

CAP Focus

Fokus på Aktivklasser

10. September 2026

Markedstema: Hvornår slår forbrugernes dårlige humør igennem på verdensøkonomien? (s.2-6)

Hvis den svage forbrugertillid fortsætter, vil verdensøkonomien sandsynligvis afdæmpe kraftigt. Beskæftigelsesvækst kan løse mange ting, og mange tror/håber på, at A.I revolutionen skaber og ikke fjerner jobs i de kommende år. Men der findes et sandsynligt 'Plat' scenarie, hvor renter og inflation forbliver forhøjet, og hvor A.I revolutionen tager tid, mens håb om ny indkomstvækst for de brede befolkninger ikke materialiserer sig. Aktiemarkedet vil i den situation ikke kunne ignorere lavvækst for den største BNP komponent Privatforbrug. I denne sidste artikel i vores Plat & Krone føljeton konsulterer vi vores Macro Climate Matrix og udpeger stærke og svage punkter i det aktuelle makroklima. Privatforbrug er og bliver en hovedbekymring og spiller derfor en hovedrolle i et negativt 'Plat' scenarie for investeringsafkast frem mod 2027.

Aktivklasser. Performance&Anbefalinger (s.7-8)

Et typisk dansk 60/40 portefølje er den seneste måned faldet med -0.6%. CAP's undervægt af Vækst aktier og US Aktier betaler sig igen, når disse sammenholdes med vores overvægt af både Danske aktier, Low Vol & Value Aktier. Vores overvægt af Europe (EUR baseret) bidrager lidt negativt på måneden efter en ellers god tre-måneders periode. Bland de regionale segmenter er top-performeren på 1 måneds sigt EM aktier (Neutral). Obligations-segmenterne har det generelt svært, men HY obligationer er her top-performer med et fald på kun -0.4% (Neutral). Duration (Neutral) er modsat det svagest performende segment på både 1&3 mdr. Alternative Assets – listet er igen i denne måned den aktiv-gruppe, der giver det mest negative afkast med -3.6% (Undervægt).

Grafik 12 mdr. : Aktivklasser, Faktorer og Risiko (s.9-13)

Markedstema: **Plat eller Krone?**

Hvornår slår forbrugernes dårlige humør
igennem på verdensøkonomien?

Link til 'Plat eller Krone' artikler:

<https://c-a-p.dk/cap-focus-allocation-in-equities-heads-or-tails-aug-17-2026/>

<https://c-a-p.dk/cap-focus-are-us-valuations-too-high-aug-26-2026/>

<https://c-a-p.dk/cap-fokus-aktie-allokering-plat-eller-krone-likviditet-3-sep-2026/>

Markedstema. Kort fortalt

Plat eller Krone. Hvornår slår forbrugernes dårlige humør igennem på verdensøkonomien?

I denne sidste artikel i vores Plat eller Krone serie, stiller vi skarpt på investeringsmarkedernes bagvedlæggende makro-tendenser. CAP benytter, det vi kalder *Macro Climate Matrix*. Matricen har otte indikatorer, som hver især har historik fra 1970 og frem til i dag. Ideen er, at den støtte finansmarkederne får fra makroøkonomi bør måles på et konsistent ensartet datasæt, ligesom når vi måler både aktiers valuation ved fx P/E, eller investeringsrisiko som periodisk standardafvigelse for afkastet.

Macro Climate Matrix - Indhold

CAP viser i **FIG 1 (s.4)**, hvilke faktorer vi benytter. Disse er:

1. Inflation (OECD forbrugerpriser og råvarepriser),
2. Global BNP trend (CAP defineret)
3. Global Industriproduktion (Manufacturing PMI),
4. Profitmargin (USA),
5. Output vs Potentiel Output (USA),
6. Likviditet (CAP defineret),
7. US Dollar (effektiv),
8. Forbrugertillid (OECD).

Fire makrofaktorer skiller sig ud

Som beskrivelsen af status for hver enkelt faktor på s.15 viser, så er der fire faktorer der i 2026 skiller sig kraftigt ud ift. deres historik siden 1970:

- Mest positivt for de finansielle markeder er de rekord **høje amerikanske profitmargin** (se **FIG 1.D**) . Kombinationen af hyper skalerbar ny teknologi og liberale regulative rammebetingelser for erhvervslivet vurderes her at gøre udslaget.
- På positiv-listen er også **adgang til likviditet**. Globale virksomheder oplever bedre likviditetsadgang i dag i gennemsnit siden 1970 (se **FIG 1.F**).
- På negativsiden finder vi - ikke overraskende - **OECD landenes inflation** (se **FIG 1.A**) som pt er klart mere negativt korreleret med aktiemarkedet end oplevet siden 1990'erne.
- Som negativ faktor er den **svage forbrugertillid** også at finde. Forbrugertilliden er svag i de fleste OECD lande, og har typisk en ganske høj positiv korrelation til globale aktier. I de seneste par år er denne sammenhæng dog forsvundet.

Investeringsdrevet global vækst anno 2026

Svaghed for privatforbrug understreger, at det opsving, der pt er helt dominerende for aktiemarkedet, er det investeringsboom som virksomheder og stater har igangsat. Investeringsopsvinget har endnu ikke fået hverken industriproduktion (se **FIG 1.C** PMI s.4) eller global BNP (se **FIG 1.B**) til at boome, for mens opsvinget er stærkt når det gælder datacenter-udbygning, energi-infrastruktur og forsvarsoprustning, så har det for BNP dominerende forbrugsøkonomi det som sagt ganske ringe.

Hvordan ender K-økonomien?

Et af de store makroøkonomiske spørgsmål i 2026-27 er, hvornår og om den såkaldte K-økonomi stopper med at sende divergerende impulser igennem verdensøkonomien, og hvornår konvergens og synkronisering (*Fortsat*)

påbegynder, og i så fald, hvordan det sker? US Virksomheder og formuende husholdninger oplever i disse år et rent bonanza i indtjening og afkast, mens normale husholdninger oplever stagnation. Kan AI revolutionen eksempelvis sprede sig til resten af husholdninger i form af nye godt betalte jobs i industrier, eller vil svag forbrugsøkonomi trække investeringer ned? Hos CAP har vi svært ved at forstille os, at husholdningerne kan få det meget ringere end de udtrykker i forbrugertillidsdata UDEN at de begynder at reagere med reelt fald i deres privatforbrug. Og hvis dette sker, så vil US økonomien stagnere med recession til følge. Modsat kan forbrugertillid naturligvis komme sig pga. bedre underliggende forhold. I **FIG 2 s.5** ser vi nærmer på, hvad der rør sig.

Hvad driver en ringe forbrugertillid?

