

Den regionale faktor får øget betydning



Passive investeringer udfordrer sund markedsdynamik

Kina er for vigtigt til at ignorere

Trods turbulens er Indien stadig en gylden mulighed



Hold dig opdateret

Med C Worldwide Update får du en kort fokuseret status og opdatering på vores forventninger til aktiemarkedet.

Se seneste update ↗



Indhold

LEDER	04	Af Bo Knudsen og Tim Kristiansen
--------------	-----------	----------------------------------

ARTIKLER	07	Den regionale faktor får øget betydning
	14	Passive investeringer udfordrer sund markedsdynamik
	17	Kina er for vigtigt til at ignorere
	23	Trods turbulens er Indien stadig en gylden mulighed

KVARTALSSTATUS	28	Globale Aktier KL
	30	Globale Aktier Etik KL
	32	Stabile Aktier KL
	34	Asien KL
	36	Emerging Markets KL
	38	Indien KL

OM C WORLDWIDE	40	En grundfilosofi – seks afdelinger
	42	Investeringsforeningen C WorldWide

Kære investor

Trump blinkede først

Vi har tidligere sagt, at præsident Trump med sin forretningsmæssige baggrund kunne forventes at føre en erhvervsvenlig politik, der samtidigt var understøttende for aktiemarkedet. Selvom vi var klar over, at Trumps politik ville skabe usikkerhed og udsving på aktiemarkedet, er vi overraskede over, at uforudsigelighed er blevet et så centralt instrument i Trumps værktøjskasse. Dette er den nye virkelighed, vi må navigere i, og det skaber usikkerhed.

I skrivende stund (10. april) er markederne i år nu faldet ca. 12 pct. som følge af Trumps toldkrig mod resten af verden. Selv om der er lagt op til forhandling, er der stadig risiko for,

“

At uforudsigelighed er blevet et så centralt værktøj i Trumps værktøjskasse, er en overraskelse.



at toldtarifferne kan føre til en eskalerende handelskrig. En handelskrig, som kan føre til en global recession. Umiddelbart er det svært rationelt at forstå Trumps motiver, hvilket gør det ekstra usikkert som investor at navigere i. Et motiv er USA's stigende gældsætning med en rentebyrde, der nu vejer tungt på statsbudgettet. Denne byrde skyldes i høj grad, at amerikanerne har haft en for lav opsparring og et for højt forbrug. Det er dog svært at se, hvordan en global handelskrig, hvor alle bliver tabere, er den rigtige langsigtede løsning for USA.

Så er de aktuelle kursfald en korrektion og en købsmulighed for en langsigtet investor, eller ser vi ind længere periode med negative markeder?

Svaret afhænger af den fremtidige politiske retning. I tidligere kriser, f.eks. under Covid-19 og finanskrisen, kunne vi spejde efter myndighedernes hjælp via finans- og pengepolitiske lempelser. Denne gang skyldes krisen et politisk (fejl-) tiltag.

Trump spiller højt spil, og hans zigzag-kurs skaber nervøsitet og uro. Men selv han kan ikke leve med stigende obligationsrenter, en global recession og stigende arbejdsløshed. Derfor har Trump 'blinket med det ene øje' og sat handelskrigen på pause i 90 dage. Dog ikke i forhold til Kina, som nu er blevet centrum for handelskrigen. Hvis der kommer en recession og stigende arbejdsløshed i USA, må det også ventes, at centralbankdirektør Powell blinker, selvom toldtariffer i første omgang vil løfte de indenlandske priser.

Et gammelt ordsprog på kapitalmarkederne siger, man skal være forsigtig med "at gribe en faldende kniv" (altså at købe før markedet er faldet til ro), så vi anbefaler at have is i maven, og at man som investor fastholder den langsigtede tilgang.

Den globale verdensorden er blevet permanent forandret over de sidste par måneder, og i vores

Resultat 1. kvartal 2025

Afdeling	Afkast 1. kv	Benchmark 1. kv
Globale Aktier KL	-6,1%	-5,4%
Globale Aktier Akk. KL	-6,1%	-5,4%
Globale Aktier Etik KL	-6,5%	-5,4%
Stabile Aktier KL	4,5%	1,8%
Asien KL	-5,3%	-2,4%
Emerging Markets KL	-8,1%	-1,3%
Indien KL	-12,0%	-6,9%

kommende artikel "Den regionale faktor får øget betydning" forklarer vi nogle af de tendenser, der nu viser sig. Vores hovedkonklusioner er, at den amerikanske aktiedominans og dollar formentligt har toppet, at nationalstaten kommer endnu mere i centrum, og verdensordenen bliver endnu mere regionsopdelt – også det, vi kalder en multipolar verden. Europa træder nu på vækstspeederen med lempeligere finanspolitik og militær oprustning. De sidste 15 år har været domineret af de globale (IT) selskaber, men nu ser vi værdi i selskaber, der agerer på lokale og regionale markeder. Endelig er en faldende dollar typisk positivt for emerging markets, og her er det lande med stærke indenlandske vækstudsigter, som er interessante. Dette gælder eksempelvis Indien.

Handelskrig sænkede markederne

Handelskrigen satte sine tydelige spor på aktiemarkederne i første kvartal med stor volatilitet og fald i verdensindekset på ca. 5 pct. En negativ udvikling, der som beskrevet er fortsat i april måned, hvor kurserne er faldet yderligere. Der var dog stor divergens på markederne. Hvor de amerikanske aktier tidligere har været drivkraften bag kursstigningerne, er de blevet hårdest ramt af

Trumps handelskrig med et fald på 8,4 pct. (målt i DKK). Omvendt steg de europæiske aktier 6,1 pct. – bl.a. som følge af Tysklands beslutning om at tillade et større statsunderskud for at finansiere en oprustning samt en generel mere attraktiv prisfastsættelse af markederne i Europa efter flere år med underperformance. Der var også stor divergens i emerging markets, hvor de kinesiske aktier steg 10 pct. (målt i DKK) oven på fornyet tro på Xi's støtteinitiativer til økonomien, mens Indien oplevede et fald på 7 pct. efterat have været et af de bedste aktiemarkeder i verden de seneste to år.

