

# Divergenser og forandringer skaber muligheder

2023 var præget af divergens og forandringer med krig i Ukraine og Mellemøsten, geopolitisk turbulens, kraftigt stigende renter og et overraskende stærkt globalt aktiemarked. Aktiemarkedene bevægede sig i mange forskellige retninger, hvor nogle områder faldt meget, mens andre var overraskende stærke. Kinesiske aktier, den grønne energisektor og klassiske stabile vækstvirksomheder var overvejende negative, mens særligt Indien og IT-sektoren drevet med de syv store selskaber “The Magnificent Seven” steg markant oven på landvindingerne inden for AI (kunstig intelligens).

## Geopolitik og krige

Vi er vidner til et vigtigt skifte fra en mangeårig periode, hvor verden reelt har haft én supermagt, der dominerede den globale scene, til en multipolar verden, hvor flere lande med Kina i spidsen ønsker indflydelse. Det skifte har vidtrækkende konsekvenser og vil fortsætte med at skabe geopolitisk turbulens. De to aktuelle krige i den vestlige verden kan til dels siges at være forankrede i dette skifte mod en multipolær verden.

*Bo Knudsen*  
*Adm. direktør og Porteføljemanager*  
*C WorldWide Asset Management*

*“Aktiemarkedet stak i 2023 i flere retninger. 2024 vil sandsynligvis igen blive ganske forskelligartet med en ny fordeling mellem vindere og tabere”*





Som en konsekvens heraf vil vores tema ”Bigger Government” blive endnu mere aktuelt fremover. Krige er pr. definition et statsanliggende, og vi vil se staten øve endnu større indflydelse på tværs af erhvervslivet. ”Power Politics”, hvor nationale interesser definerer agendaen. Den grønne energiomstilling, hvor landene ønsker øget grad af selvforsyning, er et konkret eksempel, og vi har allerede vænnet os til statens indflydelse og kontrol med pengepolitikken. Dette vil sandsynligvis fortsat blive gældende fremover. Som investor er det vigtigt at investere i tråd med regeringers prioriteter og politikker.

Investeringsmiljøet bliver derfor forventeligt lidt mere besværligt sammenlignet med de seneste 30 år, hvor globaliseringen og de frie markeds kræfter styrede den politisk agenda. Derfor er det afgørende at være selektiv. Men forandringer skaber også nye interessante investeringsmuligheder.

### **Stigende renter, AI og divergensen på aktiemarkederne**

Aktiemarkederne var overordnet set positive i 2023, hvor MSCIs verdensindeks steg ca. 18 pct. Det var højere end vores forventninger set i lyset af de stigende (real-) renter og vores forventning om en svagere økonomisk vækst og mulig recession. Selvom konsensus i øjeblikket hælder mod en såkaldt økonomisk ”blød landing” for den vigtige amerikanske økonomi, er det stadig for tidligt at drage den endelige konklusion. Sandheden bliver ikke fortalt, hvis vi alene ser på de aktuelle økonomiske indikatorer, da der er en tendens til at undervurdere

---

*“Investeringsmiljøet bliver derfor forventeligt lidt mere besværligt sammenlignet med de seneste 30 år, hvor globaliseringen og de frie markeds kræfter styrede den politisk agenda. Men forandringer skaber også nye interessante investeringsmuligheder.”*

effekten af den langsommelige transmission af en strammere pengepolitik. Derfor ser vi fortsat en risiko for en vækstpause i første halvår af 2024, hvilket betyder, at investorer bør holde fokus rettet på virksomhedernes evne til at opretholde indtjeningen – selv i miljø med svagere eller negativ vækst.

Selvom vi ikke bruger meget tid på at forudsige den kortsigtede udvikling på aktiemarkedet, forventer vi ikke, at fremgangen forsætter uafbrudt i 2024. Aktiemarkedet stak i 2023 i flere retninger. 2024 vil sandsynligvis igen blive ganske forskelligartet med en ny fordeling mellem vindere og tabere. Derfor er ”Stock Picking” så vigtig.

I 2023 var renterne og AI økserne, der kløvede vinderne fra taberne. Stigende renter har skabt kraftig modvind til langvarige aktiver såsom vækstelskaber af høj kvalitet.

