06      | 115.585,44              | 2.356.953,35                | 5,19          |
| Konto Deponerede midler | -215,00         | 0,00                    | 159.497,66                  | -0,23         |
| total                   | 407.580,50      | 352.293,68              | 12.885.007,69               | 0,00          |
| Total portefølje        | 407.580,50      | 352.293,68              | 12.885.007,69               | 3,19          |

Transaktionsliste for perioden 01.12.2025 - 31.12.2025

| Handels-<br>dato                                 | Bevægelse | Navn       | Antal   | Kurs | Valuta | Kontopostering | Kontoposte-<br>ring DKK | Real.avance<br>kostpris |
|--------------------------------------------------|-----------|------------|---------|------|--------|----------------|-------------------------|-------------------------|
| Konto Deponerede midler - 0000004025368148 - DKK |           |            |         |      |        |                |                         |                         |
| 05/12/2025                                       | Gebyr     | Depotgebyr | -215,00 | 0,00 | DKK    | -215,00        | -215,00                 | 0,00                    |
|                                                  |           |            |         |      |        |                | -215,00                 |                         |

Depotliste  
Slagelse Kommune  
2034204 Depot Slagelse Kommune Deponer

## ESG – Bæredygtighed og ansvarlighed

Investeringer, uanset det potentielle afkasts størrelse, må ikke ske på bekostning af den etiske ansvarlighed.

Gudme Raaschou har tilsluttet sig UN-PRI "UN Principles of Responsible Investment" siden etableringen i 2006 og underskrevet UN-PRI i 2023. Gudme Raaschou screener, mindst hver 6. måned, tillige for selskaber der overtræder internationale normer, herunder FN-konventioner, der omfatter menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, anti-korruption og miljøbeskyttelse.

Alle investeringer skal ske under hensyntagen til etiske aspekter – og de virksomheder, der investeres i, skal respektere overholdelsen af både lokal og international lovgivning, basale menneskerettigheder, ikke udøve børnearbejde, have en ansvarlig omgang med naturens ressourcer, og generelt udvise et samfundsmæssigt ansvar.

Virksomhederne skal ligeledes til enhver tid respektere de sanktioner der vedtages af Danmark, EU og/eller FN i form af "finansielle restriktioner".

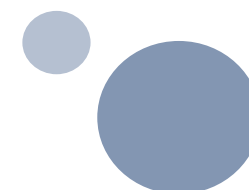
For så vidt angår investeringer igennem de tre foreninger – Investeringsforeningen Lån & Spar Invest, Kapitalforeningen IA Invest og Investeringsforeningen Gudme Raaschou – er der formuleret en fælles politik for, hvordan disse foreningerne integrerer bæredygtighed og samfundsansvar. Politikken kan tilgås via dette link <https://www.ls.invest.dk/politikker-2/>

Udgangspunktet er, at foreningerne understøtter en ordentlig og bæredygtig samfundsudvikling. Foreningernes investeringer tager udgangspunkt i FN's Global Compact og der investeres ikke i virksomheder, som vurderes at være i uoverensstemmelse med hensynet til beskyttelse af menneskerettigheder, beskyttelse af arbejdstagerrettigheder, herunder afskaffelse af børnearbejde, understøttelse af hensynet til klima og miljø, samt bekæmpelse af korruption m.v. Foreningerne investerer ligeledes ikke i statsobligationer eller virksomheder i lande, der er genstand for handelsblokade, der er vedtaget af FN eller EU og er tiltrådt af Danmark. Hertil gennemgår foreningerne en aktivitetsbaseret screening med henblik på at ekskludere virksomheder eller producenter indenfor bestemte sektorer, herunder våben og tobak.

Retningslinjerne er integreret i tæt samarbejde med foreningernes investeringsrådgivere og eventuelle underrådgivere. Hvis det rapporteres at en virksomhed i porteføljen har overtrådt retningslinjerne, vurderes det konkret, om investeringen bør afhændes, eller om en dialog med virksomheden vil være hensigtsmæssig og derfor indledes.