Stabile aktier viser sit værd

Det er særligt i perioder med kursfald og høj usikkerhed, at værdien af de såkaldte stabile aktier og deres mere forudsigelige forretningsmodel kommer til sin ret. Dette er baggrunden for, at afdeling Stabile Aktier rent faktisk var i stand til at skabe et positivt afkast på 4,5 pct. i første kvartal på trods af de faldende markeder. En del af afdelingens investeringer har været i guldaktier, som har gjort det godt under denne uro. Afdelingen kan være interessant for dig som investor, hvis du ønsker en lidt mere forsigtig eksponering til

aktiemarkedet. Afdelingen investerer i selskaber, som har en relativt lav følsomhed over for de økonomiske konjunkturer, og som har en relativt forudsigelig stabil indtjeningsvækst. Ved at finde forskelligartede investeringer forsøger vi at gøre porteføljen robust over for markedsudsving, men stadigvæk få gavn af den langsigtede økonomiske vækst.

“

Vores hovedkonklusioner er, at den amerikanske aktiedominans og dollar formentligt har toppet, samt at verdensordenen bliver endnu mere regionsopdelt.

De øvrige afdelinger kunne ikke undslippe markedsnedgangen og fik negative afkast i 1. kvartal. I starten af april er markedsfaldene fortsat, og i skrivende stund er de fleste af afdelingerne faldet omkring 15 pct. Afdeling Stabile Aktier er dog fortsat bedst med et mere beskedent fald på 4 pct.

Du kan læse mere om vores forventninger, afdelingernes strategi og afkastet i kvartalsorienteringen.

Indsigter om passive investeringer, Kina og Indien

I 2024 så vi en historisk høj markedsconcentration, hvor afkastene var ført an af de få store, primært IT-selskaber. Samtidigt fortsatte investorerne med at investere store summer i de passive indeksfonde. I artiklen "Passive investeringer udfordrer sund markedsdynamik" forklarer vi, at der er en nøje sammenhæng mellem disse to udviklinger, da likviditeten – noget overraskende – er mindre i de store selskaber end i de små, når man måler likviditet ift. størrelse. Dette betyder, at flow til de passive fonde løfter kurserne på de store selskaber mest. Dette er en risikofaktor for passive investeringer, for effekten vil være modsatrettet med de største fald til de passive investeringer, når udviklingen vender. Samtidigt betyder den høje koncentration af IT-aktier og enkeltaktier i indeksene, at man som investor har en høj aktiespecifik risiko og en høj sektorrisiko.

Endelig har vi to artikler om Indien og Kina. Trods den nuværende kursnedgang i Indien, ser vi fortsat positivt på Indien som en af de bedste langsigtede investeringsmuligheder. Ikke mindst kan vi nu konstatere, at de kinesiske virksomheder for alvor er blevet førende inden for mange vigtige områder, og derfor er Kina i dag blevet for vigtig til at ignorere for en global investor.

Bo Knudsen Tim Kristiansen



Den regionale faktor får øget betydning

USA udgør 4 pct. af verdens befolkning, 25 pct. af verdens BNP og 35-40 pct. af virksomhedsindtjeningen verden over. Men med mange års outperformance af amerikanske aktier udgør USA nu hele 66 pct. af verdens aktiemarkeder målt på kapitaliseret værdi. De seneste års dominans af amerikansk teknologi og amerikanske aktier er dog blevet udfordret her i begyndelsen af Donald Trumps anden præsidentperiode. De amerikanske aktier har klaret sig betydeligt dårligere end resten af verden siden valget af Trump og har i høj grad været drevet af nedgang i de største amerikanske teknologivirksomheder.

Så sent som i december var investorerne mere positive end nogensinde før ift. fortsat amerikansk dominans på aktiemarkedet, se figur 1. I december var amerikanske aktier overvægtet i globale porteføljer af 36 pct. af de adspurgte porteføljeforvaltere (netto) i en undersøgelse foretaget Bank of America. Det er det højeste niveau nogensinde. Samme undersøgelse viste desuden den højeste overvægt af amerikanske aktier ift. til aktier i

eurozonen siden 2012, året for gældskrisen i euroområdet.

Vi mener, der er et vigtigt budskab i denne nye – og for de fleste – overraskende nedtur i amerikanske aktier. Trump-administrationen søger fuldstændigt at omskrive rammerne for USA's globale forsvars- og sikkerhedspolitik, handels- og udenrigspolitik samt rammerne for reserveaktiver. Samtidig er målet at omstrukturere den indenlandske økonomi, så den bevæger sig fra en offentlig sektor drevet vækst over mod højere vækst i den private sektor.

Den mest dramatiske begivenhed for mange af USA's vigtige allierede har været erkendelsen af, at de ikke længere blindt kan stole på den amerikanske militærparaply. Dette har fået Europa til at vågne op og betræde en ny, bekostelig og vanskelig vej for at blive mere uafhængig af USA. Det er svært at overvurdere de potentielle effekter af denne udvikling. Mest sandsynligt vil "America First" og indførelsen af toldtariffer tvinge andre lande til at forfølge deres egne nationale dagsordner. Andre lande vil sikre deres egne natio-



Morten Springborg
Tematisk Specialist
C WorldWide Asset Management

“

Nationer vil knytte stærkere økonomiske og finansielle bånd med tætte strategiske og regionale allierede. Disse markante ændringer kan ikke undgå at påvirke kapitalmarkederne med betydelige regionale konsekvenser. Dette giver anledning til en ny vigtighed af den regionale faktor for globale investorer.

