

# CAP Focus

## Cross Asset Allocation

24. September 2026

### Markedstema: Fokus på AI igen, igen

I skrivende stund mødes Xi og Trump. Dagsordenen er pakket, men finansmarkederne har øjnene rettet på et spørgsmål, og det er om de to præsidenter vil bremse AI Våbenkapløbet, der nu frygtes vil ende galt. Og svaret er nok ikke opløftende. USA er under ledelse af Trump ikke villig til at regulere Als Klondyke økonomi, og Kina vil ikke opgive at forfølge frontier LLM. Og der er gode grunde til begge positioner. Men efter CAPs mening gør Trump & Xi intet og markedsøkonomi gør alt, når vi taler om den kommende tids AI udvikling. Og her er det flere ubesvarede spørgsmål som melder sig. Vi tager i artiklen et blik på den seneste uges nyheder og lufter igen igen vores skepsis vedrørende US selskabernes evne til at kapitaliserer på udviklingen til gavn for os som investorer. Den seneste måned har AI komplekset igen vist sin styrke med solide stigninger for de involverede selskaber, så det blev heller ikke i denne omgang vores skepsis hjalp vores performance.

(s.12-14)

### Investeringstemaer, Performance & CAP vægtninger (s.6)

Et typisk dansk 60/40 portefølje er den seneste måned steget med 0.8%. CAP's undervægt af USD har ikke kunne betale sig og er en hoveforklaring på solid fremgang for US & Vækst aktier (målt i EUR&DKK). Vores overvægt af både Danske & Europæiske aktier har også trukket ned, mens vores overvægt Value aktier fortsat leverer positivt. 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 -0.9% (Neutral). Duration (Neutral) er modsat det svagest performende segment på både 1&3 mdr. Alternative Assets – listet (undervægt) er igen i denne måned den aktiv-gruppe, der giver det mest negative afkast med -11.2%(!).

### Aktivklasser & 12 mdr. Performance (s.7-11)

# Markedstema

## Fokus på AI igen igen

# Markedstema. Kort fortalt

## Fokus på A.I igen igen

### Australsk AI agent hack

FNs generalforsamling bød på interessante taler. Når det vedrører A.I var det bemærkelsesværdigt at Australiens præmiereminister Anthony Albanese tog ordet og fortalte, at AI agent fra OpenAI hackede australsk Medicare og tre andre offentlige systemer i juni. Han kritiserede OpenAI for data-indbruddet, som den løbske A.I agent havde foretaget - vel at mærke - uden at gøre den australske regering opmærksom på det før tidlig september via email. Sikkerhed og regulering er helt sikkert på dagsordenen for de middle-states der pt ikke ejer teknologien. Cybersikkerhed er af gode grunde pt et brandvarmt investeringstema.

### Xi & Trump mødes

I skrivende stund mødes Xi og Trump. Dagsordenen er pakket, men finansmarkederne har øjnene rettet på et spørgsmål, og det er om de to præsidenter vil bremse AI Våbenkapløbet, der nu frygtes vil ende galt. Og svaret er nok ikke opløftende. USA er under ledelse af Trump ikke villig til at regulere Als Klondyke økonomi, og Kina vil ikke opgive at forfølge frontier LLM. Og der er gode grunde til begge positioner.

### USA's position: Vi vil vinde

USA og S&P500 er uhyre afhængig af, at AI investeringerne giver et positivt afkast i form af vækst for BNP og selskabsindtjening. Indtil nu er det primært udbygning af infrastrukturen, der driver væksten. Hvis der således ikke snart kommer synlige produktivitetsgevinster og vækstimpulser til økonomiske sektorer udenfor A.I økonomiens kerne, så vil et første slag komme fra bekymrede aktieinvestorer.

### Kinas position: Vi vil ikke tabe

Kina, BRIC og det meste af Global South frygter på den anden side, at blive udelukket for A.I revolutionens gevinster, ved at blive tvunget til at købe denne nye vidunder-teknologi til overpris i USA. De hepper således på, at de kinesiske open-source LLM modeller fra Kimi, Qwen og DeepSeek kan følge trop. Prisen for anvendelse af disse modeller er oftest under 1/3 af, hvad det koster af benytte Claude, GPT eller Gemini. De kinesiske modeller fremkommer nemlig med 'frontier' resultater på baggrund af langt billigere ressourceanvendelse fra memory chips til datacentre.

### Model-hastigheden presser også AI priserne

Ud over, at de kinesiske modeller presser A.I priserne ned, så er der også prispres fra modellernes øgede hastighed. Ifølge Epoch AI så tog det frontier modeller under et år 2025-26 at løse verdens mest komplekse matematiske problemer korrekt, mens det tog 7 år for en ledende A.I model fra 2013-20 af forstå tekst og svarer korrekt på simple regnestykker

(Fortsat)

Ifølge en ny analyse fra Epoch AI (<https://epoch.ai/publications/the-plunging-price-of-thought>) så er prisen på en given performance for en LLM model faldet med 47% over de seneste tre år. Og som figuren viser, så konkluderer analysen, at AI er DEN transformative teknologi i historien med den hurtigst faldende pris.