For yderligere information om bæredygtighedsrelaterede oplysninger vedrørende de specifikke afdelinger ses her:

<https://www.lsinvest.dk/baeredygtighedsrelaterede-oplysninger/>



## MARKEDSKOMMENTAR - PERSPEKTIV OG FORVENTNINGER

### KUNSTIG INTELLIGENS, AI, FÅR STOR SAMFUNDSMÆSSIG BETYDNING OG DOMINERER UDVIKLINGEN PÅ AKTIEMARKEDERNE

Et produktivitetsdrevet opsving dominerer i forventningerne til både den økonomiske vækst og til udviklingen på aktiemarkederne, hvor investorerne indregner de positive implementeringseffekter af AI-supercyklussen. Hidtil har det været "hyperscalers", der driver de store datacentre med lagring, netværk og cloud-services såsom Amazon, Microsoft, Google, Facebook og Oracle, der har haft store kursstigninger. Og ligeså Nvidia, der er storleverandør af den nødvendige GPU-chip. I løbet af de seneste måneder er der dog kommet mere fokus på, hvordan de virksomheder, der implementerer AI, kan skabe fremgang i produktiviteten og i indtjeningen. Risikoen er at "hyperscalerne" bliver mere indbyrdes afhængige, ligesom rentabiliteten af de store investeringer først kommer senere. Lånefinansiering bl.a. via Private Credit er også blevet mere udbredt, hvilket øger risikoen i det finansielle system.

Geopolitik og handelspolitiske udfordringer påvirker forbrugertilliden negativt og dermed også vækstforventningerne. Men det er en præmis for virksomhederne, der finder løsninger på udfordringerne. Oprustningen af det europæiske forsvar giver et tiltrængt positivt vækstbidrag til Europas økonomi, omend oprustningen er lånefinansieret og kan medvirke til et yderligere pres opad på de lange obligationsrenter.

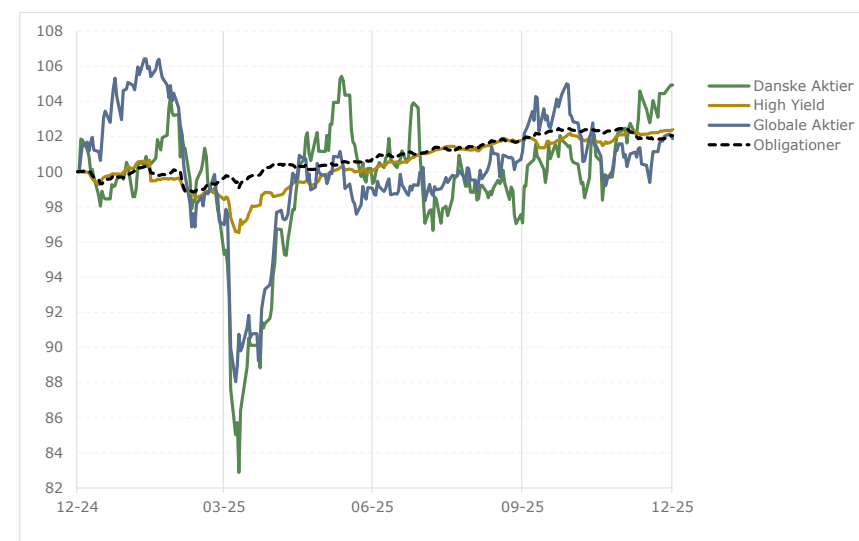
OECD forventer, at væksten i verdensøkonomien i 2026 bliver lavere end i 2025, men med forskydninger. Det er emerging markets-landene, der forventes at få de højeste vækstrater. USA's adfærd i den økonomiske verdensorden bidrager til mere protektionisme og er en faktor, der kan få negativ indflydelse på dollaren.

Inflationen i USA og i EU er over centralbankernes målsætning, men ventes at falde. Centralbankerne har derfor et pragmatisk syn på inflationen og pengepolitikken bliver næppe strammere i 2026. Obligationer har været et stabiliserende element i porteføljerne i 2025. Det bliver de formentlig også i 2026, ligesom kreditobligationerne, hvis de relativt positive vækstforventninger i økonomien indfries – og hvis geopolitik og handelspolitik mv. ikke sætter sig i kursdannelsen.

Den amerikanske dollar er blevet svækket kraftigt i 2025, hvilket har reduceret afkastet på de amerikanske værdipapirer opgjort i danske kroner. Dollaren er således faldet overfor euroen med knap 12% i 2025. Opgjort i danske kroner er S&P500-indekset dermed kun steget med 4,1% og tager man Magnificent 7-aktierne ud af opgørelsen har afkastet på de resterende 493-selskaber kun været 1,5%. Til sammenligning steg det danske OMXC25-indekst med 2,7% i 2025.