nale interesser ved at beskytte den indenlandske industri og tage større ansvar for deres forsvar ved at indgå nye alliancer og søge fælles fodslag med nye, typisk regionale partnere. Måske er det mere ildevarslende – når alle er sig selv nærmest, og når det historiske samarbejde baseret på en såkaldt “regelbaseret orden og tillid” falder fra hinanden – at det efterlader et vakuum af ustabilitet og volatilitet. Denne udvikling sætter yderligere fart på styrkelsen af Nationalstaten. Nationer vil knytte stærkere økonomiske og finansielle bånd med tætte strategiske og regionale allierede. Disse markante ændringer kan ikke undgå at påvirke kapitalmarkederne med betydelige regionale kon-

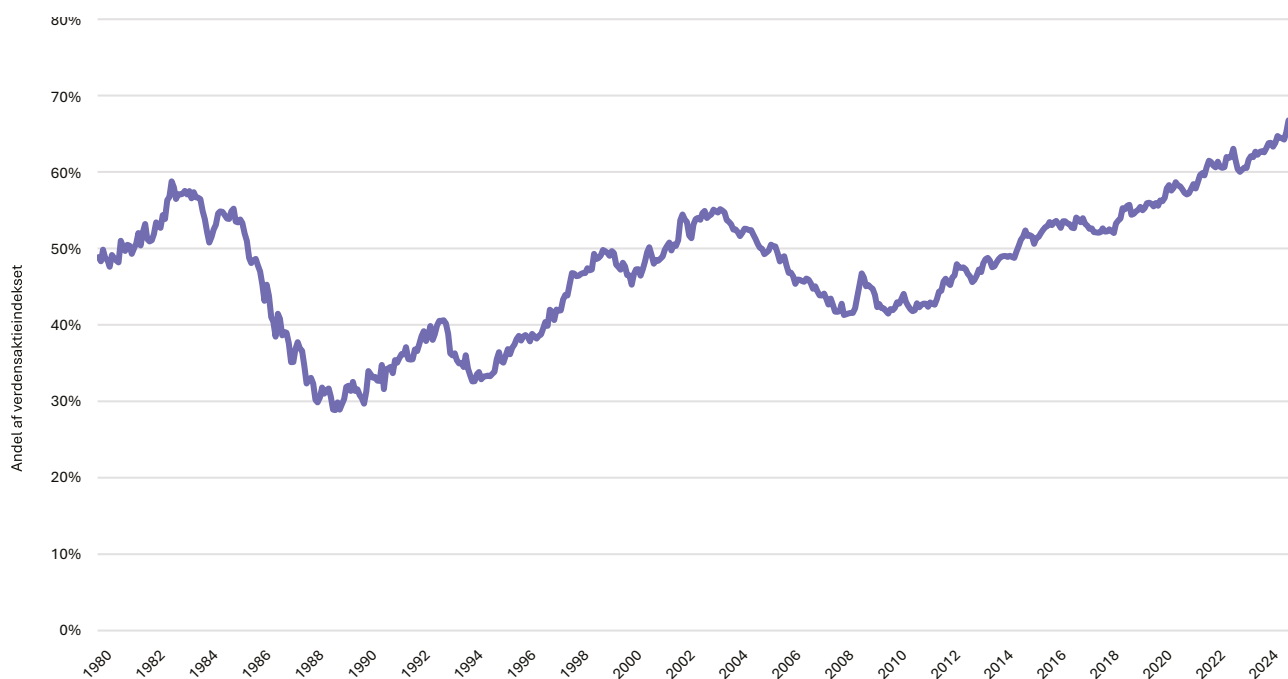
sekvenser. Dette giver anledning til en ny vigtighed af den regionale faktor for globale investorer.

USA's særlige status under opbrud

Trump-administrationen forsøger med rette at adressere uholdbarheden af statsunderskuddet og den stigende gældsætning, da dette udgør en reel trussel mod USA's økonomiske stabilitet. Den høje amerikanske vækst og virksomhedernes rentabilitet er blevet styrket af et højt finanspolitisk budgetunderskud, hvilket er uholdbart på længere sigt. Offentlige underskud bidrager direkte til virksomhedernes overskud via den såkaldte Kalecki-ligning¹. Store finanspolitiske underskud

Figur 1

Det amerikanske aktiemarked fylder mere og mere



Kilde: MSCI, marts 2025

1 Overskud = Investeringer-Opsparring+Budgetunderskud+Nettoeksport

tilfører likviditet til økonomien og stimulerer efterspørgslen, som dermed øger virksomhedernes indtægter og overskud. Denne dynamik har været en vigtig drivkraft for udviklingen i amerikanske aktier det sidste årti, da USA har ført en af de mest lempelige finanspolitikker blandt de større økonomier.

Men hvis der indføres nye politikker, der sigter mod at reducere det statslige budgetunderskud, såsom "DOGE"-tiltaget fra Elon Musk, kan indflydelsen på virksomhedernes overskud blive signifikante. Hvis det alt andet lige lykkes den amerikanske administration at sænke budgetunderskuddet fra 7 til 3 pct. inden 2028, vil overskuddet i de amerikanske virksomheder ifølge Kalecki-ligningen alt andet lige falde i omegnen af 25 pct.