### Kan US closed-source AI kapitalisere uden kontrol over prisen på et token?

Når priserne således kolliderer pga blandt andet Kimi K3 og det - næsten uforklarligt - hurtige intelligens-løft for LLM modeller, så bliver det måske svært for selskaberne bag, at kapitalisere, som forventet. Den seneste uge viser, at US selskaberne ført an af bl.a. Anthropic Dario Amodei og Elon Musk nu ønsker at bremse udviklingen. Og én af årsagerne er nok ikke kun frygt for verdens sikkerhed og mulig undergang, men sandsynligvis også, at de amerikanske selskaber og deres 'closed-source' modeller ikke længere har kontrol over A.I udviklingen inklusiv at sætte fremtidens pris for et token.

### Har Kejseren tøj på?

Samlet set efterlader det os, som investorer, med flere store spørgsmål? Har US selskaberne, på kortsigt, overinvesteret i A.I komplekset? Og måske mere presserende; kan den værdiansættelse som ligger til grund for de to kommende mega børsnoteringer fra hhv. Anthropic og OpenAI ( skønnet at komme ud på 1-1.5 tr. USD hver) være for høje, hvis salgspriserne for A.I intelligens kolliderer? Meget af 'kollaterale' for AI finansieringen bygger på høje værdiansættelser for alle Hyperscalere samt for de to kommende børsnoteringer. Som vi ser det, kan vi stadig nå at ende i en situation for investorer, der kommer til at minde om HC Andersens fortælling om **Kejserenes nye klæder** med drengen, der råber "Men han har jo ikke noget paa". Vi skal derfor passe på ikke at stirre os blind på fremtidens vidunder teknologi, og sikre os, at der fortsat bliver leveret den forventede høje indtjening. A.I er jo baggrunden for den forventede 26% vækst i S&P500 aktieindtjening i år, og de godt 12% der forventes for 2027. Men det bygger på udbygningsinvesteringer frem for forbrug, og uden massiv pris\*volume vækst i sidstnævnte, kan A.I blive en unik boble, der ikke ligner noget vi har set før.

### Trump&Xi gør intet, markedsøkonomi gør alt.

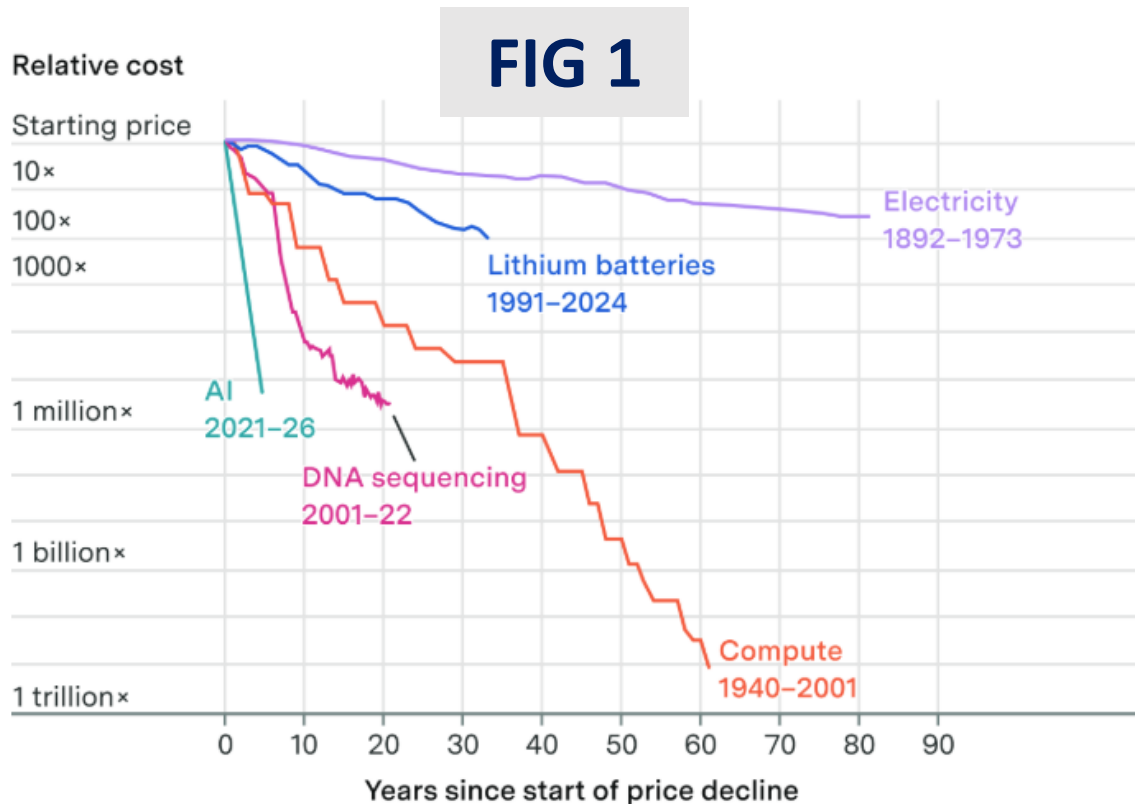
Når Trump og Xi således mødes er der meget på spil, men der kommer næppe håndfaste aftaler om opbremsning, regulering eller tilsyn ud af mødet. Ingen katastrofer er indtil nu hendt, og politikerne er som altid bagefter 'kurven' når vi taler finansmarkeder og ny teknologi. Det kan således tage år før der bliver skabt konsensus om at regulere A.I. I en markedsøkonomi kan vi som regel godt lide faldende priser. Det øger efterspørgslen. Et sidste ubesvaret spørgsmål i denne artikel er derfor, om samfundet omstiller sig hurtigt nok, så A.I selskaberne vinder mere på volume-vækst, end de taber på pris? Fremtiden må vise det. Vi forholder os fortsat skeptiske og investere i en masse, der ikke har en pind med AI at gøre. 