Svækkelsen af dollaren skyldes flere forhold, men nok især udviklingen i den amerikanske statsgæld, der vokser støt i takt med et fortsat stort underskud på de offentlige finanser. En stadig større andel af statsbudgettet skal bruges til at betale renter på den voksende gæld. Dette blev nævnt som en risikofaktor ved indgangen til 2025 - og er det også ved indgangen til 2026. I løbet af de første måneder af 2026 ventes præsident Trump at udnævne en afløser til centralbankdirektør Jerome Powell, hvis ansættelseskontrakt udløber til maj. Centralbankens politiske uafhængighed har historisk været central for tilliden til den amerikanske pengepolitik. I øjeblikket synes investorerne dog ikke at være specielt bekymret over, om den fremtidige pengepolitik bliver for politisk, men udviklingen skal følges tæt. Man skal i denne sammenhæng være opmærksom på, at FED trods den politiske uafhængighed historisk set har ført en relativt pragmatisk pengepolitik, hvor det ikke kun er inflationen, men også udviklingen på arbejdsmarkedet, der har været i fokus.

### KURSUDVIKLING: KREDIT, OBLIGATIONER OG AKTIER



## MAKROØKONOMISKE FORHOLD

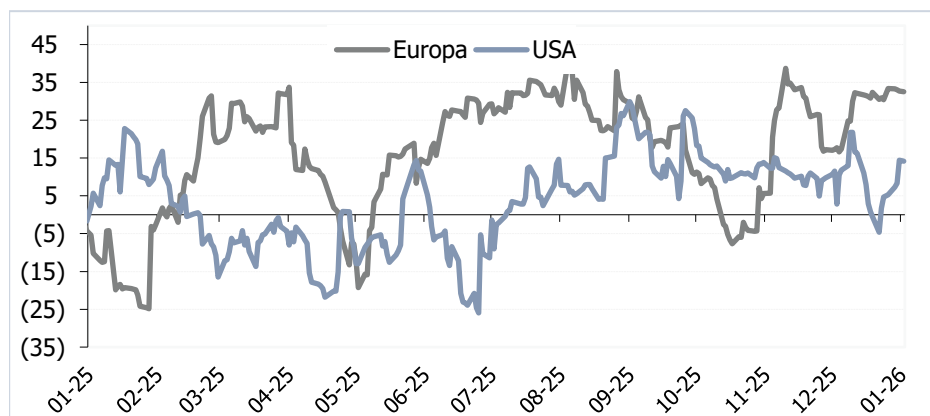
### AI-INVESTERINGER OG OPRUSTNING HAR HOLDT GANG I VÆKSTEN. USA HAR ET K-FORMET OPSVING

USA oplever aktuelt et K-formet opsving, hvor den makroøkonomiske vækst drives af investeringer i kunstig intelligens og relateret infrastruktur. Store virksomheder øger investeringerne markant inden for især datacentre, chips og software. Omvendt oplever mere traditionelle, forbrugsrelaterede sektorer afdæmpet vækst som følge af høje renter, svækket realindkomst og mere forsigtige husholdninger. Resultatet er en ujævn økonomisk udvikling, hvor investeringer trækker BNP, mens privatforbruget bidrager relativt beskedent. Det er de forbrugsrelaterede sektorer, der er ramt af de højere toldsatser. I løbet af året har økonomer påpeget, at de amerikanske toldbarrierer er en "game changer" for verdensøkonomien. Havde det ikke været for AI-investeringerne, så ville risikoen for, at den amerikanske økonomi går i recession sandsynligvis blive tillagt en ikke ubetydelig sandsynlighed. Momentum i væksten i USA er dog nu så nedadgående, at den amerikanske præsident Trump vil øge fokus på tiltag, der understøtter forbrugsvæksten med henblik på ikke at lide et nederlag ved midtvejsvalget i november 2026. Men en recession er ikke et scenarie, der lige nu bliver tillagt særlig sandsynlighed.

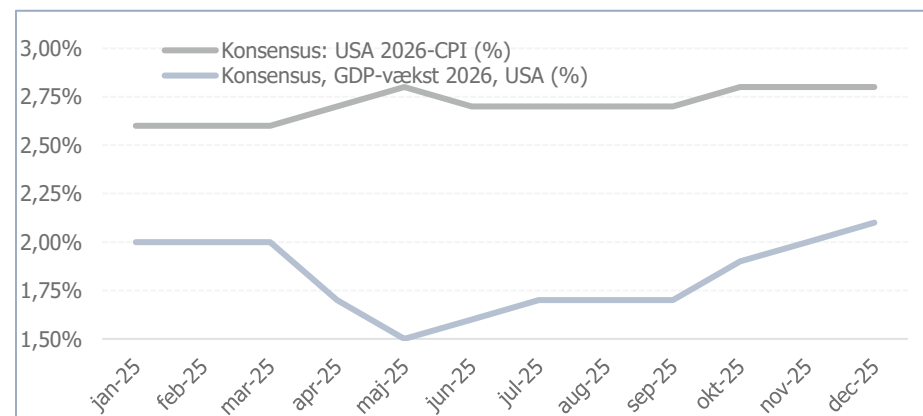
I Europa er AI-teknologien endnu kun en omkostning. Europa har ingen alternativer og er nødt til at implementere teknologien fra de amerikanske virksomheder. Væksten i Europa er stabil men får dog gavn af, at der er blevet skruet markant op for forsvarsbudgetterne. På kort sigt bidrager oprustningen til den økonomiske vækst i Europa, men især i de lande, der har en udbygget forsvarsindustri. Dvs. Frankrig, Tyskland, Storbritannien og Italien. Hastigheden i oprustningen betyder dog, at meget forsvarsmateriel og -teknologi skal importeres. Så trods europæiske ambitioner om forankring af produktionen og forsvarsteknologien i Europa, får USA stor gavn af den europæiske oprustning. I den sammenhæng er det interessant at bemærke, at omkostningerne til Europas samlede militære oprustning i 2026 er lavere end "hyperscalernes" samlede investeringer i datacentre i 2026.