Endelig vil indførelsen af de nye tariffer og usikkerheden om den fremtidige retning påvirke økonomien negativt og svække erhvervslivets og

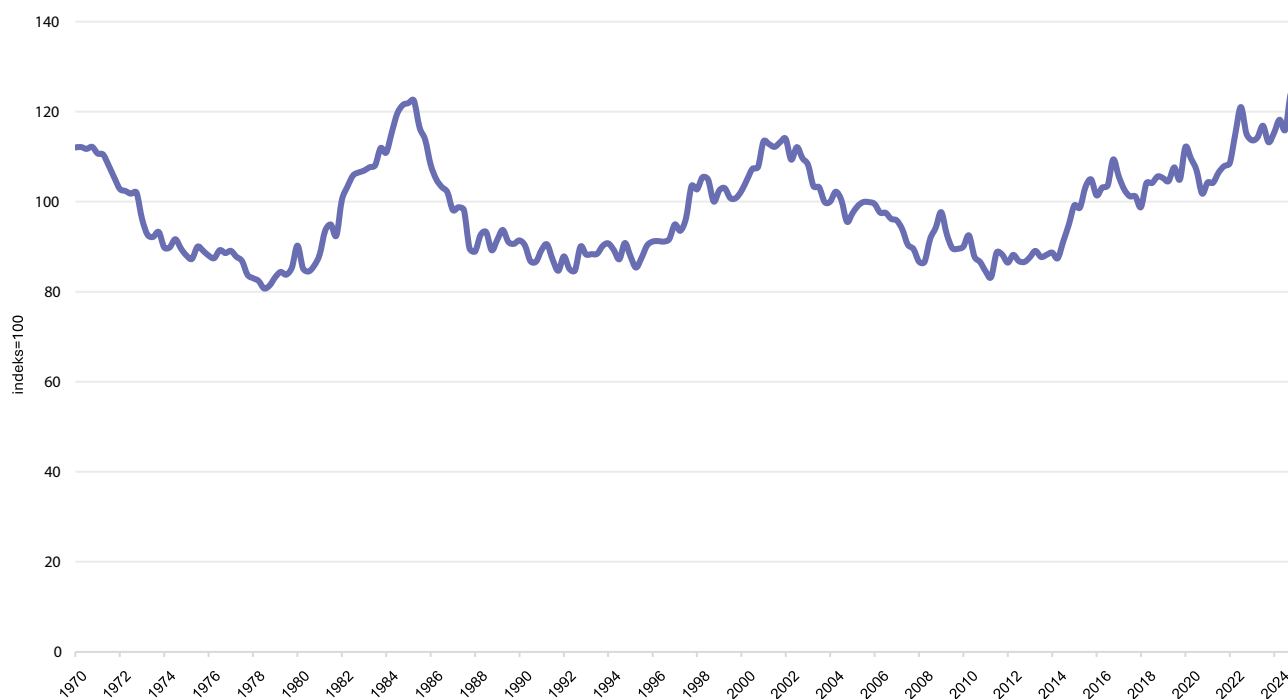
forbrugernes tillid. Faldende aktivpriser, først og fremmest faldende aktiemarkeder, kan føre til en betydelig svækkelse af privatforbruget pga. negative velstandseffekter. En nylig artikel i Wall Street Journal refererer, at 10 pct. af de rigeste amerikanere står for halvdelen af det amerikanske forbrug.

Endelig spiller den høje værdi af US-dollar en central rolle i MAGA's syn på årsagerne til udfordringerne i den amerikanske økonomi. Analysen er, at dollaren skal falde i værdi for at reducere underskuddet på handelsbalancen og flytte produktionen tilbage til USA. Denne analyse har på sin vis sin berettigelse, da mange anser dollaren lige så stærk og overvurderet siden 1985, hvor vi så Plaza-aftalen blev indgået.

Lægger vi disse forhold sammen, kan man sagtens forestille sig en lavere selskabsindtjening og lavere kapitalstrømme til USA, som derved får dollaren til at falde. Dette kan påvirke prisfastsættelsen af de

Figur 2

Dollarudvikling målt i handelsvægtede termer



Kilde: Bloomberg, marts 2025

“

Europa gennemgår nu en historik hurtig transformation drevet bl.a. af: Ønsket om strategisk autonomi, Tysklands markante finanspolitiske skifte og Europas plan om at bruge forsvarsudgifter til at stimulere økonomien og fjerne interne barrierer inden for det indre marked.

amerikanske aktier og dermed vende den positive spiral, der har været grundlaget for den exceptionelle udvikling på det amerikanske aktiemarked. De amerikanske aktiers andel af det globale aktiemarked kan derfor have toppet, og måske står vi ved begyndelsen til en normalisering af andelen fra de nuværende knap 70 pct. til en andel tættere på 50 pct. C WorldWides afdeling Globale Aktier er aktuelt undervægtede i amerikanske aktier.

Oprustning og lempelig finanspolitik i Europa

Europa har næsten kronisk underperformet – både mht. økonomisk vækst og på aktiemarkedet – siden finanskrisen i 2008. Kontinentet har været udfordret af den private sektors behov for at mindske gældsætningen og de selvskabte begrænsninger i landenes mulighed for at føre en mere lempelig finanspolitik. Hertil kommer, at erhvervsstrukturen er tung inden for de gamle industrier som bil- og kemisektoren, mens investeringer og udvikling inden for fremtidens vækstindustrier har haltet bagefter. Eller sådan er den gængse opfattelse i hvert fald.

Men alt dette er nu kommet til en ende. Med Donald Trump har Europa fået et chok, der kræver en ny fundamental tilgang til finanspolitik, forsvarsbudgetter og økonomisk vækst. Dette seismiske skift er antændt ved Trumps handelskonflikt med EU, antydningen om at trække sig ud af NATO, fredsdiskussionerne med Rusland om Ukraine uden om Europa og standsningen af militær bistand til Kiev. Denne aggressive adfærd har tvunget de europæiske nationer til at genoverveje deres langvarige antagelser om transatlantiske forbindelser og sikkerhedsgarantier. Hele grundlaget for europæisk politik siden 1945.

Europa gennemgår nu en historik hurtig transformation drevet bl.a. af: Ønsket om strategisk autonomi, Tysklands markante finanspolitiske skifte og Europas plan om at bruge forsvarsudgifter til at stimulere økonomien og fjerne interne barrierer inden for det indre marked. Dette har udløst en kapitaltilstrømning til europæiske aktier i et tempo, vi sjældent har set. Og mens de amerikanske aktier faldt i 1. kvartal, steg de europæiske.