I **FIG 2 s.5** har set på forbrugertillid i USA og de faktorer vi tror ligger bag det ringe humør hos US husholdningerne. Og her peger vi på tre forhold:

- For det første (**FIG 2.II**) er 50% højere benzinpriser end sidste sommer kan mærkes, for US husholdninger. Og er med til at begrænse forbruget af øvrige goder
- For det andet bliver kreditgivningen nu igen begrænset for husholdninger (**FIG 2.III**). Stigende kreditkorts gæld og højere renter holder bankerne fra at lempe lånevilkår for forbrugslån modsat det der ses for erhvervslån .
- For det tredje (se **FIG 2.IV**) så føler især de unge husholdninger et stort pres fra højere eje- og lejepriser. Realkredit renterne gør det så ovenikøbet dyrere for middelindkomst- husejere at servicere husgæld.

Indkomstvæksten er fortsat ganske stærk. Især efter skat.

Alle tre forhold er klare faresignaler som kun bliver 'overdøvet' af et arbejdsmarkedet, der trods beskeden jobvækst fortsat leverer lønvækst der stort set matcher inflationen.

FIG 3 s.6 viser her, at lønvæksten på det seneste er kommet under PCE inflationen. På grund af Trump's One Big Beautiful Bill Act øges personfradrag dog, således, at efter-skat indkomster fortsat holdes lige knapt over inflationen. Men hvad der sker når effekten fra skat stopper i 2027 er et rent 'Krone eller Plat' spørgsmål.

Plat eller Krone?

Noget er nødt til at give sig for at 2027 bliver et godt vækstår. Husholdningerne vil sandsynligvis reagere negativt, hvis den underliggende svage forbrugertillid fortsætter. Beskæftigelsesvækst kan løse mange ting og de fleste tror/håber på, at A.I revolutionen skaber og ikke fjerner jobs i de kommende år. Men der findes en sandsynligt 'Plat' scenarie, hvor renter og inflation forbliver forhøjet, og hvor A.I revolutionen tager tid, og hvor håb om ny vækst for de brede befolkninger ikke materialiserer sig. Aktiemarkedet vil i den situation ikke kunne ignorere lavvækst for den største BNP komponent. Fronterne er i hvert fald trukket skarpt op, og den makroøkonomiske usikkerhed er derfor høj. □

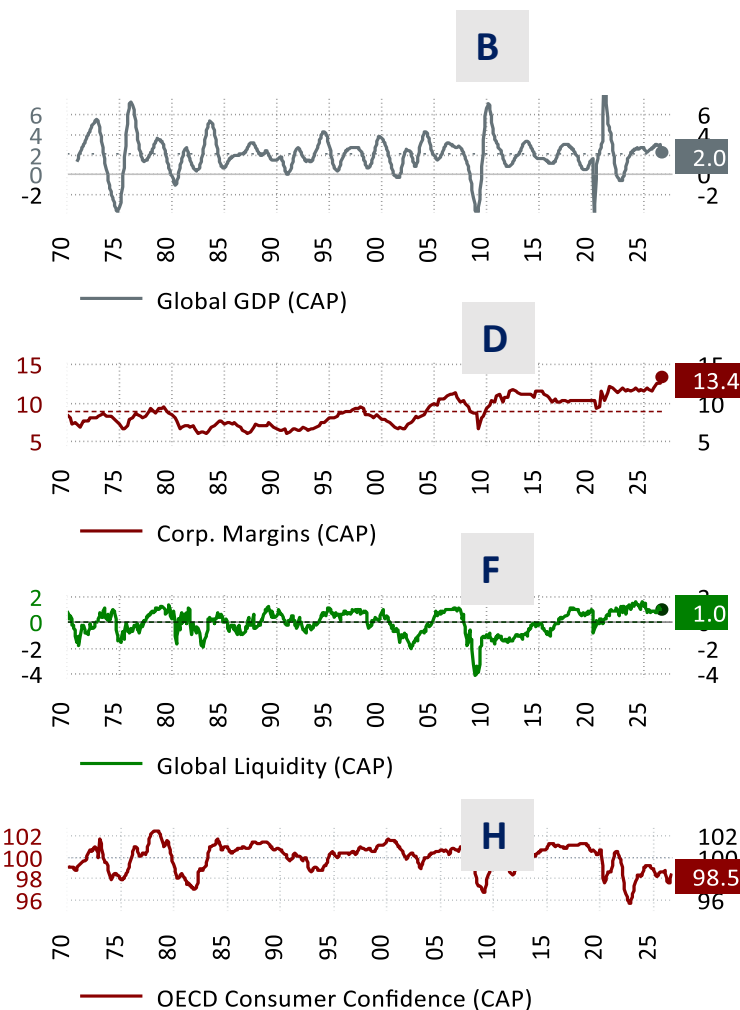
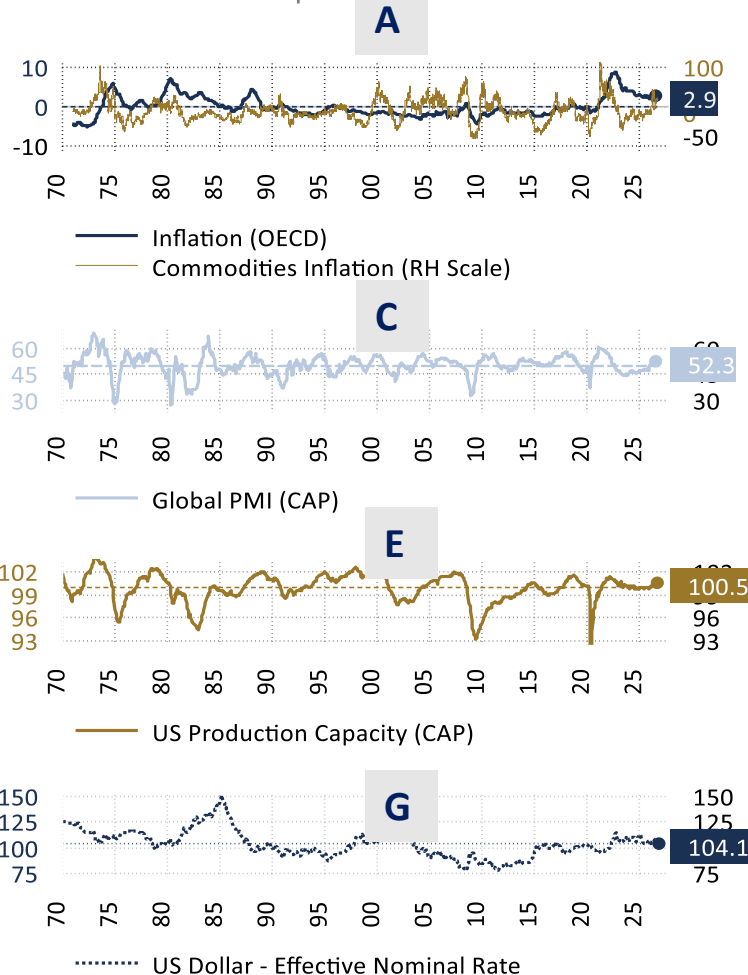
Markedstema. Kort fortalt

FIG 1

Det aktuelle makroklima er karakteriseret ved høje selskabsprofitter, rigelig likviditet, forhøjet inflation og ganske svag husholdningsøkonomi.