De nye amerikanske toldsatser og generelt mere protektionistiske politik er stadig en makroøkonomisk bekymring. Der forhandles stadig bilateralt, hvor toldsatserne justeres. Lige nu er den effektive told beregnet af OECD til 14,5%, hvilket er et fald på 5%-point på kun tre måneder. Det er stadigvæk en told, der kan mærkes hos virksomhederne og/eller forbrugerne, men dog langt mindre end frygtet efter "liberation day" i april. Samlet set må det konstateres, at den økonomiske vækst de seneste to år har udviklet sig markant mere robust end de økonomiske forventninger. Som beskrevet primært pga. AI-investeringerne, men også fordi Europa i 2025 besluttede sig for en markant forsvarsmæssig oprustning.

### ECONOMIC SURPRISE INDEX (KILDE: CITIGROUP)



### USA: FORVENTNINGER TIL VÆKST OG INFLATION (CONSENSUS FORECAST)



## DANSKE OBLIGATIONER

### RENTEUDVIKLINGEN: LET STIGENDE LANGE RENTER, STABILE KORTE RENTER

Renteudviklingen på danske obligationer har i 2025 været præget af et rentefald i den korte ende og stigende lange renter. Den udvikling fortsatte i årets sidste kvartal. Den europæiske centralbank og Nationalbanken holdt styringsrenterne i ro, da inflationen er tæt ved centralbankens 2%-målsætning. De korte obligationsrenter har været forankret heri samt i forventningen om en uændret pengepolitik. Ved udgangen af 2025 var renten på den 2-årige danske statsobligation 1,85% og renten på den 10-årige danske statsobligation var ultimo steget til 2,8% vs. 2,1% ved indgangen til 2025. Stigningen skyldes primært et øget udbud af statsobligationer, idet de europæiske lande har stigende underskud på de offentlige finanser, hvor bl.a. udgifterne til oprustningen af Forsvaret vokser. Renten på indskudsbeviser i Nationalbanken er på 1,6%, hvilket er uforandret rente i 4. kvartal. ECB's rente er til sammenligning på 2%. At de danske renter er under renteniveauet i eurozonen, vidner om styrken af den danske økonomi.

I USA sænkede centralbanken Federal Reserve hen imod slutningen af året styringsrenten ad to omgange á 0,25% til 3,5%. Ved udgangen af året var renten på de amerikanske statsobligationer på 3,5% for de 2-årige og på 4,2% for de 10-årige. Investorerne er ikke helt så overbeviste om, at der er styr på inflationsudviklingen i USA. Den seneste opgørelse af udviklingen i forbrugerpriserne viser, at de i november var steget 2,7% i forhold til for et år siden. Der har været og er et politisk pres fra præsident Trump på den amerikanske centralbank om at sætte styringsrenterne ned. Nedlukningen af det amerikanske statsapparat i efteråret betød dog, at der mangler økonomiske nøgletal, som centralbanken kan forholde sig til. Centralbankdirektør Jerome Powells embedsperiode udløber i 2026 og præsident Trump ventes snart at udpege en ny direktør, der formentlig har en tæt tilknytning til den politiske administration. Det har fået økonomer til at betvivle centralbankens politiske uafhængighed, der ellers siden 1980'erne har været et centralt element i FEDs troværdighed.