Anskuet gennem Kalecki-ligningen er Europas, og særligt Tysklands, frigørelse af de stramme rammer for finanspolitikken et seismisk skifte for indtjeningsudsigterne i Europa og værdiansættelsen af de europæiske aktier. Planen lyder på at bruge årligt næsten 2,2 pct. af BNP på forsvar og infrastruktur over det næste årti. Hertil kan Europas forsvarsplan "ReArm Europe" stå for investeringer op imod euro 800 mia. Dette er ca. 0,5 pct. af BNP årligt.

Europa befinder sig nu i en krigstidsøkonomi. Ursula von der Leyen beskriver den som "en ny æra med oprustning." En krigsøkonomi betyder grundlæggende ændrede nationale prioriteter og omlægning af ressourcer fra civilt forbrug til militære behov. Dette er et nyt økonomisk paradigme.

For at sikre en effektiv ressourceallokering betyder krigsøkonomier ofte, at regeringsmagten bliver mere centraliseret, også ift. styring af erhvervslivet. Vi er ikke nået dertil endnu, men vi ser allerede, at regeringerne opfordrer til konsolidering blandt forsvarsvirksomhederne i Europa, og der har været opfordringer til, at europæisk kapital investeres i europæisk forsvar og relaterede virksomheder. Et eksempel er den meget lidt konkurrencedygtige europæiske bilindustri, som står til at blive hårdt ramt af tariffen. Med den "utilsigtede bistand" fra præsident Trump er vi nu tættere på, at bilprodu-

centerne begynder at omdirigere produktionskapacitet til den europæiske forsvarssektor².

Europa-Kommissionen arbejder på at reducere kapitalstrømningen ud af Europa, herunder at stoppe kapital for EUR 300mia. om året, der i dag går til USA. Både præsident Macron og den tidligere præsident for Den Europæiske Centralbank Mario Draghi har fremhævet, at EU skal styrke sine finansielle markeder, forbedre industripolitikken og investeringsbetingelserne for at fastholde europæisk kapital inden for regionen og understøtte den europæiske vækst.

Vi ser hermed ind i en udvikling i USA med strammere finanspolitik og lavere vækst, mens billedet for Europa er mere positivt med en lempelig finanspolitik og højere vækst. Hertil er de hårde stramninger i Sydeuropa siden finanskrisen også ved at være et overstået kapitel, hvor Sydeuropa i dag er den hurtigst voksende region i Europa. F.eks. var væksten i Spanien i 2024 på 3,2 pct.

I betragtning af de senere års store kapitalstrømme fra Europa til USA, skal der ikke større ændringer i disse flows til, førend det kan have en positiv effekt på de mindre aktiemarkeder i Europa. Og det er netop det, vi er begyndt at se i 1. kvartal 2025. C Worldwides globale strategi har en overvægt i europæiske aktier.

Fordel med en stor indenlandsk økonomi i emerging markets

Den potentielt større spredning af de internationale kapitalstrømme og en svagere dollar, som det mest sandsynlige scenarie, er generelt positivt for emerging markets, hvilket kan skabe en positiv spiral for disse markeder.

Vi har generelt en præference for lande i Asien, som har en stor indenlandsk orienteret økonomi,



2 Volkswagen vil gerne genåbne produktion af militærudstyr til Tyskland

som f.eks. Indien. I en mere usikker verden, hvor globaliseringen er under pres, og den regionale faktor har større betydning, er det naturligt at have fokus på lokale frem for globalt afhængige og eksporttunge økonomier.

Indiens selskaber er kun i mindre omfang afhængige af eksportmarkederne sammenlignet med mange andre lande. Samtidigt har Indien en stærk indenlandsk økonomi og er godt positioneret til at blive en af de største vindere i den nye multipolære verdensorden, hvor de globale virksomheder ønsker at udbygge og gøre deres forsyningskæder mere robuste. Premierminister Modis økonomiske reformer ift. at fremme investeringer og det private erhvervsliv, kombineret med Indiens massive udbygning af fysisk og digital infrastruktur baner, sammen med en stærkt voksende middelklasse, vejen for en mangeårig rejse med høj og forudsigelig vækst.

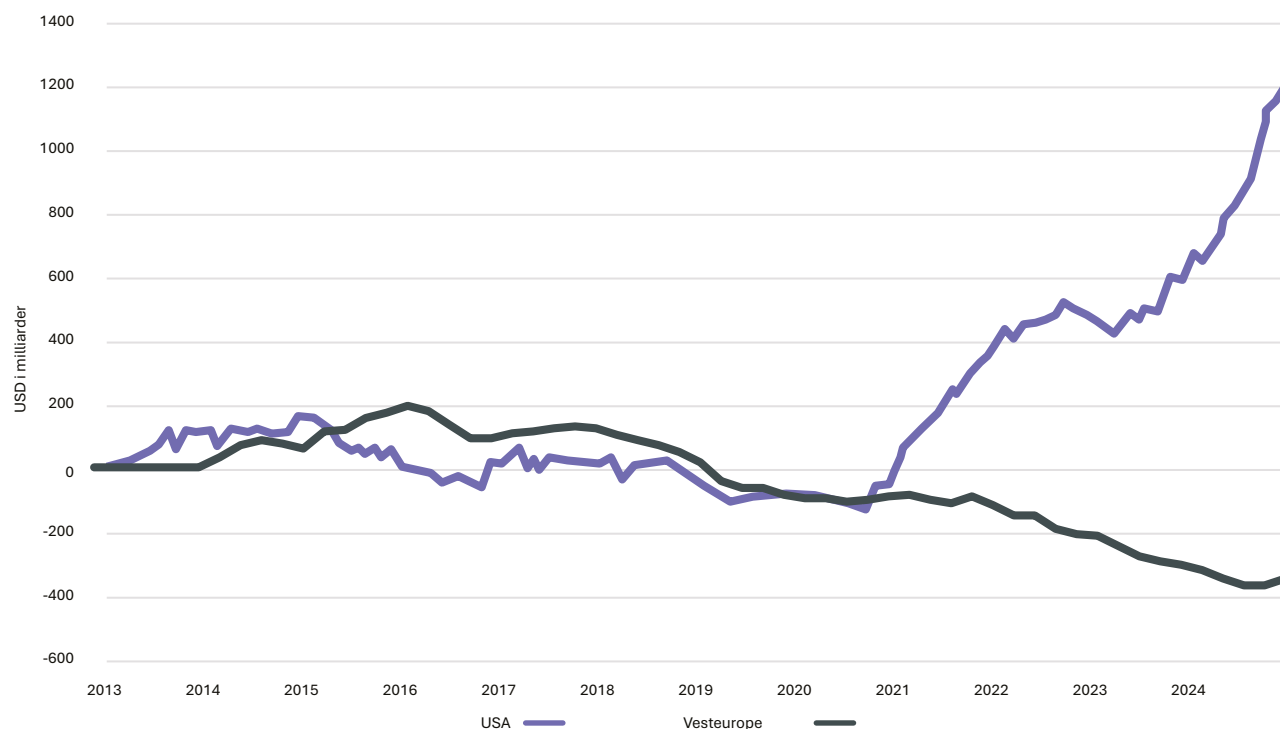
Udsigterne for multinationale selskaber?