Dette ses bl.a. ved, at MSCIs indeks for minimumsvolatilitet

og MSCIs indeks for stabile forbrugsaktier underperformede det generelle aktiemarked med hhv. ca. 15 og 20 procentpoint. Et eksempel på et veldrevet og stabilt vækstelskab er schweiziske Nestlé. Aktiekursen er faldet omkring 17 pct. fra toppunktet i 2023 målt i schweizerfranc. Faldet skyldes primært den negative påvirkning på værdiansættelsen fra højere renter. Omvendt drev AI de store teknologiselskaber højt til vejrs, og de såkaldte ”Magnificent Seven” (Nvidia, Amazon, Tesla, Meta, Alphabet, Microsoft og Apple) blev som gruppe mere eller mindre fordoblet i værdi.

Denne divergens skaber dog også muligheder – især fordi vi ser, at pengepolitikens kurs vil vende i 2024. Vi tror, at vi har nået toppen i den amerikanske rente-

---

*“I 2023 var renterne og AI økserne, der kløvede vinderne fra taberne.”*

—  
*“Vi tror, at vi har nået toppen i den amerikanske rentecyklus, hvilket har vigtige konsekvenser for markedsudsigterne for 2024 og udsigterne for enkeltaktier.”*

cyklus, hvilket har vigtige konsekvenser for markedsudsigterne for 2024 og udsigterne for enkeltaktier. Lavere renter vil fjerne modvinden for de langtidsholdbare aktier, og udviklingen for disse aktier kan i 2024 blive et spejlbillede af den negative udvikling i 2023. Obligationsrenterne begyndte allerede at falde her i slutningen af 2023, og vi tror, at denne udvikling kan fortsætte i 2024.

AI er efterhånden et veldebatte emne, men vi interesserer os mest for, hvordan AI påvirker virksomhedernes indtjening. Indtjeningsudviklingen er nemlig den fundamentale drivkraft for aktiekurserne. Her kan det være relevant at sammenligne udviklingen med internettets gennembrud for mere end 20 år siden. I slutningen af 1990'erne og starten af 2000'erne var der et børsboom inden for IT-aktierne, men indtjeningen steg ikke tilsvarende. Den positive effekt på virksomhedernes indtjening skete først, da forretningsmodellerne havde modnet. Det var først efter 2010, hvor udbredelsen af sociale medier og markedet for online annoncering blomstrede, det såkaldte Internet 2.0, at indtjeningen boomede, og vi så mere sunde og fundamentalt drevne aktiekursstigninger.

I dag er det centrale spørgsmål så, om AI kan sammenlignes med Internet version 1.0 eller 2.0., og om vi vil se en årrække uden positiv indvirkning på virksomhedernes indtjening, eller om AI vil føre til et indtjeningsboom? Vi tror, at svaret vil være nuanceret, hvor selektivitet igen vil være nøglen. Nogle virksomheder vil i en tidlig fase kunne tjene penge med AI-produkter, der forbedrer produktiviteten. Her vil de store selskaber have en umiddelbar fordel. Microsoft, Adobe og Google (Alphabet) har leveret nogle bemærkelsesværdige annonceringer. Adobe var først, og derefter fulgte Microsoft og Google med en erklæring om, at brugere af deres AI-værktøjer i forretningsøjemed ikke behøver bekymre sig om den centrale risiko ift. ophavsrettigheder. Hvis man bruger produkterne fra en af disse tre giganter, påtager de sig tilsyneladende den juridiske risiko. Omvendt er det svært

for de mindre konkurrenter med en lavere finansiel styrke at tilbyde en sådan garanti og sikkerhed. Skala er vigtig, især inden for AI. Skala giver adgang til store mængder data, mulighed for at kunne udnytte den eksisterende kundebase, og endelig risikodeling gennem finansiel styrke. De store etablerede virksomheder har dermed mulighed for at øge omsætningsvæksten gennem produkter, der giver kunderne en økonomisk fordel og produktivtetsgevinst her og nu.

Vi har for nylig udgivet artiklen “Sådan har vi eksponering til kunstig intelligens”, hvor vi forklarer, hvordan vores porteføljevirkosomheder er positioneret til at udnytte mulighederne ved AI.