### REALKREDIT: SOLIDE AFKAST PÅ REALKREDITOBLIGATIONER

Danske realkreditobligationer har givet et pænt, positivt afkast i 2025. Et relativt stabilt rentemiljø, begrænset konverteringsaktivitet og generelt højere prisfastsættelse har specielt understøttet de højtforrentede realkreditobligationer gennem året. F.eks. har obligationerne med kuponrenter på 4% og 5% givet et afkast i niveauet 4 til 5%. I den modsatte ende finder vi lange statsobligationer og lavkupon-realkreditobligationer, hvor afkastet har været negativt påvirket af de let stigende lange renter. Især i 4. kvartal har der som nævnt været stigende lange renter, og de lange konverterbare obligationer har derfor haft det vanskeligt. De korte og variabelt forrentede obligationer lå i ly for rentestigningerne.

### PORTEFØLJEN: VI FASTHOLDER "CARRY"-PORTEFØLJE

I 4. kvartal har investeringsstrategien været fokuseret på en obligationsportefølje med relativt høj direkte rente. Porteføljen omfatter blandt andet korte variabelt forrentede obligationer som fortsat vurderes attraktive grundet deres lave renterisiko. Derudover er eksponeringen mod de 20-årige fastforrentede realkreditobligationer med 4% og 5% kupon blevet fastholdt. Det let stigende rentemiljø i 4. kvartal har mildnet konverteringspresset på 4%- og 5%-serierne, hvilket har skabt et gunstigt miljø for yderligere opkøb i 4%-segmentet.

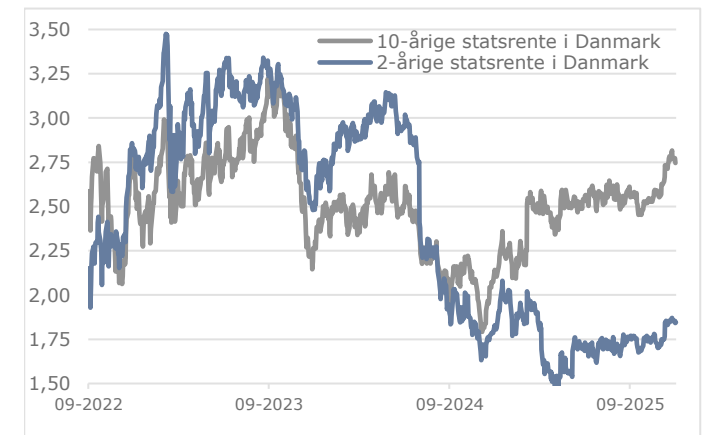
### FORVENTNINGER TIL RENTEMARKEDERNE

De korte obligationsrenter ventes at forblive forankret i centralbankernes styringsrenter. Konsensus er, at der i de kommende måneder ikke ændres på renterne i Europa, men det er som bekendt udviklingen i inflationen, der afgør retningen. Lige nu er der forventninger om relativt stabil inflationsudvikling, men servicedelen er dog stadig over 3%.

Nationalbanken følger som udgangspunkt ECB men en ensidig dansk renteændring kan snart komme, da kronekursen, EUR/DKK, aktuelt er på et svagt niveau, hvor Nationalbanken tidligere har hævet renten.

Udviklingen i de lange renter er pt. negativt påvirket af et forventet stort udbud af statsobligationer. Der er pt. ikke forventninger om, at de lange renter bliver lavere i de kommende kvartaler.

### RENTEUDVIKLINGEN I DANMARK



## ERHVERVSOBLIGATIONER

### 2025 BLEV ET GODT ÅR FOR HIGH YIELD ERHVERVSOBLIGATIONER

High Yield-erhvervsobligationer gav i 4. kvartal et afkast i niveauet 1%. Siden 2022, hvor der generelt var rentestigninger, har high yield-obligationerne dermed givet positive afkast. Udviklingen skyldes en kombination af et attraktivt direkte renteafkast, relativt stabilt renteniveau, positiv økonomisk vækst, der overordnet set har været med til at styrke de obligationsudstedende virksomheder og endelig, at antallet af konkurser fortsat er lavt. Sidstnævnte er per definition en del af afkastkomponenten i high yield-segmentet, hvor udstederne kreditmæssigt tilhører kategorien *speculative grade*.

Misligholdelsesraten i 2025 ender på omkring 3,6%, hvilket er et lavt niveau. Det er især i USA, at antallet af konkurser og betalingsstandsninger er lave. I Europa er der tre store virksomheder, der ødelægger statistikken: Forsyningsselskabet Thames Water, teleselskabet Altice France og glasemballageproducenten Ardagh Group. Det skal bemærkes, at konkurser udgør en relativ lille andel af misligholdelserne. Hovedparten af misligholdelserne på high yield obligationer kan henføres til gældsrestruktureringer, hvor de bestående obligationer enten er blevet konverteret til aktier eller konverteret til andre obligationer med en længere løbetid, ændrede rentevilkår, en mere efterstillet status i prioritetsrækkefølgen o.l. De tre nævnte selskaber gør, at misligholdelsesraten i Europa blev godt 9% i 2025.