Alt andet lige er en mere fragmenteret og regional verdensøkonomi ikke gode nyheder for de globale såkaldte platformsvirksomheder, som har nydt godt af globaliseringstrenden i de seneste årtier. Mange globale virksomheder har dog forstået vigtigheden af at være lokale og globale på en og samme tid.

Et eksempel er den svenske producent af låse Assa Abloy, som gennem tre årtier har nydt godt af globaliseringen med stigende eksport til hele verden. Alligevel tror vi, at virksomheden kan fortsætte væksten i den nye mere regionale og fragmenterede verdensøkonomi. Årsagen er at de stærkere nationale grænser skaber en konkurrencebarriere for nye aktører, men som omvendt beskytter de etablerede. Assa Abloy globale dominans giver selskabet en stor fordel på produktionsomkostninger, hvilket gør det svært for lokale aktører at konkurrere. Endelig er amerikanske toldsatser

Figur 3

Akkumulerede kapitalflows, USA og Europa



Kilde: EPFR Global and AB, marts 2025

“

En svagere dollar er generelt positivt for Emerging Markets.

formentlig en fordel. Det amerikanske marked udgør 47 pct. af salget, hvoraf ca. 2/3 af materialeomkostningerne ligger i USA. Importdelen er primært låse til boliger, hvor ca. 85 pct. er importeret – sandsynligvis størstedelen fra Mexico. Dette synes umiddelbart som en trussel, men Assa Abloy's største amerikanske konkurrent står i samme situation. Med førende mærker, større produktionsfleksibilitet og mulighed for at øge produktionen i USA, kan virksomheden navigere i denne nye virkelighed, og måske endda styrke konkurrencepositionen.

Stigende usikkerhed kræver aktive beslutninger

Vi vidste, at valget af præsident Trump ville skabe usikkerhed og mulige udsving på aktiemarkedet. Vi har nu erfaret, at uforudsigelighed er et instrument i Trumps politiske værktøjskasse. Som global aktieinvestor er dette den nye virkelighed, vi skal navigere i, og det skaber mere usikre markedsudsigter.

Vi ser dog, at vores langsigtede tankegang med fokus på strukturelle væksttemaer gør særlig nytte i dette miljø, hvor værdien af forudsigelighed stiger

i takt med den stigende usikkerhed. Vi har således har altid forsøgt at finde investeringer med høj forudsigelighed frem for at vælge virksomheder med de højeste forventede vækstrater.

Når det er sagt, vil Trumps nuværende politiske tiltag utvivlsomt trække langsigtede spor. Som nævnt har vi sandsynligvis set toppen af den amerikanske dominans på aktiemarkedet, og vi forventer et øget fokus på regionale økonomiske og finansielle transaktioner. Dette har konsekvenser for vores langsigtede aktiv-allokeringer og påvirker beslutningerne ift. valg af enkeltaktier.

Som et eksempel har vi for nyligt tilføjet to amerikanske selskaber, der alene sælger på hjemmemarkedet til vores globale portefølje; Progressive, som er et førende lavpris-bilforsikringselskab og Republic Services, som en førende leverandør af ikke-farligt affaldshåndtering. Dette er to lokale industrier, som i høj grad synes afskærmet fra den aktuelle usikkerhed. Omvendt har vi solgt Sony, som er en multinational virksomhed, der har klaret sig godt, men nu står over for større usikkerhed. Dette er et eksempel på vores aktive forvaltning, hvor forudsigelighed og risikostyring er en grundlæggende prioritet.



Passive investeringer udfordrer sund markedsdynamik

De seneste ti år har passive investeringer oplevet en kraftig vækst og udgør nu omkring halvdelen af det samlede globale aktiemarked. De lave investeringsomkostninger samt den brede spredning har gjort de passive fonde attraktive for investorerne. Men deres markedsdominans har vist sig at skabe uforudsete konsekvenser. Hvor passive investeringer alt andet lige skulle mindske risikoen for tab, kan de paradoksalt nok resultere i det stik modsatte.

Passive investeringer udgør en betydelig risiko for investorerne af flere årsager. De risici hænger tæt sammen med selskabernes relative illikviditet, selvforstærkende afkast og den deraf afledte rekordhøje markedskoncentration.