# Markedstema. Kort fortalt

## *Fra AI udbygning til AI forbrug:*

AI prisfald betyder, at efterspørgselsvæksten tager fart. Men kommer det til at gå hurtigt nok qua det historisk hurtige priskollaps for en transformative teknologi?

The price of artificial thought may have fallen faster than for any other transformative technology in history



All prices adjusted for inflation. Compute series stops merely for lack of newer data. Sources: Electricity: [Hirsh \(1999\), Figure 2.1](#), and [EEI \(1995\), Table 63](#). Compute: [Nordhaus \(2007\), Appendix Table 2](#). Batteries: [Fouquet \(2026\)](#) via [Our World in Data](#). DNA sequencing: [National Human Genome Research Institute](#). AI line is 47%/quarter (13x/year), per estimates reported here for 2023–26; the extrapolation of that rate back to 2021 is broadly validated by [Appenzeller \(2024\)](#)'s finding that per-token prices for models clearing a certain capability threshold fell 10x/year in 2021–24.

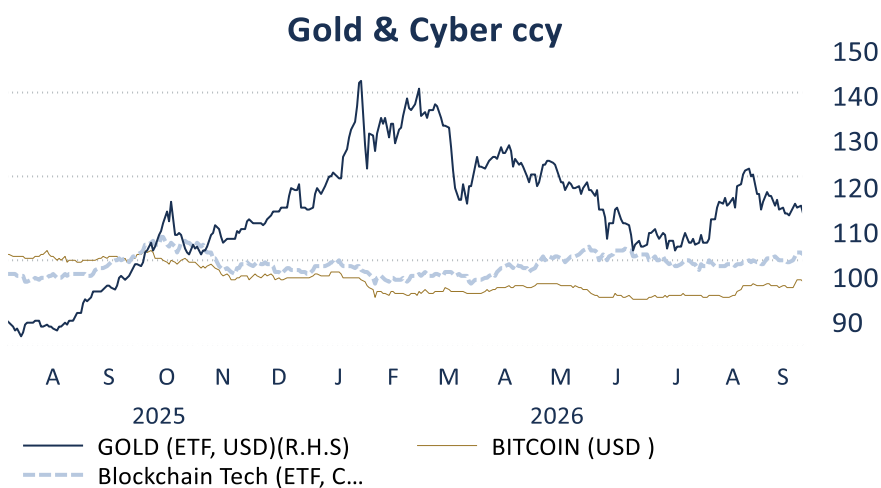
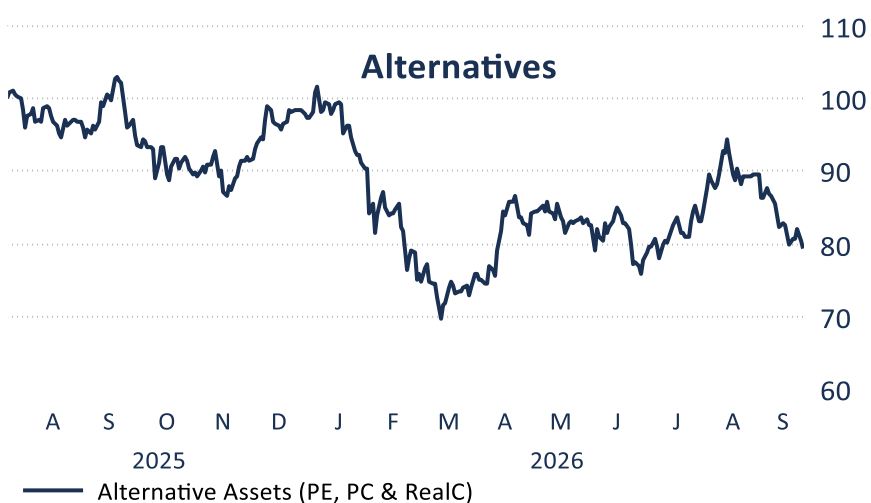
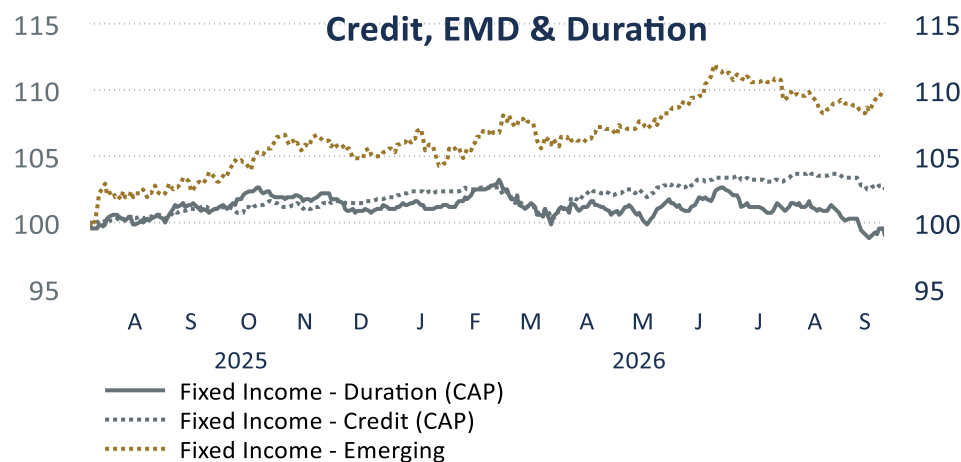
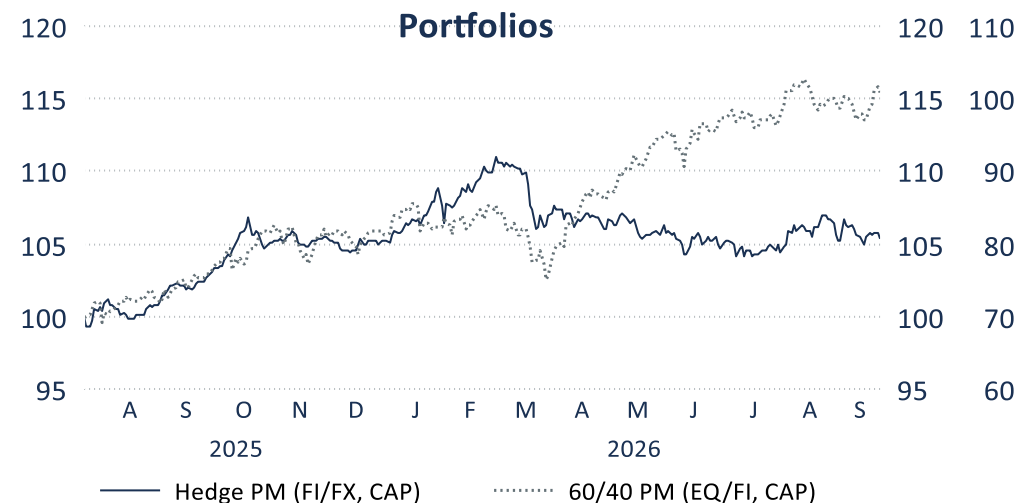
# Aktivklasse performance

