

Bogstavkombinationer dominerer markedet

Af C WorldWide Asset Management

“Selvom det er for tidligt at aflyse et recessionsscenario, ser de nuværende indikatorer overraskende stærke ud.”

På det seneste har aktiemarkederne været domineret af to akronymer: Gen AI (kunstig intelligens) og GLP-1 (tarmhormon-lignende stof til bl.a. vægtkontrol). Tendensen med polariserede aktiemarkeder er fortsat drevet af disse to områder med store forventninger til brugen af kunstig intelligens og vidundermidlerne, der går under betegnelsen ”Glucagon-Like Peptide-1”, som markedsføres af de to medicinalfirmaer Novo Nordisk og Eli Lilly. Læs vores [Indsigt](#) eller vores dybdegående [Perspektiv](#) (engelsk publikation) om Gen AI, og vores [Indsigt om GLP-1-markedet](#) for mere viden på området.

AI-aktierne har været associeret med betegnelsen “The Magnificent Seven”, men her i 2024 kunne det være passende at omdøbe dem til “The Fantastic Few”, da kun tre af de syv selskaber leverede markante afkast i 1. kvartal, og hvor Apple og Tesla endog gav negative afkast. Særligt kursudviklingen på Nvidia har været bemærkelsesværdig med en stigning på ca. 80 pct. (i USD) i 1. første kvartal drevet af meget stærk efterspørgsel efter virksomhedens GPU-produkter, der driver de nye

AI-drevne såkaldte “Large Language Modeller” (LLM). De enorme investeringer i GPU-chips har haft positive effekter for hele semiconductor-forsyningskæden, herunder TSMC (den førende producent af semiconductors) og ASML (den førende udbyder af litografiudstyr til semiconductor-industrien).

Vores aktievalg inden for dette tema har været disse to selskaber frem for Nvidia. På længere sigt vil Cloud-udbydere som Microsoft (Azure), Amazon.com (AWS) og Google Cloud Platform (GCP) også drage fordel af Gen AI-boomet, som

leverandører af computerkraft til disse applikationer. Disse tre leverandører står for 2/3 af det globale marked indenfor Cloud-infrastruktur, og vi har en betydelig investeringseksponering til disse leverandører. Vi mener, at disse investeringer er en mindre risikofyldt, langsigtet måde at få eksponering til AI-revolutionen på.

Inden for GLP-1 har Novo Nordisk været en af vores langsigtede investeringer, og sammen med Eli Lilly udvikler og driver disse to virksomheder det nye behandlingsparadigme af fedme. Novo Nordisks aktiekurs steg ca.

“De enorme investeringer i GPU-chips har haft positive effekter for hele semiconductor-forsyningskæden, herunder TSMC.”



“Vi ser, der er strukturelle tendenser, som understøtter nogle af de meget store virksomheder. Dette sker bl.a. pga. netværks-effekten, som kan udmønte sig i meget høj marginal profitabilitet særligt inden for de digitale industrier.”

25 pct. i 1. kvartal ovenpå fortsat stærk efterspørgsel, selskabets førende produktionskapacitet og positive nyheder om et lovende oralt fase 1-produkt, der kan blive næste generation af Wegovy. En succesfuld lancering af dette produkt, vil mindske bekymringen om patentudløb for de nuværende produkter. Udviklingen inden for GLP-1 har gjort Novo Nordisk til den mest værdifulde virksomhed i Europa.

De store selskaber bliver større

På baggrund af disse tendenser og USA's teknologiske lederskab fortsætter de amerikanske aktier med at klare sig bedre end Europas, og i USA klarede de store selskaber sig bedre end de små og mellemstore virksomheder, hvor S&P500 (jf. de store aktier) overgik Russell 2000 (jf. de små og mellemstore aktier) med mere end 5 procentpoint. Mange iagttagere argumenter for, at stigningen i large cap-aktier er uholdbar. Vi ser et mere nuanceret billede, hvor der er strukturelle tendenser, som understøtter nogle af de meget store virksomheder. Dette sker bl.a. pga. netværkseffekten, som kan udmønte sig i meget høj marginal profitabilitet særligt inden for de digitale industrier. AI vil skabe nye forretningsmuligheder, og virksomheder vil kunne høste effektivitetsgevinster. De bedste muligheder vil være for dem, som har adgang til data og ejerskab af data. Igen er det typisk de store virksomheder, som har flest data. Dette mønster er også gældende inden for de mere traditionelle industrisektorer, hvor automatisering og intelligente, digitale løsninger i