De højeste high yield-afkast har været på de amerikanske udstedelser, hvor 2025-afkast var i niveauet 5% efter valutakursafdækning af US dollar til danske kroner. Årsagen er Kombinationen af renteniveau, renteutvikling indsnævring af kreditspænd og lav misligholdelsesrate. På trods af et stort og voksende budgetunderskud og en stadig lidt for høj inflation har det amerikanske statsobligationsmarked været præget af faldende renter gennem året. Rentefaldet har været størst i den korte ende af rentekurven, hvor de 2-årige statsrenter i løbet af 2025 er faldet godt 70 bp til 3,5% ved udgangen af december. De tilsvarende 10-årige renter faldt med godt 30 bp til 4,2%.

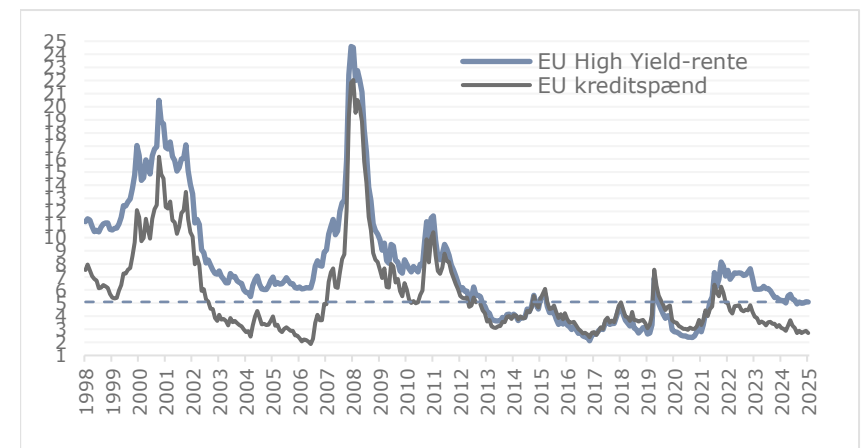
I Europa har de lange statsrenter været stigende, mens de korte renter har været tæt ved uforandret. De 10-årige europæiske statsrenter lå ved udgangen af året på 2,9%, hvilket er en stigning på 50 bp i løbet af året, mens de 2-årige sluttede året i 2,1%, stort set samme niveau som ved årets start. Udviklingen med stigende lange renter i Europa er blandt andet en forventning blandt investorerne om øget udstedelse af lange statsobligationer til finansiering af forøgede forsvars-, klima- og infrastrukturinvesteringer.

Kreditspændene: Set over året som helhed blev high yield-kreditspændet i Europa indsnævret med 40 bp til 265 bp ved udgangen af december, mens det tilsvarende amerikanske spænd stort set sluttede året uforandret på 281 bp. I USA var det dermed primært det generelle rentefald, der skabte det positive afkast i 2025, mens det i Europa primært var kreditspændsindsnævringen, der var den primære *driver*. I absolutte termer er den gennemsnitlige udstedelsesrente for virksomhederne i high yield-segmentet faldet fra 7,3% primo året til 6,6% i USA og fra 5,2% til 5% i Europa.

### LAVE KREDITSPÆND BEGRÆNSER AFKASTPOTENTIALET

Udviklingen på markedet for high yield-erhvervsobligationer har været overraskende stabil de senere år, da den makroøkonomiske udvikling har været mere robust end forventet. Den geopolitiske usikkerhed i almindelighed og den amerikanske handelspolitik i særdeleshed er stadig en risikofaktor for aktivklassen. Specielt fordi kreditspændene er indsnævret til et relativt lavt niveau. Dvs. merrenten i forhold til almindelige danske realkreditobligationer, der vel at mærke kreditmæssigt er den højere kategori *investment grade* og ikke *speculative grade*, er relativt lav. Faktisk så lav, at spændene nu er på det lave niveau forud for finanskrisen i 2008 – uden sammenligning i øvrigt, men det giver anledning til en professionel bekymring. Det positive, som investorerne pt. holder fast i er, at virksomhedernes finansielle situation generelt set er solid. Virksomhederne er ikke kraftigt forgældede og rentebetalingerne ikke bekymrende store set i historisk perspektiv, og niveauet har endda været pænt faldende siden inflationskrisen i 2022 og 2023. Spørgsmålet er, om risikopræmien er høj nok til at stå imod de eksogene chok, der fra tid til anden rammer kursdannelsen.