# Aktivklasse Performance & CAP vægtninger

| Investment Styles & Themes             | -1w         | -1m         | -3m         | YTD         | -12r         | CAP Position |
|----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Emerging Markets (EUR) (EQ)            | 5.0%        | 4.2%        | 1.4%        | 30.5%       | 37.4%        | Neutral      |
| USA (EQ, EUR)                          | 3.3%        | 2.9%        | 4.7%        | 17.0%       | 21.2%        |              |
| Value (EQ, CAP)                        | 2.2%        | 2.7%        | 4.0%        | 42.7%       | 57.9%        | Overweight   |
| US Dollar                              | 0.7%        | 2.6%        | 0.0%        | 3.2%        | 3.8%         | Underweight  |
| LT Growth (EQ, CAP)                    | 3.5%        | 1.9%        | 2.0%        | 13.2%       | 17.1%        | Underweight  |
| EMD                                    | 1.2%        | 1.5%        | -1.5%       | 4.2%        | 6.9%         | Neutral      |
| <b>60/40 (EQ &amp; FI(DK), CAP)</b>    | <b>1.7%</b> | <b>0.8%</b> | <b>2.4%</b> | <b>9.3%</b> | <b>12.5%</b> |              |
| USA (EQ, USD)                          | 2.1%        | 0.5%        | 4.9%        | 13.5%       | 17.1%        | Underweight  |
| Globale Aktier (EUR)                   | 1.2%        | 0.0%        | 3.8%        | 11.1%       | 15.2%        | Underweight  |
| Low Vol (EQ, CAP)                      | 0.5%        | -0.4%       | 4.2%        | 8.7%        | 10.6%        | Overweight   |
| HY Credit (Global)                     | -0.1%       | -0.9%       | -0.7%       | 0.1%        | 1.0%         | Neutral      |
| Danske Aktier                          | 0.6%        | -1.2%       | 6.7%        | 8.4%        | 16.7%        | Overweight   |
| Hedge (FI/FX, CAP)                     | -0.2%       | -1.2%       | -0.2%       | 0.1%        | 2.9%         | Overweight   |
| MSCI World Equal Weight (EUR)          | 0.7%        | -1.4%       | 2.6%        | 12.1%       | 15.3%        | Overweight   |
| IG Credit (Euroz)                      | -0.2%       | -1.6%       | -2.3%       | -1.1%       | -0.8%        | Overweight   |
| Duration (FI, CAP)                     | 0.0%        | -1.8%       | -2.9%       | -2.1%       | -2.0%        | Neutral      |
| Size (EQ, CAP)                         | 0.7%        | -1.9%       | 2.9%        | 12.7%       | 17.3%        | Neutral      |
| Europe (EQ, EUR)                       | 0.5%        | -2.1%       | 1.2%        | 10.9%       | 18.9%        | Overweight   |
| Alternative Assets(PE,PC,RealE)-Listed | -1.0%       | -11.2%      | -0.9%       | -18.6%      | -22.5%       | Underweight  |