Her er nogle centrale punkter:

1. Illikviditet, selvforstærkende afkast og markedsforvridning

Passive investeringer allokerer kapital baseret på markedsværdien af de forskellige aktier i indekset, uden hensyntagen til det forventede risikojusterede afkast. Når investorer køber passive fonde, køber fondene automatisk flere aktier i de virksomheder, der i forvejen fylder mest i indekserne. Til vores store over-



raskelse, viser det sig, at de største selskaber er relativt mindst likvide. Det skaber en situation, hvor priserne stiger uforholdsmæssigt meget i forhold til efterspørgslen for de største selskaber, og på grund af illikvide markeder kan en investering på en dollar i markedet føre til en samlet stigning i markedsværdien på fem dollars. En så lav priselasticitet betyder, at aktiemarkedet bliver mere følsomt over for kapitalstrømme. Når passive fonde vokser som andel af markedet, nærmer elasticiteten sig nul. Det kan føre til selvoppustede priser og bobler, hvor værdistigninger ikke længere reflekterer selskabernes underliggende værdier. Den effekt er desuden tydeligst blandt de største selskaber, idet den relative likviditet i aktier falder med størrelsen på selskabet. For eksempel er Apples markedsværdi 187 gange større end det mindre børsnoterede selskab Clorox's, men Apples gennemsnitlige daglige handelsvolumen er kun 35 gange større. Derfor er Clorox ca. fem gange mere likvid end Apple, når man måler likviditeten ift. markedsværdien.

På den måde bliver Apple alt andet lige mere påvirkelig af kapitalstrømme fra passive fonde. Denne dynamik har medført, at afkastene i markedet er blevet mere koncentreret omkring få, store aktier som Apple, Microsoft og Nvidia. Det betyder, at prisen på deres aktier kan stige kraftigt, ikke kun på grund af deres præstationer og reelle værdi, men også som en mekanisk konsekvens af den kapital, der strømmer ind i de passive fonde. Dette forklarer til dels den historisk høje markedsconcentration i dag.

2. Markedsdynamik og risici

Historiske data viser, at når markedsconcentrationen er på sit højeste, er risikoen for en korrektion betydelig. Når de nuværende trends vender, kan passive investorer risikere store tab, da de samme selvforstærkende meka-

“

Når de nuværende trends vender, kan passive investorer risikere store tab.

nismer, der drev markedet op, kan forstærke faldet, når markedet vender. Salgspresset vil dermed være størst blandt de største aktier. En anden udfordring er de kommende demografiske forandringer. Størstedelen af midlerne i passive fonde stammer fra pensionsindbetalinger, men når den såkaldte boomer-generation (1946 til 1964) begynder at hæve deres opsparing, kan det skabe et massivt salgspres, som vil forstærke markedets sårbarhed.

Konklusion

Selvom passive strategier tilbyder billige og bredt diversificerede investeringer, belyser den ovenstående analyse, at der er behov for en bedre balance mellem aktiv og passiv forvaltning. En kombination af begge tilgange i porteføljen kan give investorerne bedre muligheder at maksimere afkast og minimere risici. På den måde er investorerne bedre forberedte på et marked, der i stigende

grad er præget af en skævvredet eksponering mod især meget store tech-selskaber. Aktive forvaltere har – i modsætning til passive fonde – mulighed for at navigere uden om de risici, der er forbundet med markedsforvridningen, ved at fokusere på fundamental kvalitet og langsigtet indtjening. Historisk set har perioder med høj markedsconcentration været efterfulgt af overperformance fra brede markedsindeks og aktive strategier.

Vi mener ikke, at de nuværende markedsdynamikker er holdbare på lang sigt. Derfor forbliver vi tro mod vores kerneværdier og interne kompas som aktive, selektive investorer – selv når der er modvind fra passive strategier og ekstrem markedsconcentration.

Hvis du vil dykke dybere ned i emnet, har vi for nylig publiceret en engelsk indsigt: [From Diversification to Disortion: The Impact of Passive Investment Flows](#).

“

Historisk set har perioder med høj markedsconcentration været efterfulgt af overperformance fra brede markedsindeks og aktive strategier.



Kina er for vigtigt til at ignorere

Nøgleindsigter

- Selvom mange kinesiske virksomheder nu indtager globale førerpositioner, afskriver mange vestlige investorer Kina.
- En katastrofal håndtering af Covid-19-pandemien og et kollaps i ejendomssektoren har fået forbrugertilliden i Kina til at styrtdykke, hvilket har fået internationale investorer til at sælge ud af kinesiske aktier, særligt frem tilslutningen af 2024.
- Den kinesiske regering, under præsident Xi Jinping, og forsøger nu at vende udviklingen med hjælpepakker. Hvis dette lykkes, ser vi et betydeligt potentiale for de kinesiske aktier.



Gennem længere tid har den dominerende opfattelse af Kina blandt vestlige investorer været negativ. Det er der flere årsager til:

- Langvarige nedlukninger og restriktioner under Covid-19-pandemien og en svag økonomisk vækst har trykket forbrugernes optimisme og forbrugslyst. Dette har haft en negativ indflydelse på selskaber, der afsætter deres produkter på det kinesiske marked.
- Kollaps af ejendomsmastodonter som Evergrande har afdækket strukturelle risici i Kinas ejendomssektor, hvilket har rystet stabiliteten af det finansielle system.
- Kinas økonomi har været i modvind med svagere økonomisk vækst, faldende priser og lavt indenlandsk forbrug.

Bagved denne negative udvikling gemmer der sig imidlertid også en anden og mere positiv historie. Mange virksomheder oplever stærk vækst og har formået at indhente deres vestlige konkurrenter – og i flere tilfælde overgå dem. De globale markeder kan dermed inden længe blive oversvømmet af endnu flere konkurrencedygtige varer og produkter fra Kina.