### EU HIGH YIELD-RENTE OG KREDITSPÆND



AKTIER

FORVENTNINGER OM PRODUKTIVITETSDREVET OPSVING DRIVER AKTIEKURSERNE

De globale aktieinvestorer indregner positive udsigter for produktivitetsgevinsterne af de senere års massive investeringer i Kunstig Intelligens, AI. Investeringerne har de senere år givet store kursstigninger for chip-producenterne og andre leverandører til datacentre. I 4. kvartal spredte der sig dog en bekymring hos investorerne, om hvordan udbyderne af datacentrene vil finansiere de fortsat stigende investeringer. En del af væksten i disse kapitaltunge investeringer er gået fra at være selvfinansierede til at være lånefinansierede. Bekymringen er, at visse af AI-selskaberne er blevet indbyrdes afhængige, dvs. de er hinandens kunder og leverandører. Det er med til at sløre gennemsigtigheden og øger risikoen for, at der en indbyrdes, kreditskabt efterspørgsel. Sektormæssigt tabte de AI-relaterede aktier derfor lidt terræn i årets sidste måneder, men for 2025 som helhed, så var det sektorerne IT og Kommunikation, der steg mest.

Den positive udvikling indenfor opbygningen af kapacitet til håndteringen af AI-implementeringen slører for den økonomiske udvikling i den øvrige del af USA's økonomi. Kort efter "Liberation Day", den 2. april, var der en stigende aktivitet hos virksomhederne, der fremrykkede importen inden de nye toldsatser trådte i kraft. Siden april er de høje toldsatser dog blevet modereret markant, men OECD vurderer pt., at den amerikanske told i gennemsnit nu er 14,5% på importen af varer. Effekten af den højere told slår nu igennem på de forbrugsrelaterede sektorer.

I tabellen nedenfor er vist regionale aktieindeks. Det ses, at der er en stor forskel på afkastet på amerikanske aktier, om det opgøres i danske kroner eller i US-dollar. For 2025 som helhed steg de amerikanske S&P500-aktier opgjort i danske kroner med +4,1%. Men ser man bort fra MAG7-selskaberne steg de øvrige 493 selskaber i indekset kun med 1,5% opgjort i danske kroner. De europæiske aktier gav de højeste afkast, da investorerne i vid udstrækning har indregnet de positive effekter af oprustningen af Forsvaret. Sektoren Finans var dog den bedste performende sektor i Europa. Investorerne hævdede værdiansættelsen, da Finanssektoren nu igen har indtjeningsfremgang på bl.a. attraktive rentemarginaler og lavt niveau af hensættelser. Målt på klassiske værdiansættelsesparametre handles Finanssektoren dog nu til højeste niveau siden før finanskrisen.

Danske aktier fik en fin afslutning på året, men for året som helhed har danske aktier igen været en skuffelse, da selskabsspecifikke udfordringer gjorde danske aktier mindre attraktive for internationale investorer. Dels fordi mange danske selskaber har eksponering til USA, hvor health care og vedvarende energi ikke er populære sektorer hos præsident Trump. Dels fordi der i Danmark ikke er børsnoterede selskaber indenfor Forsvar og AI-teknologi.

|             | Danmark     |               | Norden      | Europa       | Verden ESG  | EM           | Japan        | USA         |             | S&P500 i USD |
|-------------|-------------|---------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
|             | OMXC25      | Totalindekset |             |              |             |              |              | S&P500      | "S&P493"    |              |
| Q4'25       | 12,0%       | 9,8%          | 6,9%        | 6,5%         | 3,4%        | 5,0%         | 6,0%         | 2,9%        | 2,0%        | 2,3%         |
| <b>2025</b> | <b>2,7%</b> | <b>9,8%</b>   | <b>6,6%</b> | <b>19,6%</b> | <b>9,6%</b> | <b>18,0%</b> | <b>14,5%</b> | <b>4,1%</b> | <b>1,5%</b> | <b>16,4%</b> |

Note: KAXCTR-indeks for DK, MSCI for Norden og Europa og Emerging Markets, S&P 500 for USA, NKY for Japan, og Dow Jones Sustainable World for Verden ESG. Alle i DKK

FORVENTNINGER: FORTSAT STÆRK TREND

Fremgang i verdensøkonomien og forventninger om stigende indtjening i virksomhederne giver basis for relativt positive forventninger til aktiemarkedene i 2026. Både i USA og i Europa er finanspolitikken lempelig, og pengepolitikken i USA lempes formentligt yderligere i 2026. Det plejer ikke at være negativt for aktiemarkedene.