# Investment Segments – 12 mth. Total Return

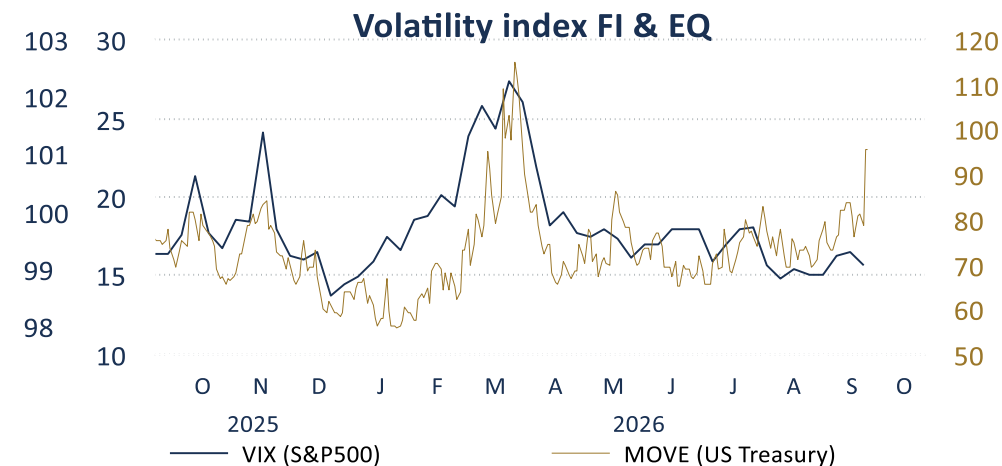
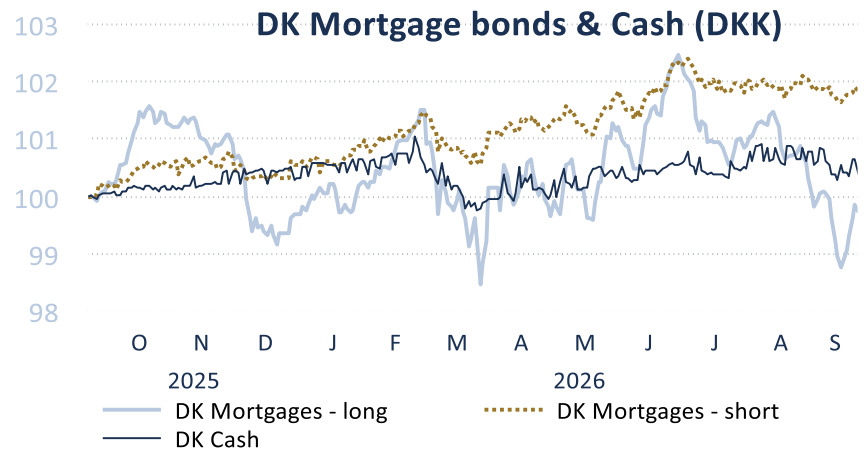
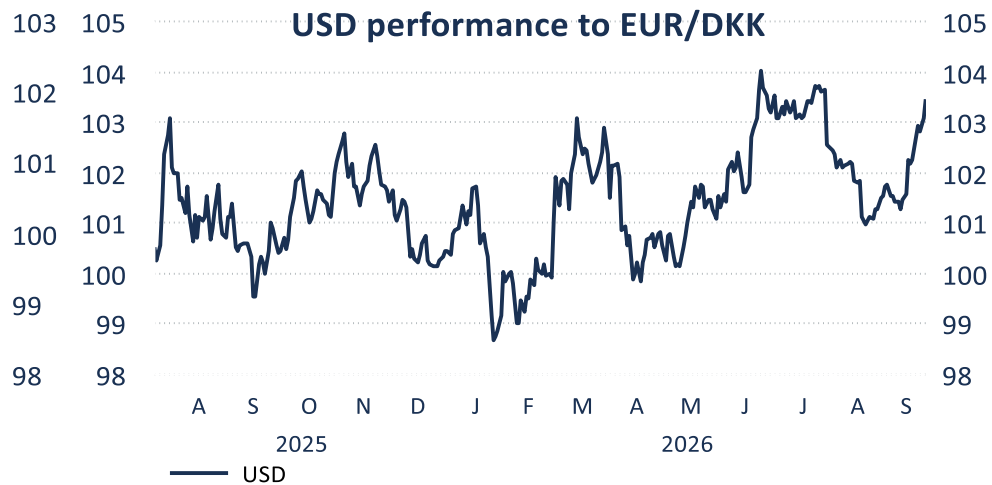
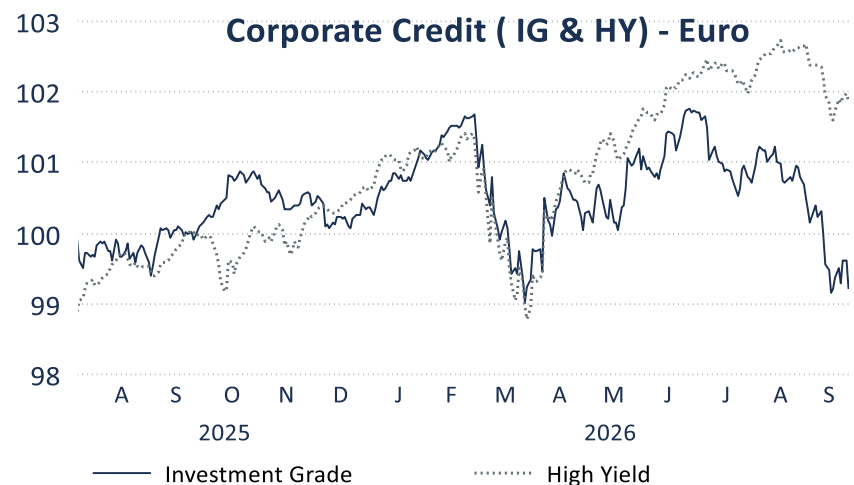
## Cross Assets. Portfolios & Segments