Macro Climate Matrix 1970 - 2026

Macro Factor Input



OECD Inflation på 4.1% er fortsat langt over niveauet fra 1990-2020. En højere råvarefølsomhed pga energiknaphed holder inflationen oppe.

Global industriproduktion er igen på vej op, drevet af infrastrukturudbygning

USA holder sig over potentielt output hvorfor ressourceknaphed begrænser den økonomiske realvækst mod i stedet for at drive flaskehals inflation højere.

US Dollar fastholdes i den stabile range den har fulgt siden midt-2010'erne

Global BNP har været stabil omkring 2% trend vækst siden 2023. I de seneste kvartaler dog med pil nedad pga svagere privatforbrugsvekst

US virksomhedsprofitter har overordnet aldrig været højere end nu drevet af hyper-skalerbar ny teknologi.

Global Likviditet har været over trend siden Corona og er ikke dæmpet trods højere renter fra og med 2022.

OECD forbrugere har ikke genvundet tilliden fra før 2022. Forhøjet inflation, høje huspriser og renter holder humøret lavt trods stabile arbejdsmarkeder.

Source: LSEG Datastream, C.A.P

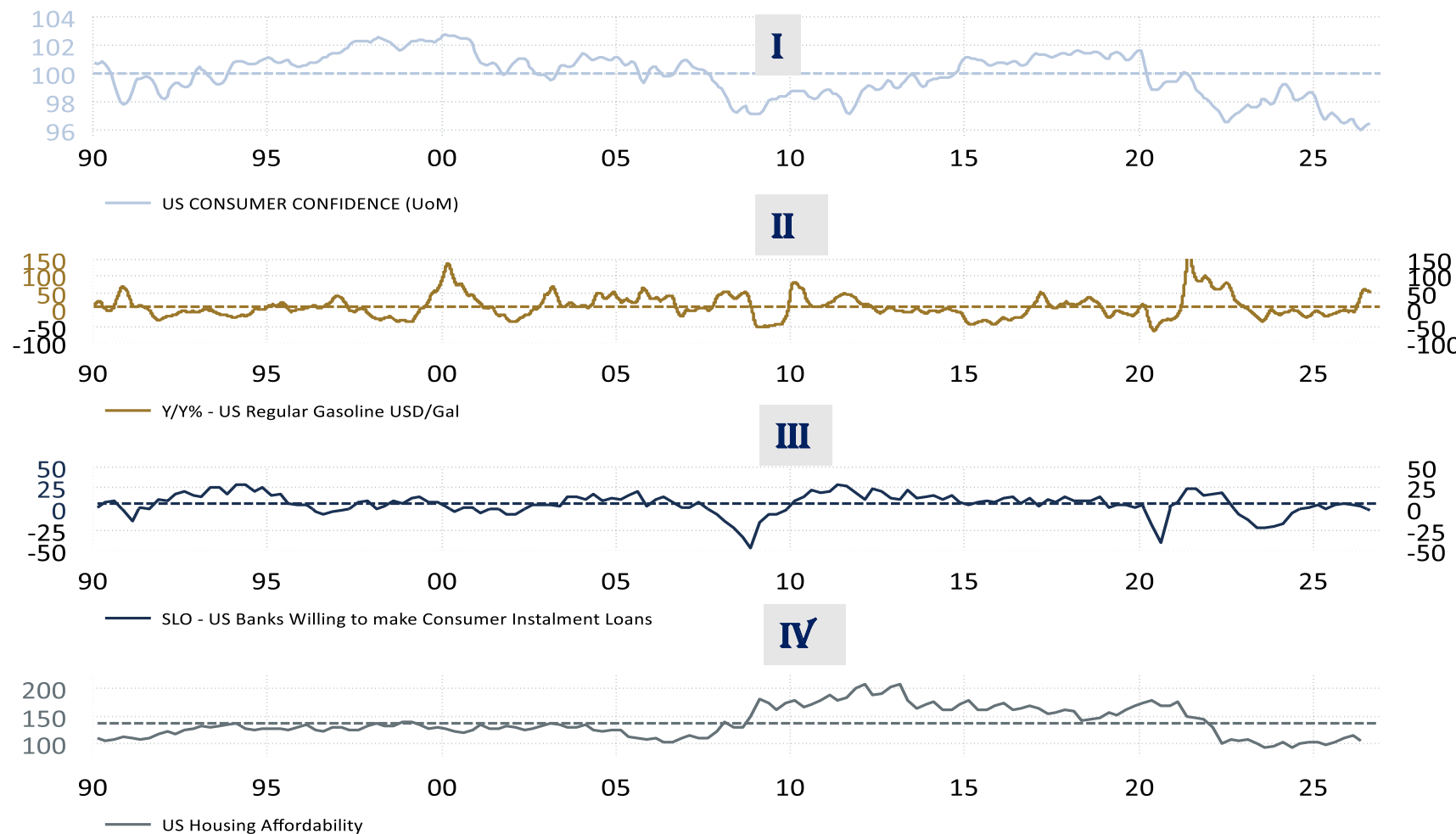
Markedstema. Kort fortalt

FIG 2

*Vil den svage amerikanske
husholdningsøkonomi bremse
USAs væksteventyr ?*

US Consumer Confidence

+ explanatory factors



Når forbrugere bliver spurgt til deres husholdnings-økonomi og deres forbrug af varige forbrugsgoder som fx elektronik og biler, så svarer de pt mere negativt end på noget tidspunkt i perioden siden 1990. Dette er et klart faresignal, som kun bliver 'overdøvet' fordi arbejdsmarkedet fortsat er ganske stærkt.

50% højere benzinpriser end sidste sommer kan mærkes, for US husholdninger. Og er med til at begrænse forbruget af øvrige goder.

Kreditgivning bliver nu igen begrænset for husholdninger. Stigende kreditkorts gæld og højere renter holder bankerne fra at lempe lånevilkår for forbrugslån modsat det der ses for erhvervslån.