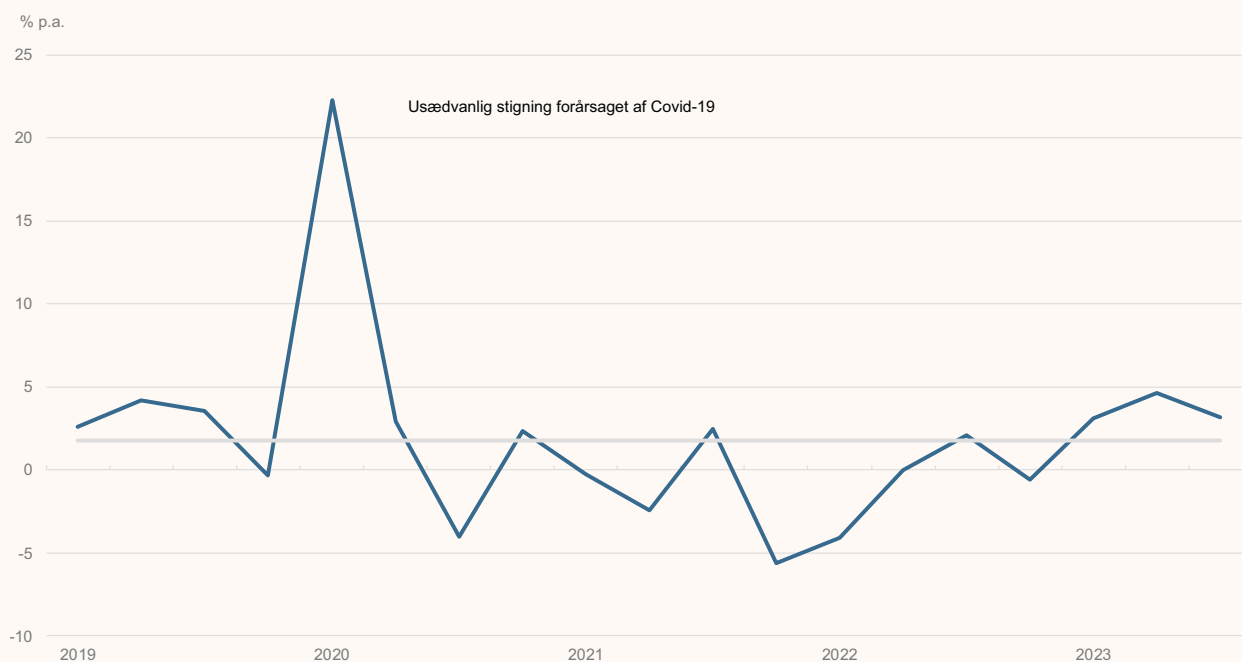
stigende grad vil spille en afgørende rolle. Endelig har de store virksomheder mere viden og infrastruktur, der gør dem bedre i stand til at navigere i en verden, der bliver mere og mere multipolar. Vi vil beskrive disse tendenser nærmere i en kommende artikel.

Konjunktur versus langsigtet investering

Det nuværende økonomiske miljø ser positivt ud, hvor inflationen fortsætter nedad, og regeringerne opretholder stor finanspolitisk støtte. I Europa er udviklingen fortsat svag, men håbet om rentenedsættelser er støttende. I Kina implementerer regeringen flere penge- og finanspolitiske støttepakker for at stimulere den svage økonomi. Økonomien i USA er overraskende stærk i lyset af de kraftige renteforhøjelser, men er understøttet af en ganske ekspansiv finanspolitik. Biden-administrationen ser ud til at være fast besluttet på at sikre en stærk økonomi, og der ser ikke ud til at være villighed blandt hverken demokraterne eller republikanerne til at reducere underskuddet.

Vi og mange andre har forventet en svækkelse af økonomierne, og særligt den amerikanske. Dette set i lyset af den hurtige og kraftige stramning af pengepolitikken, som skete i Europa og USA for mere end 20 måneder siden. Pengepolitiske ændringer slår altid igennem til realøkonomien med en vis forsinkelse – normalt på 18-24 måneder. Dette er nøgleargumentet for svagere vækstudsigter for 2024. Selvom det er for tidligt at af-

Figur 1

Amerikansk arbejdsproduktivitet

Kilde: U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov), marts 2024

lyse et recessionsscenario, ser de nuværende indikatorer overraskende stærke ud, hvor konsensus forventer lavere centralbankrenter forude og en fortsat pæn økonomisk vækst i USA. Dette scenarie er understøttende for reale aktiver såsom aktier.

En positiv udvikling er den seneste stigning i arbejdsproduktiviteten i USA, hvor de seneste tre kvartaler har vist produktivitetstigninger på over 3 pct. (målt på årsbasis). Dette skal sammenlignes med det historiske gennemsnit de sidste 5 år på 1,8 pct. årligt. Produktivitetstallene skal dog tages med en vis forsigtighed, da tallene på kort sigt er volatile og påvirkelige over for ændringer i antallet af arbejdstimer. Tendensen er dog interessant, da håbet netop er, at Gen AI vil skabe en øget produktivitet. Højere produktivitet har mange fordele såsom højere indtjeningsmarginaler for virksomheder, stigende arbejdsindkomster, der igen understøtter den økonomiske vækst gennem højere forbrug, vel at mærke uden at der skabes et nyt inflationspres.

Når det er sagt, er vores primære fokus ikke at forsøge at forudsige udviklingen på aktiemarkedene på kort eller mellemlang sigt. Som langsigtet investor er vores tilgang at se igennem de økonomiske konjunkturer og markedsmæssige fluktuationerne og i stedet finde de bedste virksomheder med strukturel medvind og en attraktiv afkast-/risikoprofil. Og vi ser fortsat mange interessante muligheder med tematisk medvind. Vi har et katalog med investeringskandidater, som vi løbende sammenligner med de eksisterende investeringer. Det er en konkurrence om vores forvaltede kapital med et fem til ti års perspektiv. Vi mener, at investeringsressourcer udnyttes bedst ved at allokere dem til dette vindende princip.

—
“Vi ser fortsat mange interessante muligheder med tematisk medvind.”

Dette er markedsføringsmateriale. Denne artikel er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW AM har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Historiske resultater er ingen indikation for fremtidigt afkast. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke. Prospekt, dokument med central investorinformation, og den seneste årsrapport og halvårsrapport er tilgængelig på www.cww.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Tlf: 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 35 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk

Indsigt Q1 2024