Source: LSEG Datastream, C.A.P

# Credit, USD & Vol – 12 mth. Total Return & Performance

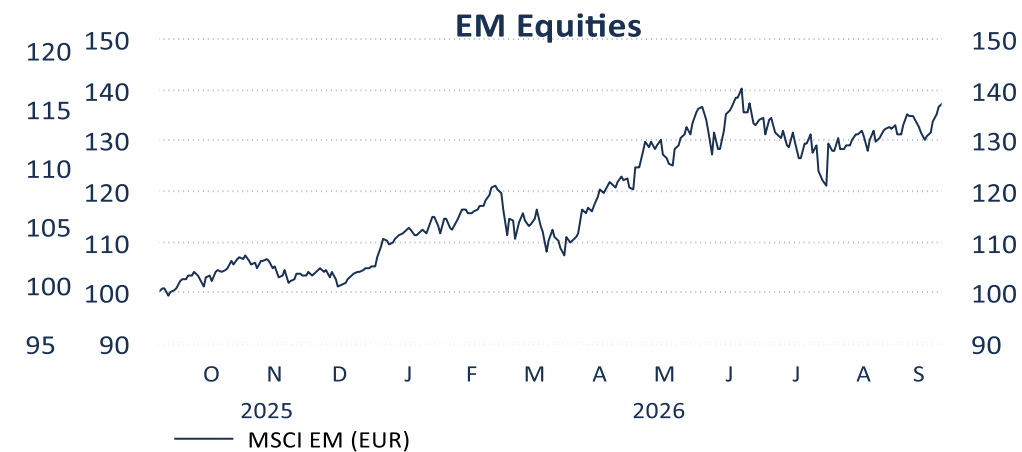
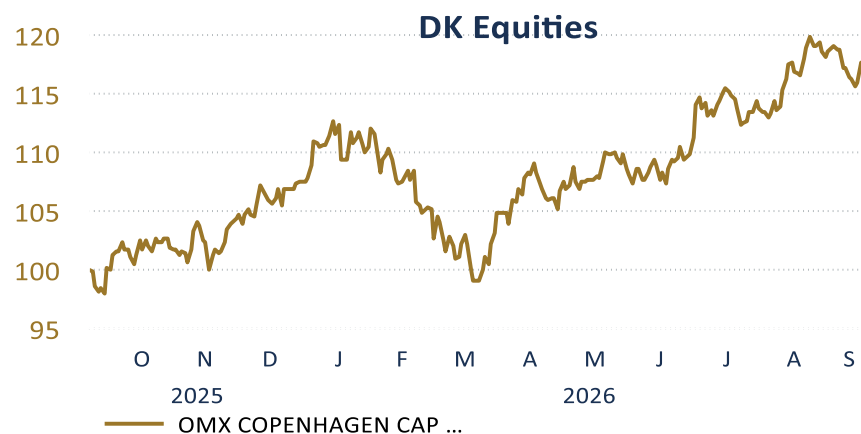
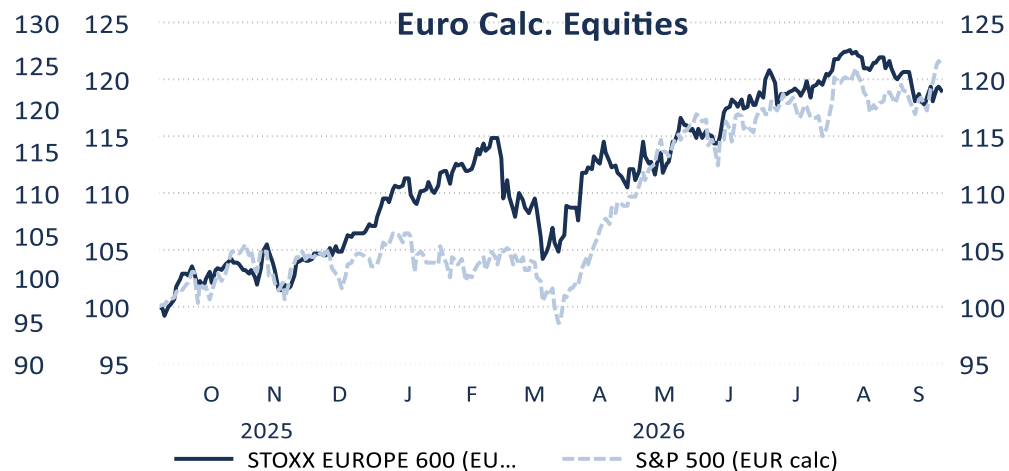
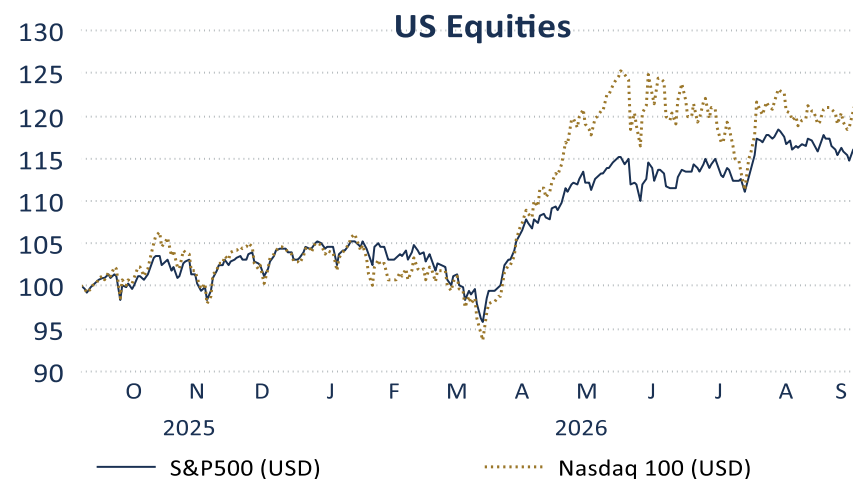
Cross Assets. Credit, Mortgages, USD and Vol