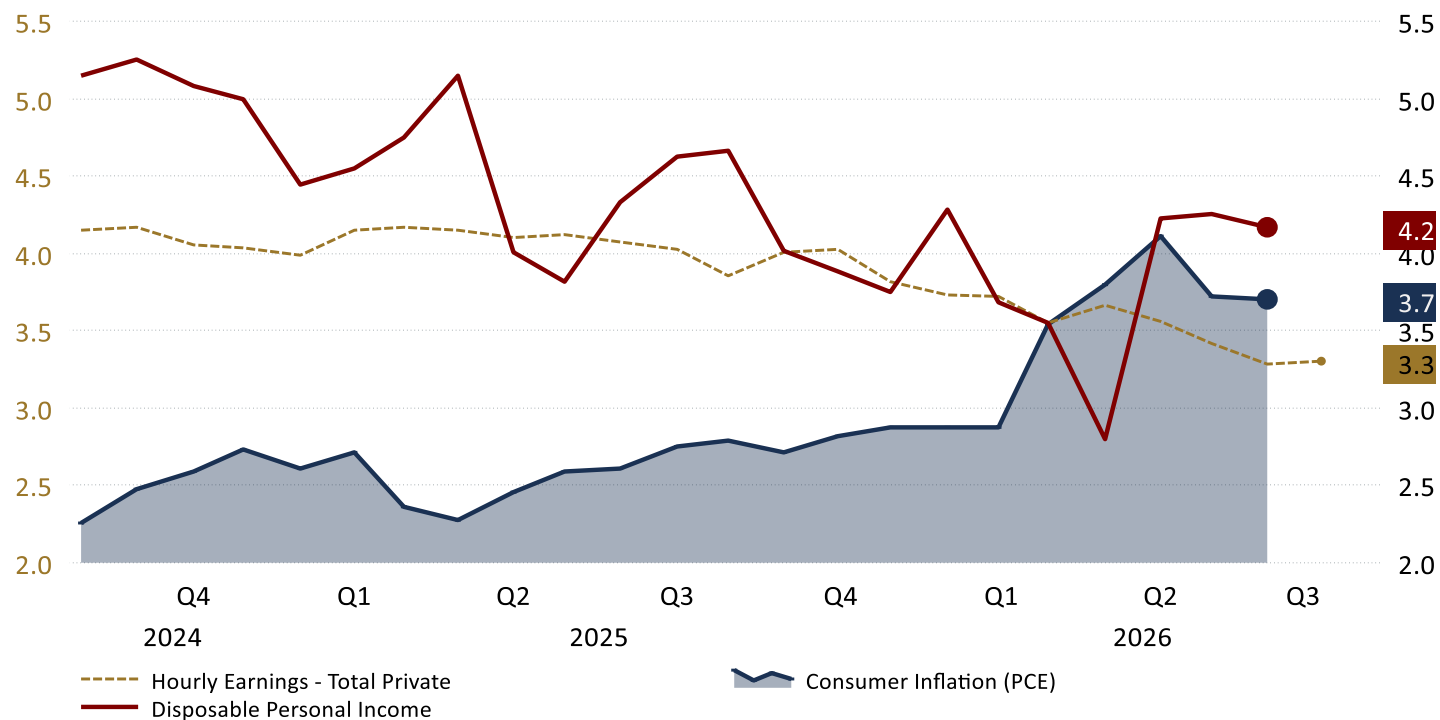
Unge husholdninger føler stort pres fra højere eje- og lejepriser. Renterne gør det også dyrere for husejere at servicere husgæld.

Markedstema. Kort fortalt

FIG 3

US Personal Income & Inflation

Y/Y%



Source: LSEG Datastream, C.A.P

Underliggende svag US husholdingsøkonomi bliver i 2026 reddet af skattenedsættelser.

Den højere US inflation betyder nu, at husholdningerne oplever fald i reallønnen før skat. Men pga Trump's One Big Beautiful Bill Act løft i forskellige person fradrag, så hoppede væksten i de disponible indkomster til 4.2%. US husholdninger oplever derfor fortsat fremgang i deres reelle købekraft trods fald i lønvækst og stigning i inflation.