### **Japan og Indien drager fordel af geopolitisk uro**

Når vi bevæger os ind i en mere multipolær verden, vil geopolitik skabe usikkerhed og forandring. Men i takt med at den politiske dagsorden ændrer sig, tilpasser virksomhederne sig det nye miljø. Og denne ændring skaber muligheder. Et eksempel herpå er skiftet mod flere forsyningskæder og flytning af produktion tættere på hjemmemarkedet. Det er en kæmpe forandring, og udviklingen er i gang.

Selvfølgelig er det uundgåeligt, at Kina bliver ramt, men det betyder ikke, at der ikke stadig er gode selskaber og interessante muligheder i Kina. Kina ønsker at bevæge sig opad i den industrielle værdikæde og har tre prioriteter: 1) grøn, digital og smart produktionsteknologi. 2) udvidelse af lederskabet inden for vedvarende energi, højhastighedstog og kunstig intelligens. 3) områder, hvor selvforsyning er kritisk – f.eks. ved fremstilling af industrielle/videnskabelige instrumenter, elektroniske komponenter, specialmaterialer og industriel software. I Europa og USA vil vi se en stigning i antallet af fabrikker, mens andre store vindere er Mexico, Japan og Indien. Mexico har opnået en stærk position som fremstillingscenter for USA, og derfor er der stærk økonomisk vækst i den nordlige og centrale del af landet. I Japan bygges der nu en række nye halvlederfabrikker i samarbejde med taiwanske og japanske virksomheder især på den sydlige ø i Japan kaldet Kyushu. Kyushu har nogenlunde samme størrelse som Taiwan og er geografisk godt positioneret som et alternativ til Taiwan for at sikre ekstra forsyningsveje af halvlederships.



*“Indien er for os at se et af de mest interessante langsigtede investeringsområder, ja, måske en af de bedste muligheder gennem de seneste 30 år.”*

Indien er måske det land som nyder størst gavn af behovet for nye produktions- og forsyningskæder. Det kommer oven på en allerede gunstig position som et land med en stor, voksende og ung befolkning ledet af en reformfokuseret regering, der er på forkant med at udnytte de nyeste teknologier. Vi mener, at alle investorer bør have Indien i tankerne, når investeringsporteføljen skal sammensættes. Vi har været positive på Indien og investeret i landet i mange år. Vores positive syn er kun blevet bekræftet efter et længere besøg i landet. Indien er for os at se et af de mest interessante langsigtede investeringsområder, ja, måske en af de bedste muligheder gennem de seneste 30 år.

### **Konkurrence om kapital er vores grundlæggende princip**

Vi tror, at 2024 bliver endnu et år med store forskelle på aktiemarkedet. Drivkræfterne vil være en mere lempelig pengepolitik og et sværere økonomisk miljø.

*“De imponerende landvindinger inden for AI gør, at udviklingen af det digitale samfund vil fortsætte som et stærkt tema i 2024.”*

Aktiver med lang varighed såsom de stabile kvalitetsvækst-selskaber bør få medvind, da lavere renter vil understøtte deres værdiansættelse. Cyklisk vækst vil omvendt blive mere udfordret. De imponerende landvindinger inden for AI gør, at udviklingen af det digitale samfund vil fortsætte som et stærkt tema i 2024. Størrelse er her en umiddelbar fordel, hvilket i første omgang understøtter de dominerende IT-virksomheder ligesom lavere renter også understøtter værdiansættelsen af disse.

Vores investeringsfilosofi bygger på ideen om maksimalt 30 aktier. Dette har været et bærende princip siden vores start i 1990. Begrænsningen om 30 aktier skaber konkurrence om kapitalen, hvor de ”svagere selskaber” konstant bliver vurderet og udfordret. Vores aktieanalyser frembringer løbende nye investeringsemner. Disse kandidater er vores pipeline, som vi sammenligner mod de eksisterende beholdninger. Denne løbende konkurrence om kapital vurderer vi ud fra et tidsperspektiv på et, fem-, syv- eller endda op til ti år. Vores investeringskalkuler ser altid igennem en eventuel recession, vi ser analyser gennem en økonomisk cyklus for at finde den bedste afkastrisikoprofil. Investering er mere et maraton end et sprint. En maratonløber ved, at det er en hård udfordring og forbereder sig derfor på det. En sprinter tænker naturligt mere kortsigtet – nøjagtig som en kortsigtet investor, der higer efter en umiddelbar belønning. Maraton kræver udholdenhed og disciplin. Det samme gælder for langsigtet investering, som er en maraton uden afslutning.