Der kommer dog nok i løbet af 2026 yderligere fokus på, hvilke effekter AI-investeringerne får på produktiviteten i samfundet generelt. Selv om der i 2026 fortsat vil være et højt niveau af investeringer i kunstig intelligens, robot-, bio- og nanoteknologi, er der også fokus på værdiansættelsen af selskaberne. Det gav en lille korrektion i de mest hypede sektorer i slutningen af 2025.

Koncentrationen af MAG7-selskaberne i de globale aktieindeks sammenholdt med den forventede indtjening betyder, at der er fokus på risiciene. F.eks. hvad der kan afspore de store investeringsplaner i udbygningen af datacentrene, lige fra kapacitetsproblemer til prispres på chips og cloud, øget regulering af AI eller geopolitiske komplikationer i AI-forsyningskæderne eller finansieringen. Det vil forstærke de korrektioner, der måtte komme. Men pt. accepterer investorerne overordnet set værdiansættelserne og har fokus på det langsigtede vækstpotentiale. Det er lige nu indregnet en årlig indtjeningsfremgang på +20% i næste tre år i MAG7-selskaberne.

De allerede indregnede positive forventninger, koncentrationsrisici og AI-hypen gør, at en eksponering i aktieporteføljerne mod de mere klassiske og defensive sektorer som dele af health care-sektoren også anbefales for allokeringen i 2026.

Pt. tillægges den øgede geopolitiske risiko ikke særlig stor sandsynlighed hos investorerne. De bliver som regel først bekymrede, hvis der kommer uorden i de globale forsyningskæder.

## AKTIVALLOKERING

### AI OG FORSVAR DRIVER VÆKSTEN, MEN VÆRDANSÆTTELSEN KALDER PÅ FORSIGTIGHED

2026 indledes med optimisme, mens der er sen-cykliske tegn i det økonomiske vækstforløb i USA. Det er især investeringer i Kunstig Intelligens, AI, dvs. datacentre mv., der driver væksten i USA. I Europa er det den militære oprustning af forsvaret, der driver væksten. I alle de store økonomiske regioner i verdens, dvs. også i Kina, er finanspolitikken lempelig.

Inflationen har centralbankerne et pragmatisk forhold til. Officielt er målsætningen i både USA og i Eurozonen en inflation på 2%, men begge centralbanker accepterer højere inflation med henvisning til den økonomiske udvikling. En svækkelse af arbejdsmarkedet i USA betyder, at Federal Reserve forventes at lempe yderligere i 2026. Det får dog nok primært effekt på de korte obligationsrenter, da de lange obligationsrenter mere er påvirket af inflationsforventninger og udstedelsesaktivitet.

I de private husholdninger udvikler forbrug og investeringer sig sløjt. Det gælder både i USA og i Europa. Det gør, at risikoscenariet om en recession tillægges en sandsynlighed større end 0%. Sådan var det i 2025 og fortsat her ved indgang til det nye år.

Koncentrationsrisikoen i de amerikanske aktier, hvor AI-aktierne nu udgør en tredjedel af S&P500-indekset og +20% af de globale aktier betyder, at amerikanske og globale aktier som aktivklasser er mere risikable. Vi kan naturligvis ikke forudsige fremtiden, men vi kan vurdere de faktorer, der driver kursdannelsen. Over længere tid er den vigtigste faktor for aktiekurserne udviklingen i virksomhedernes indtjening. For 2026 er forventningerne relativt optimistiske. På kort sigt som i 2025 kan stigende værdiansættelse, der implicit er lig med lavere afkastkrav, også få aktiekurserne til at stige.

Forskellen på 2026 og 2025 er især, at kurserne og værdiansættelser på langt de fleste aktivklasser er steget, hvilket dels reducerer afkastpotentialet og dels øger risikoen for større kurskorrektioner, når eller hvis der kommer skuffelser i forventningsdannelsen. Den amerikanske dollar er i strukturel modvind som følge af den geopolitiske udvikling. Så selv om indtjeningsforventningerne for amerikanske aktier igen i 2026 er højere end for Europa, så er dollarrisikoen igen en faktor, der kan få betydelig indflydelse på afkastudviklingen.

Allokeringsmæssigt fastholdes der en lille overvægt af risiko i forhold til de investeringsmæssige rammer. Indsnævringen af kreditspændene på high yield-obligationer maner til forsigtighed til aktivklassen, hvor merrenten dog stadig er relativt attraktiv til danske stats- og realkreditobligationer. I obligationsporteføljen holdes varigheden tæt på neutral pga. det relativt lave renteniveau.