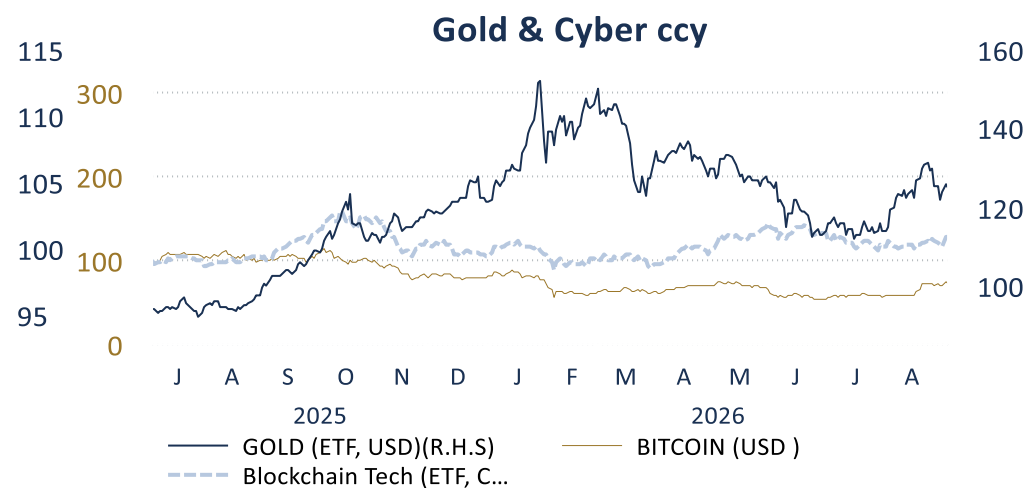
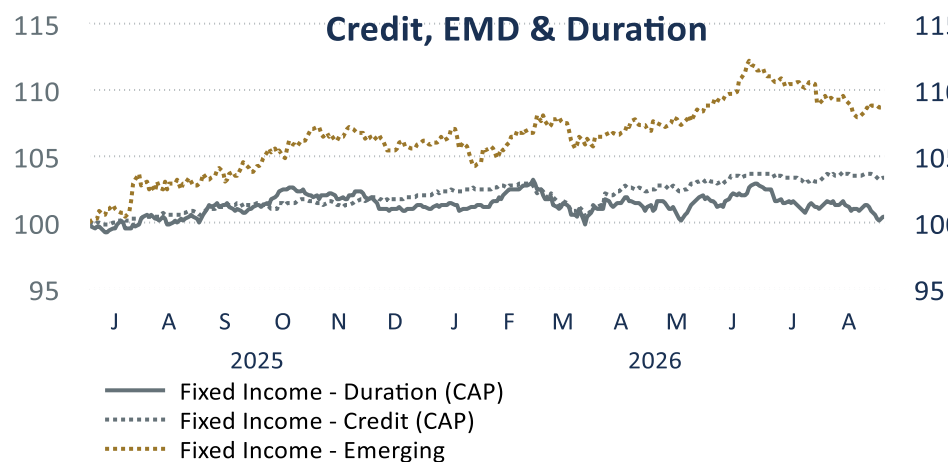
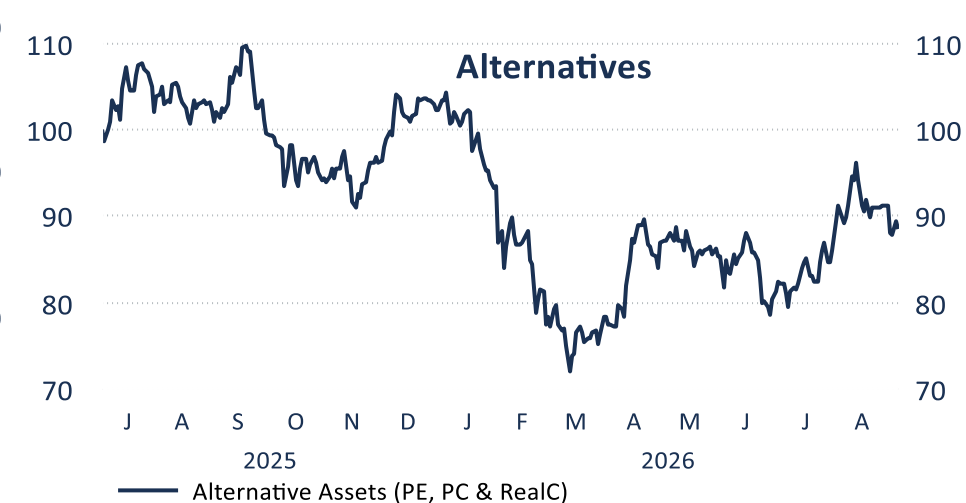
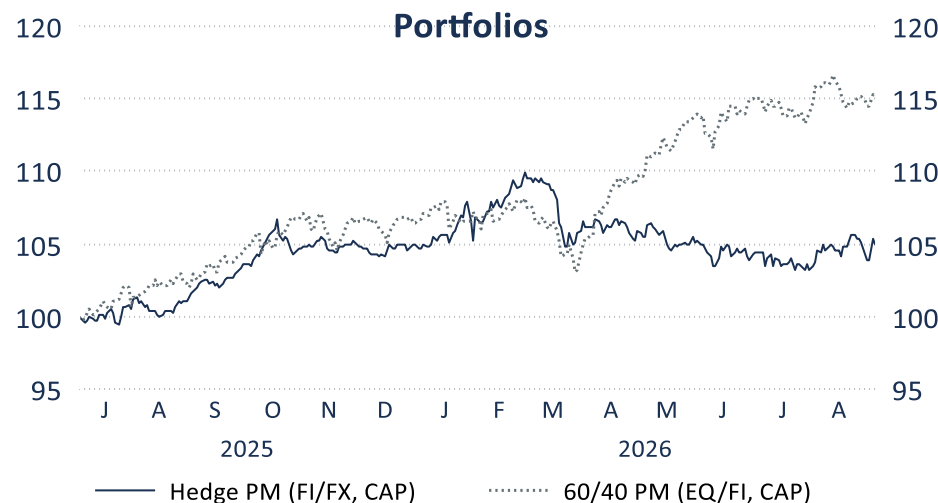
Aktivklasse Performance & CAP Positioner

Aktivklasse Performance & CAP positioner

Investment Styles & Themes	-1w	-1m	-3m	YTD	-12m	CAP Position
Danske Aktier	-0.3%	5.0%	9.6%	10.7%	19.5%	Overweight
Emerging Markets (EUR) (EQ)	0.3%	3.9%	-1.0%	26.3%	40.1%	Neutral
Value (EQ, CAP)	2.2%	3.2%	4.2%	42.2%	60.1%	Overweight
Hedge (FI/FX, CAP)	-0.1%	1.2%	0.0%	0.0%	3.2%	Overweight
Low Vol (EQ, CAP)	-0.5%	1.0%	5.5%	9.3%	10.0%	Overweight
Size (EQ, CAP)	-0.5%	0.2%	3.5%	13.2%	18.7%	Neutral
USA (EQ, USD)	0.1%	-0.1%	2.1%	13.7%	20.1%	Underweight
MSCI World Equal Weight (EUR)	-0.4%	-0.2%	4.3%	12.2%	14.9%	Overweight
HY Credit (Global)	-0.3%	-0.4%	0.2%	0.9%	2.4%	Neutral
Globale Aktier (EUR)	0.1%	-0.4%	3.0%	15.1%	21.2%	Underweight
60/40 (EQ & FI(DK), CAP)	-0.1%	-0.6%	1.2%	8.2%	11.8%	
US Dollar	-0.2%	-0.7%	0.0%	1.1%	0.3%	Underweight
IG Credit (Euroz)	-0.3%	-0.7%	-0.5%	0.0%	0.7%	Overweight
EMD	-0.2%	-0.8%	-0.2%	2.4%	4.9%	Neutral
Europe (EQ, EUR)	-0.8%	-0.9%	4.5%	12.6%	21.8%	Overweight
USA (EQ, EUR)	0.2%	-0.9%	2.2%	14.9%	20.3%	
Duration (FI, CAP)	-0.4%	-1.1%	-1.1%	-0.7%	-0.2%	Neutral
LT Growth (EQ, CAP)	-0.3%	-1.5%	-0.6%	11.4%	17.5%	Underweight
Alternative Assets(PE,PC,RealE)-Listed	-3.0%	-3.1%	4.1%	-13.6%	-13.3%	Underweight

