



KOMMENTAR TIL GLOBALE AKTIERS PERFORMANCE 2. KVARTAL 2023

PERFORMANCE

Årets andet kvartal fortsatte de positive takter fra første kvartal. Investorenes optimisme var fokuseret på USA med stærkere amerikanske økonomiske nøgletal end ventet. Det amerikanske arbejdsmarked er fortsat robust, hvilket understøtter et fortsat højt forbrug. Dertil er inflationspresset aftagende, hvilket fik den amerikanske centralbank til at holde renten uændret for første gang siden marts sidste år.

Vores globale portefølje steg med 5,2 pct. i kvartalet, hvilket var 0,5 procentpoint mindre end benchmark. Samlet set har afdelingen leveret et afkast på 11,3 pct. i 2023, hvilket er 0,5 procentpoint mindre end benchmark. Læs mere om det nedenfor.

Porteføljen og afkasttal kan ses i månedsrapporten, [som kan hentes her](#).

INVESTERINGSSTRATEGI

På overfladen ser det ud til, at investorer verden over har ignoreret den udtalte recessionsrisiko med et positivt markedsafkast i 1. halvår på over 11 pct., hvor det især er teknologiaktierne som har trukket størstedelen af afkastet og især dem med eksponering imod kunstig intelligens. Som ved ethvert teknologisk gennembrud er der en begejstringsfase, og det er der, vi er lige nu. Vi ser god grund til begejstring men også en vis realisme i forhold til at forvente, at AI kan løse alle globale udfordringer. Vi følger denne udvikling nøje, og vi er særligt interesseret i at analysere, hvorvidt drømmene bliver til virkelighed i forhold til konkrete produktforbedringer i de enkelte selskabers udbud af varer og services.

Usikkerhedsmomentet, som kan skabe udsving på aktiemarkedet, er reaktionen fra en mulig og sandsynlig recession. En recession, der ikke p.t. er synlig i væksttallene, men fra historien ved vi, at effekten af de pengepolitiske stramninger og særligt effekten af den aktuelle omvendte rentekurve viser sig med en forsinkelse på op til 18 måneder. Sidste kvartal beskrev vi, at jobmarkedet reagerede med en forsinkelse på omkring 18 måneder under finanskrisen. En nylig analyse fra J.P. Morgan viser, at den amerikanske forbruger siden medio

2021 har tæret på den ekstraordinære opsparing fra perioden under Covid svarende til et beløb på ca. USD 1.600 mia. Til sammenligning er det årlige privatforbrug i USA ca. USD 18.000 mia. Denne nedsparring har således haft en markant forbrugseffekt, men ifølge analysen kan de privates opsparing fra Covid-perioden nu være opbrugt, hvorfor der er udsigt til stigende privat opsparing og mindre forbrug.

Med lavere eller negativ økonomisk vækst følger risikoen for nedjusteringer i virksomhedernes indtjening. Fra et markedsperspektiv er effekten af indtjeningsnedjusteringer naturligvis negativ, men på den anden side har centralbankerne med de mange renteforhøjelser fået genopfyldt værktøjskassen til at kunne stimulere økonomierne. Dette er lidt paradoksalt, hvor mange for mindre end to år siden diskuterede, at centralbankerne i lyset af de markant negative renter ville stå med tomme værktøjskasser til at håndtere en ny recession. Det afgørende spørgsmål for aktieinvestorerne bliver derfor, hvor hurtigt centralbankerne vil vende rundt, i takt med at økonomierne svækkes. Deres retorik tilsiger, at de vil holde renterne høje i længere tid for at sikre en solid forandring af lave inflationsforventninger. Omvendt plejer aktieinvestorerne at kigge fremad og tage glæderne på forskud.

BIDRAG TIL AFKASTET I 1. KVARTAL

Vores stock picks indenfor cykliske forbrugsgoder bidrog mest til kvartalets afkast, og her var det primært **Amazon** (25,6 pct.) der trak afkastet op. Her har **Amazon** nydt godt af den store interesse for AI via deres Amazon Web Services, som har oplevet en pæn vækst.