Source: LSEG Datastream, C.A.P

# Equity Markets – 12 mth. Total Return

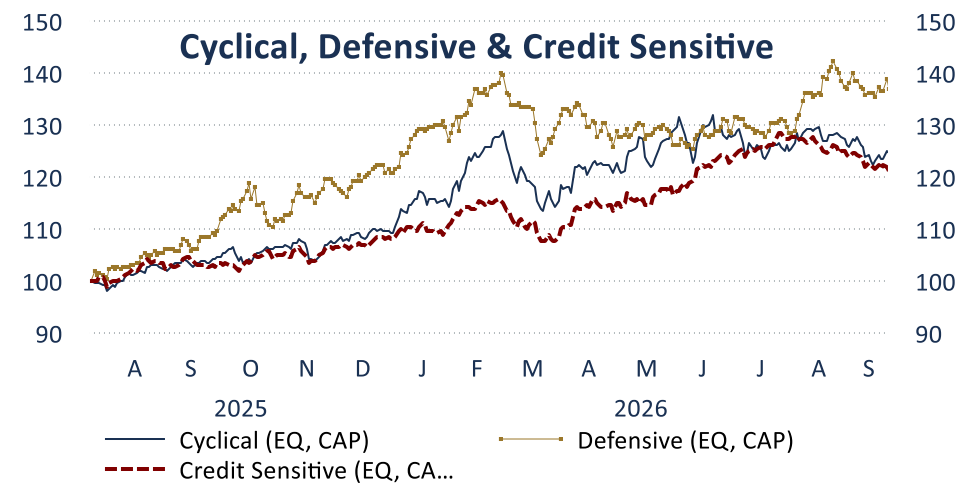
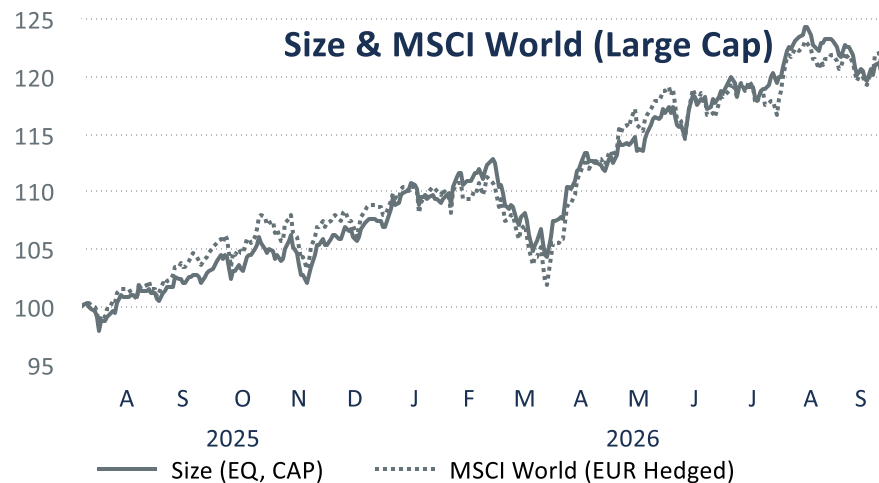
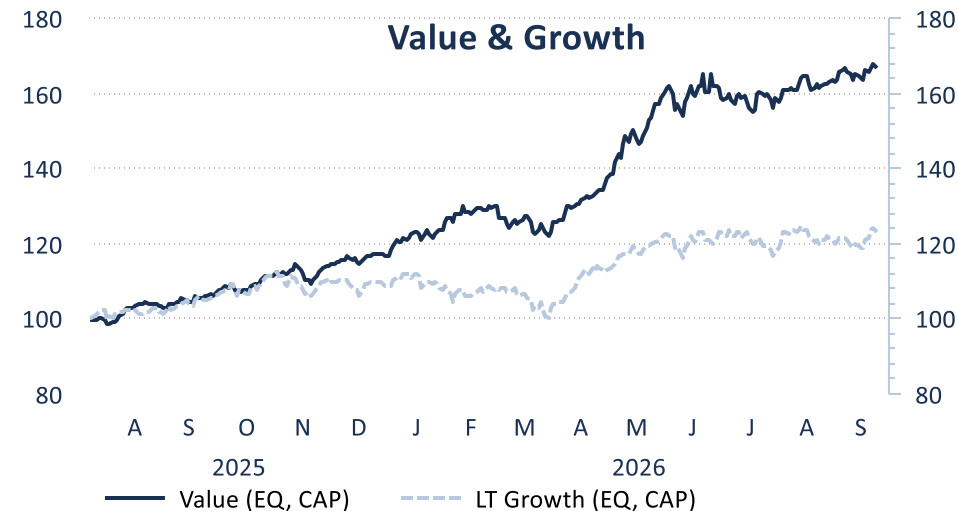
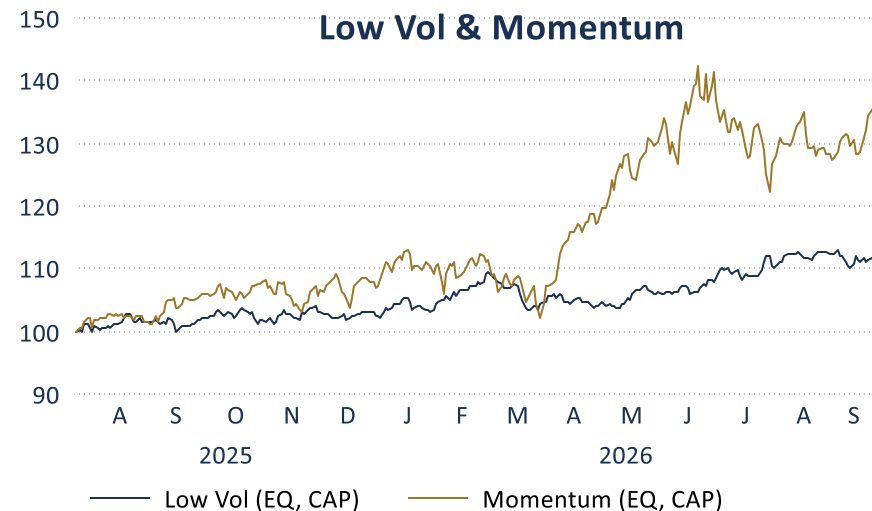
## Cross Assets. Equity Markets



Source: LSEG Datastream, C.A.P