Investeringssegmenter – 12 mdr. Total Afkast

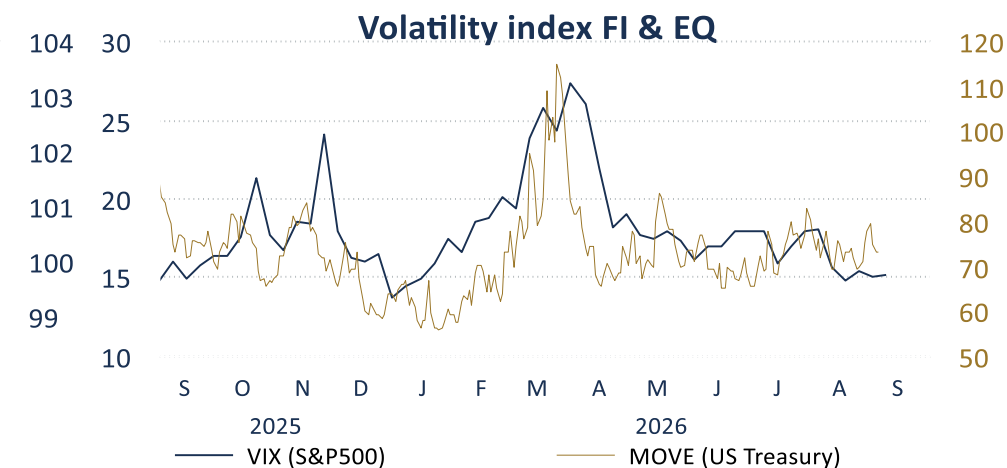
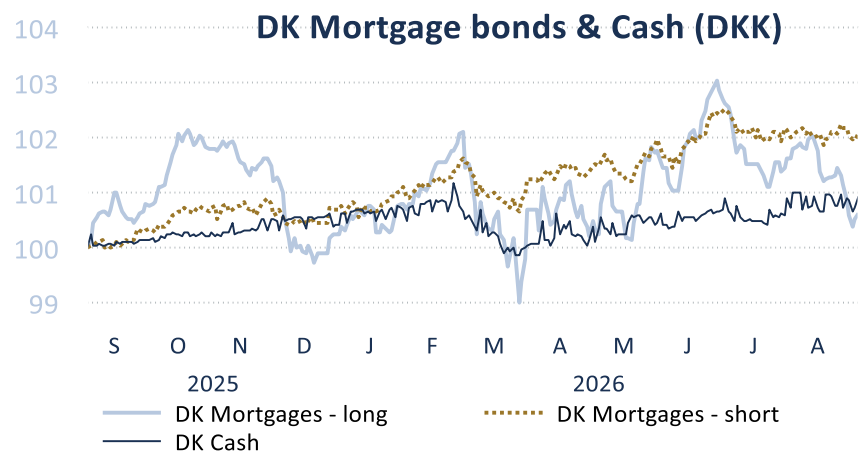
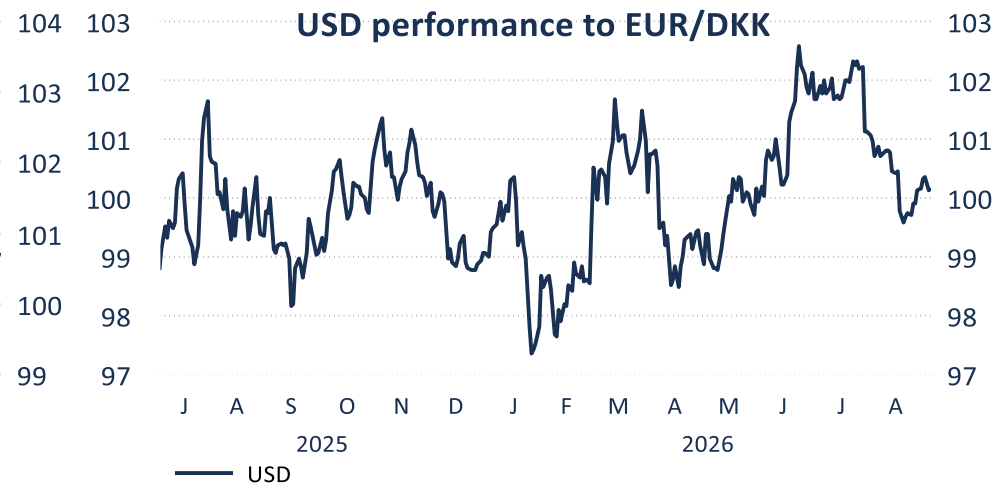
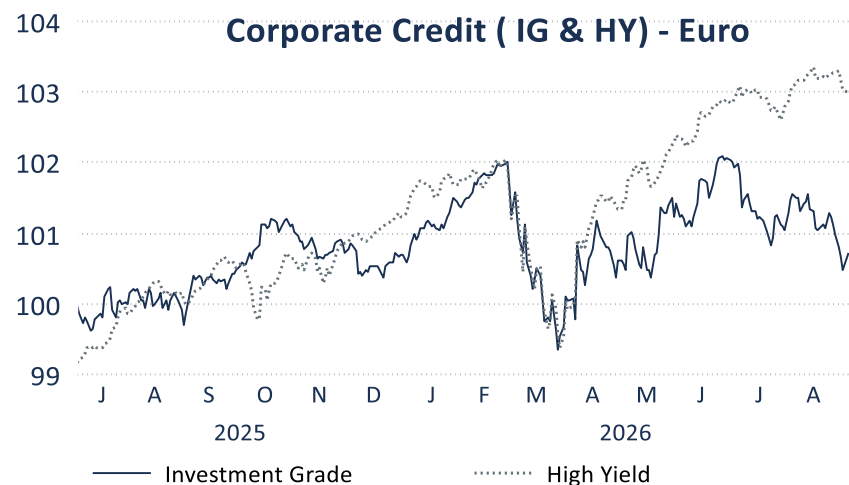
Cross Assets. Portfolios & Segments