*“Vores investeringsfilosofi bygger på ideen om maksimalt 30 aktier. Dette skaber konkurrence om kapitalen, hvor de ”svagere selskaber” konstant bliver vurderet og udfordret.”*

## Disclaimers

EU: This is marketing material. This publication is prepared by C WorldWide Asset Management Fondsmæglerelskab A/S. It is provided for information purposes only and does not constitute, and shall not be considered as, an offer, solicitation or invitation to engage in investment operations, as investment advice or as investment research. The publication has thus not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research, and it is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. Opinions expressed are current opinions only as of the date of the publication. The publication has been prepared from sources C WorldWide Asset Management Fondsmæglerelskab A/S believes to be reliable and all reasonable precautions have been taken to ensure the correctness and accuracy of the information. However, the correctness and accuracy is not guaranteed and C WorldWide Asset Management Fondsmæglerelskab A/S accepts no liability for any errors or omissions. The publication may not be reproduced or distributed, in whole or in part, without the prior written consent of C WorldWide Asset Management Fondsmæglerelskab A/S. Past performance does not indicate future performance.

US: This is marketing material. This publication has been prepared by C WorldWide Asset Management Fondsmæglerelskab A/S (CWW AM). CWW AM is a registered Danish investment firm located at Dampfaergevej 26, DK-2100 Copenhagen, Denmark. CWW AM's Danish company registration no is 78420510. CWW AM is registered with the SEC as an investment adviser with CRD no 173234. This publication is provided for information purposes only and does not constitute, and shall not be considered as, an offer, solicitation or invitation to engage in investment operations, as investment advice or as investment research. The publication has thus not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research, and it is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. Opinions expressed are current opinions only as of the date of the publication. The publication has been prepared from sources CWW AM believes to be reliable and all reasonable precautions have been taken to ensure the correctness and accuracy of the information. However, the correctness and accuracy is not guaranteed and CWW AM accepts no liability for any errors or omissions. The publication may not be reproduced or distributed, in whole or in part, without the prior written consent of CWW AM. All figures are based on past performance. Past performance does not indicate future performance. The return may increase or decrease as a result of currency fluctuations.

UK: This document has been prepared by C WorldWide Asset Management Fondsmæglerelskab A/S (CWW AM). CWW AM is a focused asset manager registered as an investment firm with the Danish FSA. CWW AM is located at Dampfaergevej 26, DK-2100 Copenhagen, Denmark, CVR registration number 7842 0510. This document is directed at persons having professional experience of participating in unregulated schemes (investment professionals) and high net worth companies (as defined under art. 14 and 22 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemptions) Order 2001). The document and any investment or investment activity to which it relates is available only to such persons and will be engaged in only with such persons. Any other person should not rely or act on the statements made in this document. The content of this presentation is confidential, and redistribution or reproduction is prohibited. The presentation is provided for information purposes only and does not constitute, and shall not be considered as, an offer, solicitation or invitation to engage in investment operations as investment advice or as investment research. CWW AM is not responsible for the suitability of the information in the presentation. Opinions expressed are current opinions only as of the date of the presentation. The presentation has been prepared from resources CWW AM believes to be reliable and all reasonable precautions have been taken to ensure the correctness and accuracy of the information. However, the correctness and accuracy are not guaranteed and CWW AM accepts no liability for any errors or omissions. This presentation contains information on investments which does not constitute independent research. Accordingly, it is not subject to the protections afforded to independent research and CWW AM, and its employees may have dealt in the investments concerned. 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.

**C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMAEGLERSELSKAB A/S**

Dampfaergevej 26 · DK-2100 Copenhagen

Tel: +45 35 46 35 00 · Fax: +45 35 46 36 00 · VAT 78 42 05 10 · [cworldwide.com](http://cworldwide.com)

Q1 2024