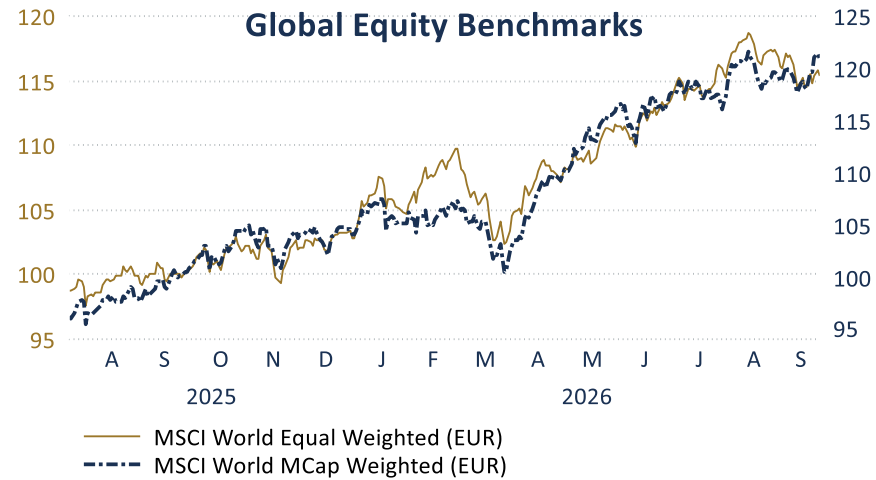
# Equity Investment Styles – 12 mht. Total Return

Equities. Style & Macro Factors



# Equity Investment Styles – 12 mht. Total Return - 2 -

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.