Source: LSEG Datastream, C.A.P

Kredit, USD & Risiko – 12 mdr. Total Afkast og Performance

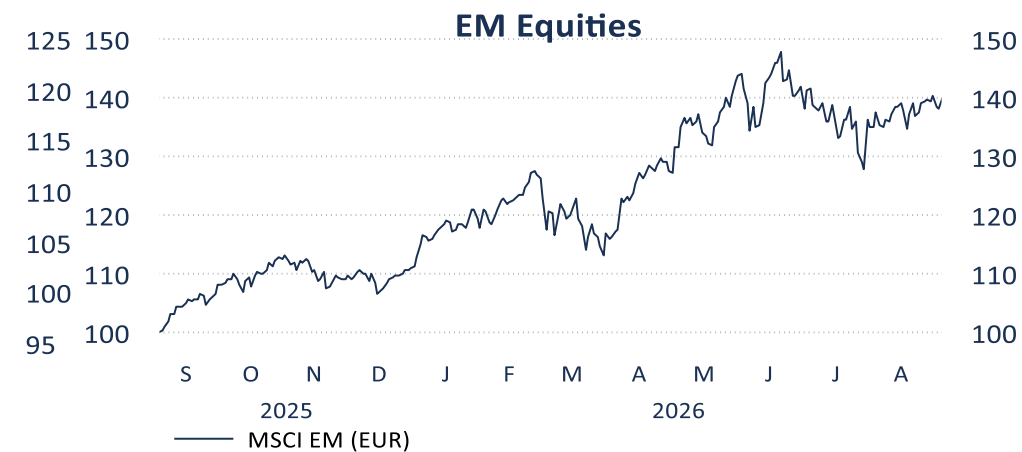
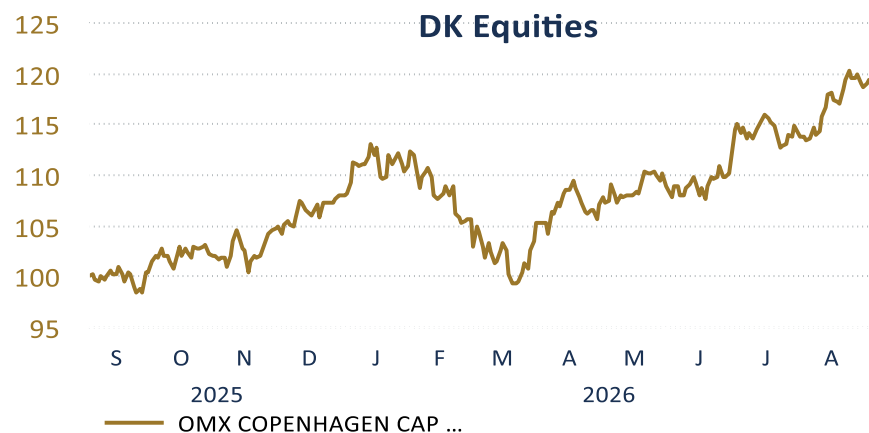
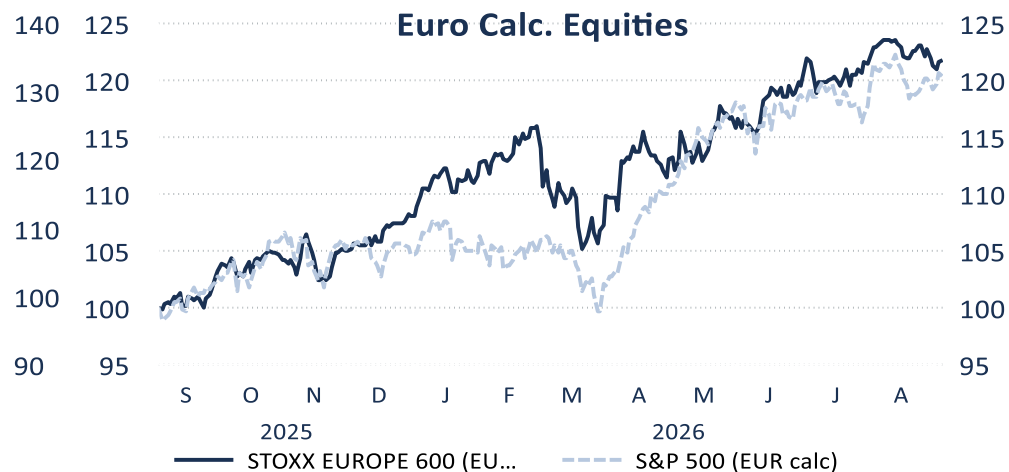
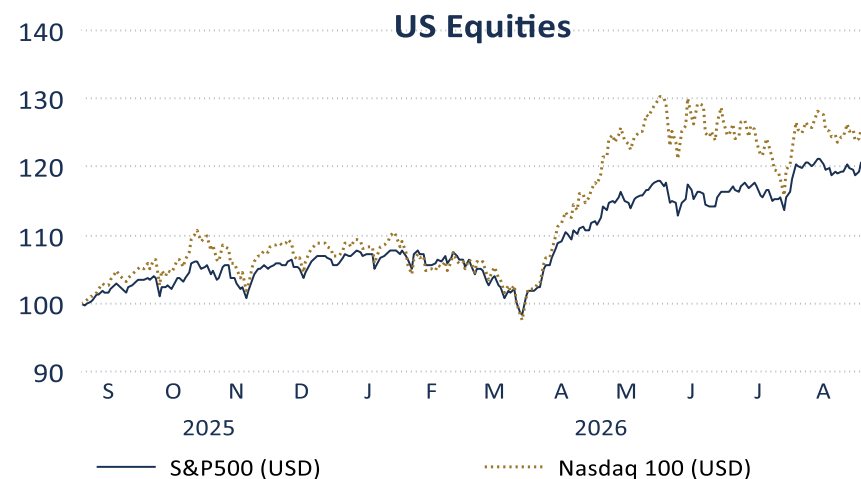
Cross Assets. Credit, Mortgages, USD and Vol