Det var vores stock pick indenfor medicinalektoren, som bidrog mest negativt til porteføljens afkast i kvartalet, hvor **Thermo Fisher** faldt (-9,8 pct.). Thermo Fisher gentog sine langsigtede mål om 7-9 pct. salgsvækst og indtjeningsvækst omkring 15 pct. Flere eksperter forventer, at medicinalbranchen vil blive presset i den kommende periode, hvor vi også har set at flere af Thermo Fishers konkurrenter har nedjusteret indtjeningsforventningerne, da deres kunder, biofarmaselskaberne sidste år



nedlukkede forskningsprogrammer og afskedigede personale. Vi er dog fortsat meget positive på selskabet.

Vores stock picks indenfor teknologisektoren gav et noget blandet billede. Af selskaber som bidrog positivt til kvartalets afkast, var det udover, Amazon som beskrevet ovenfor, **Adobe** (26,3 pct.) samt **Microsoft** (17,8 pct.), der trak afkastet op. **Microsoft** har, udover sin AI-understøttede søgemaskine, store muligheder for at forbedre sine programmer såsom Excel og PowerPoint med generative AI-assistenter og burde kunne hæve priserne i takt med, at produktiviteten ved brug af produkterne stiger. Og **Adobe** steg blandt andet som følge af deres nye Firefly AI-funktionalitet. Modsat trak **Keyence** (-3,5 pct.) afkastet i kvartalet ned uden de store nyheder.

ÆNDRINGER I PORTEFØLJEN I 2. KVARTAL

Når vi foretager omlægninger i vores fokuserede globale portefølje, vil nye investeringer oftest kræve, at vi sælger eksisterende positioner i porteføljen – uagtet at det er gode selskaber. Det er en vanskelig disciplin, som dog er med til at sikre en høj kvalitet af den samlede portefølje.

I kvartalet har vi købt **Aon**, som er en af de største globale forsikringsmæglere. Selskabet har fokus på forsikring, pension og sundhed. **Aon** formidler forsikringer på USD 125 mia. årligt. Selskabet leverer aktuar-, investerings- og pakkeløsninger til at skræddersy pensionsprogrammer til kunderne. De samlede pensionsaktiver under forvaltning er mere end 3,5 billioner USD. Inden for sundhed tilbyder **Aon** rådgivning og indkøbsløsninger for at hjælpe kunder med at mindske risikoen for stigende sundhedsmkostninger og samtidig forbedre medarbejdernes sundhed og velvære. Selskabet tilbyder også løsninger inden for områder som cybersikkerhed, intellektuel ejendomsret og andre nicheområder. Selskabets tunge position gør det muligt at investere i ny teknologi, som mindre aktører ikke kan matche, og derved skabe en forbedret konkurrenceposition.

Vi øgede ligeledes vægten i Assa Abloy, mens vi solgte en mindre del af investeringerne i Novo Nordisk og Sony.

PORTEFØLJEN

Porteføljen kan karakteriseres på følgende vis:

1. Klar bias mod selskaber med holdbare komparative fordele, indtjeningsvækst over gennemsnittet, gerne understøttet af strukturel vækst (trends) og med solide balancer. Overvægt af Mega-/Large cap selskaber.
2. Høj vægt i USA – fokus på indenlandsk vækst og teknologi. Eksponeringen til USA er gradvist reduceret og i dag undervægtet vs. benchmark.
3. Høj indirekte eksponering til emerging markets, hvor p.t. ca. 25 pct. af vores investeringer har deres aktiviteter.

Venlig hilsen

Jonas Rasmussen

Fund disclaimer: The full name of the sub-fund mentioned in this document is C WorldWide – C WorldWide Global Equities (hereinafter “the Fund”). This document does not constitute, and shall not be considered as, an offer or invitation to purchase or sell units in the Fund or any securities mentioned in the document. The document should not be construed as investment advice and C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S is not responsible for the suitability of the information in the document. All reasonable precautions have been taken to ensure the correctness and accuracy of the information in the document. However, the correctness and accuracy is not guaranteed, and C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S accepts no liability for any errors or omissions. All information expressed in the document is as of the time of publication and is subject to change. It is emphasized that past performance is no reliable indicator of future performance and that the return on investments may vary as a result of currency fluctuations. This document is prepared for information purposes only and does not constitute a periodical report under Luxembourg law. Periodical reports for the Fund can be obtained at www.cworldwide.com. For further information about the Fund, see the prospectus and key investor information document.