Source: LSEG Datastream, C.A.P

Aktiemarkeder – 12 mdr. Total Afkast

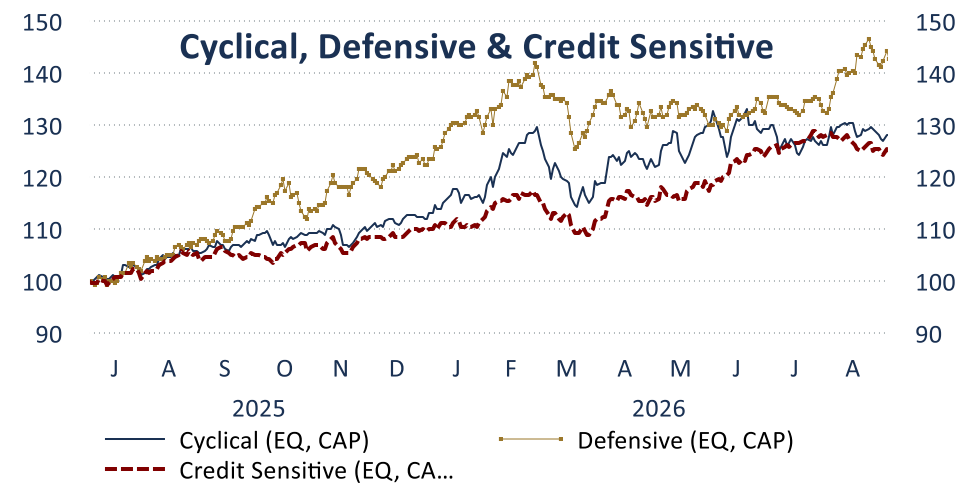
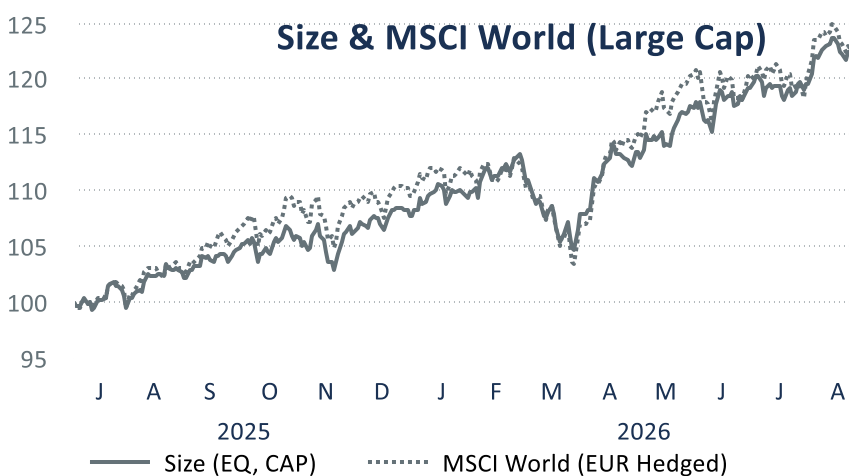
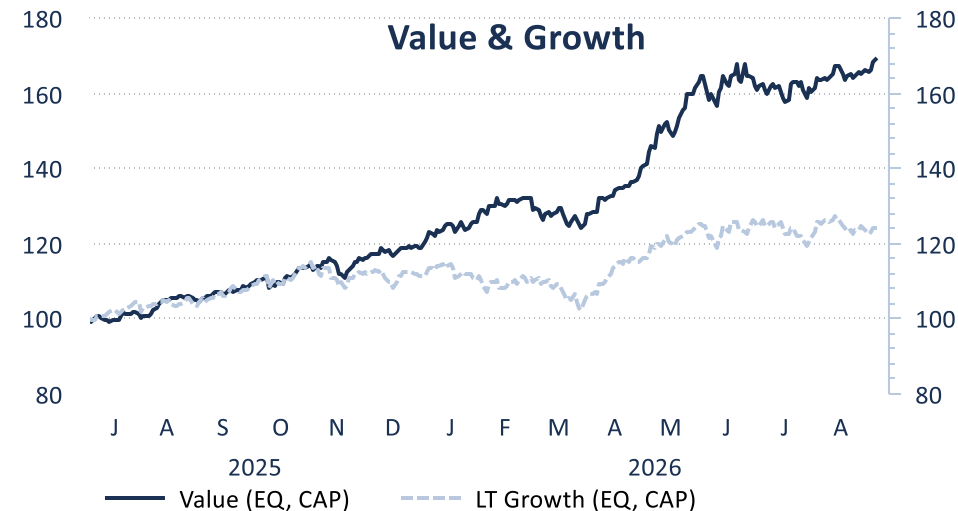
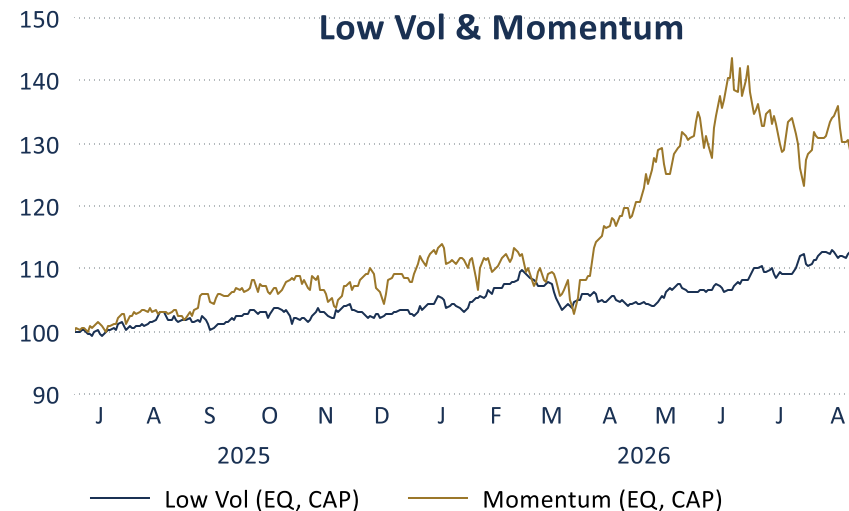
Cross Assets. Equity Markets



Source: LSEG Datastream, C.A.P

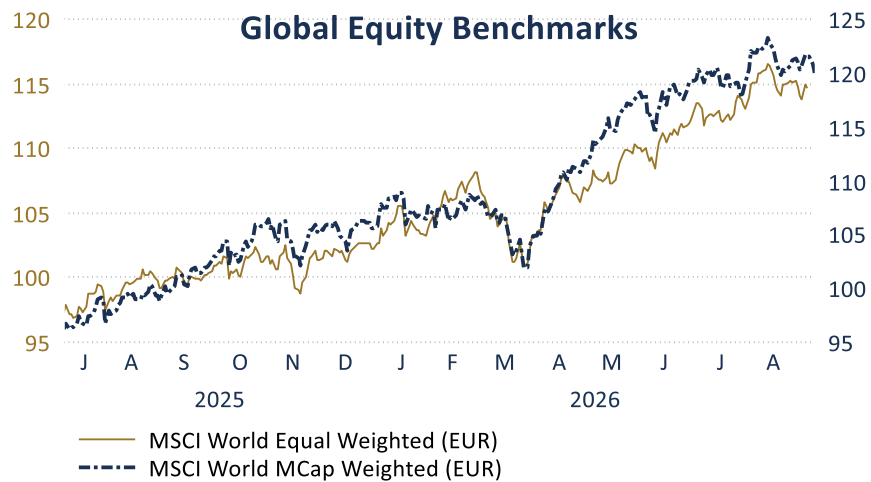
Aktier. Stil & Makro Faktorer – 12 mdr. Total Afkast

Equities. Style & Macro Factors



Aktiemarkeds Benchmark – 12 mdr. Afkast

Equities. Benchmarks



DISCLAIMER

Indholdet af nærværende rapport er udarbejdet med det formål at give en generel information om investeringer. Rapporten kan således ikke erstatte finansiel rådgivning og kan hverken anses for at være et tilbud om at yde finansiel rådgivning eller et tilbud om nogen anden rådgivning eller service. Investorer opfordres til at kontakte egen investeringsrådgiver for individuel information om eventuel investering, skatteforhold med videre før køb eller salg af værdipapirer.

Investorer gøres opmærksomme på, at investering kan være forbundet med risiko for tab, som ikke på forhånd kan fastlægges. Copenhagen Allocation Partner's forventninger til finansmarkedernes udvikling generelt, og enkelt-investeringer i særdeleshed er således ingen garanti for fremtidige gevinster.

Vi har bestræbt os på at sikre, at oplysningerne i rapporten er så fuldstændige og korrekte som muligt, men kan ikke garantere dette, og påtager os intet ansvar for fejl eller udeladelser. Copenhagen Allocation Partner påtager sig heller ikke ansvar for ændrede forudsætninger eller eventuelle fejl i materialet. Der tages også forbehold for ændringer i markedsforhold, afkast, udbytter, kurser, rentesatser, gebyrer, priser og andre betalinger, skatteforhold, tryk- og slåfejl med videre.

Copenhagen Allocation Partner fraskriver sig ethvert ansvar for tab i forbindelse med disponeringer alene foretaget på grundlag af materialet. Copenhagen Allocation Partner er endvidere ikke ansvarlig for tab og skader som følge af tredjemands uberettigede adgang til materialet via C-A-P.dk eller på anden vis.