Kinas industrielle gennembrud

Vestlige investorer undervurderer bl.a., at Kina nu er i front inden for f.eks. produktion af vindmøller, solpaneler, batterier, atomkraftværker, højhastighedstog, droner, specialiserede materialer og elbiler. Kina står nu for 70 pct. af den globale produktion af elbiler med 11 millioner biler alene i 2024. Disse industrier kræver betydelige investeringer, avanceret teknologisk udvikling og innova-

“

Vestlige investorer undervurderer, at Kina nu er global leder inden for en række områder.



“

I dag er Kina mere effektiv og produktiv end for ti år siden – sandsynligvis mere produktiv end de fleste andre store industrilande.

tive produktionsmetoder – områder, hvor Kina på flere fronter har opnået en markant førerposition. De industrielle fremskridt skyldes bl.a. en stor højtuddannet arbejdsstyrke og et velfungerende banksystem, der kan finansiere nye projekter jf. figur 1. Japan, Korea og Taiwan brugte en lignende model til at accelerere deres økonomiske udvikling. Grafen nedenfor illustrerer, hvordan væksten i udlån til industrien har været en afgørende faktor til at understøtte Kinas højere produktivitet.

Teknologisk overlegenhed

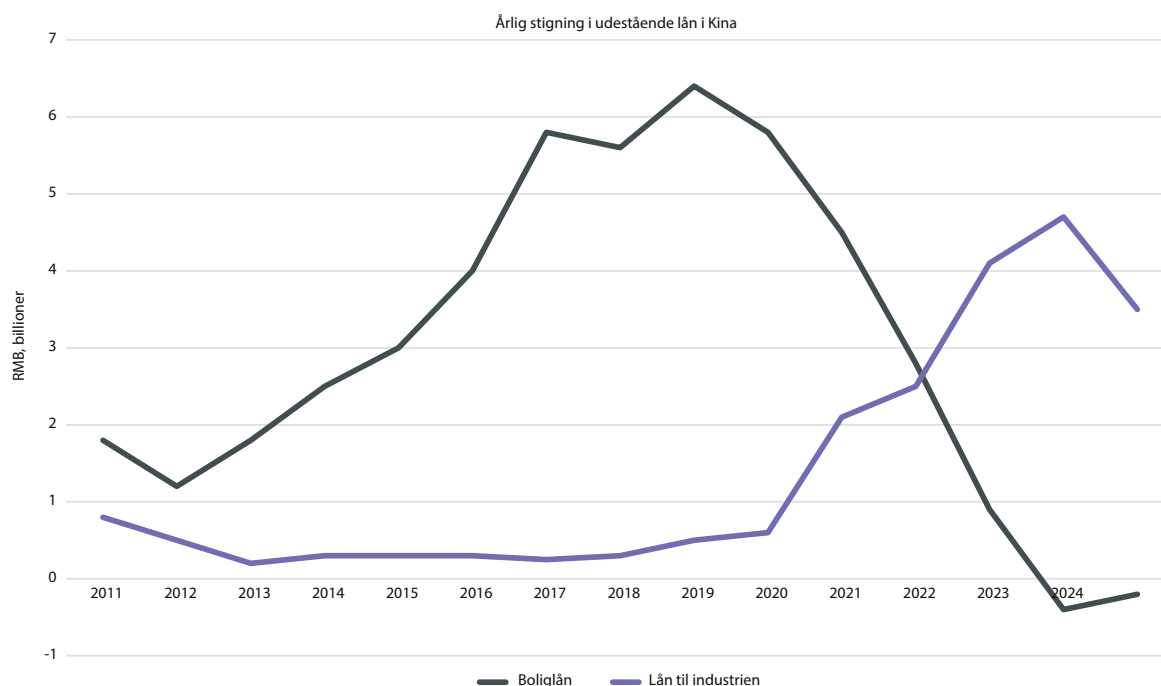
I dag er Kina mere effektiv og produktiv end for ti år siden – sandsynligvis mere produktiv end de fleste andre store industrilande. Den australske

tænketaank ASPI (Australian Strategic Policy Institute) har forsket i landets teknologiske fremskridt og konkluderer, at Kina på mange områder har opnået en markant førerposition. I marts 2023 konkluderede ASPI, at Kina lå i helt i front inden for 37 ud af 44 kritiske og nye teknologier, herunder produktion af elbatterier, hypersoniske våben og avanceret teknologi til mobiltelefoni (5G og 6G). USA førte an på de resterende syv områder.

I august 2024 udvidede ASPI deres dataset til at omfatte 21 år (2003–2023) og inkluderede nu 64 kritiske teknologier inden for forsvar, rumfart, energi, miljø, AI, bioteknologi, robotteknologi, cybersikkerhed, computerteknologi, udvikling af avancerede materialer og kvanteteknologi. Her var

Figur 1

Kinas banker har ganske kraftigt øget deres udlån til industrien



Kilde: Gavekal Research, Oktober 2024

konklusionen endnu mere overbevisende med en kinesisk førerposition inden for 57 af 64 teknologiområder.

Grafen i figur 2 nedenfor viser, at Kinas teknologiske udvikling tog fart i midten af 2010'erne, og i 2014 overhaledes Kina Europa, mens USA blev overhalet i 2016.

Opfindsomhed som drivkraft

Det nye og meget omtalte kinesiske AI-værktøj DeepSeek illustrerer Kinas evne til at innovere på trods af de vestlige eksportrestriktioner. Kina har udfordringer med at skaffe avancerede AI-chips, især fra USA, men alligevel er det lykkedes kinesiske ingeniører at udvikle AI-modeller, der kan konkurrere med Silicon Valley's – til en brøkdel af prisen.

Kinas fremtrædende uddannelsessystem er med til at forstærke innovationskraften. Som det fremgår af figur 3 på næste side, uddanner Kina flere

“

Det nye og meget omtalte kinesiske AI-værktøj DeepSeek illustrerer Kinas evne til at innovere på trods af de vestlige eksportrestriktioner.

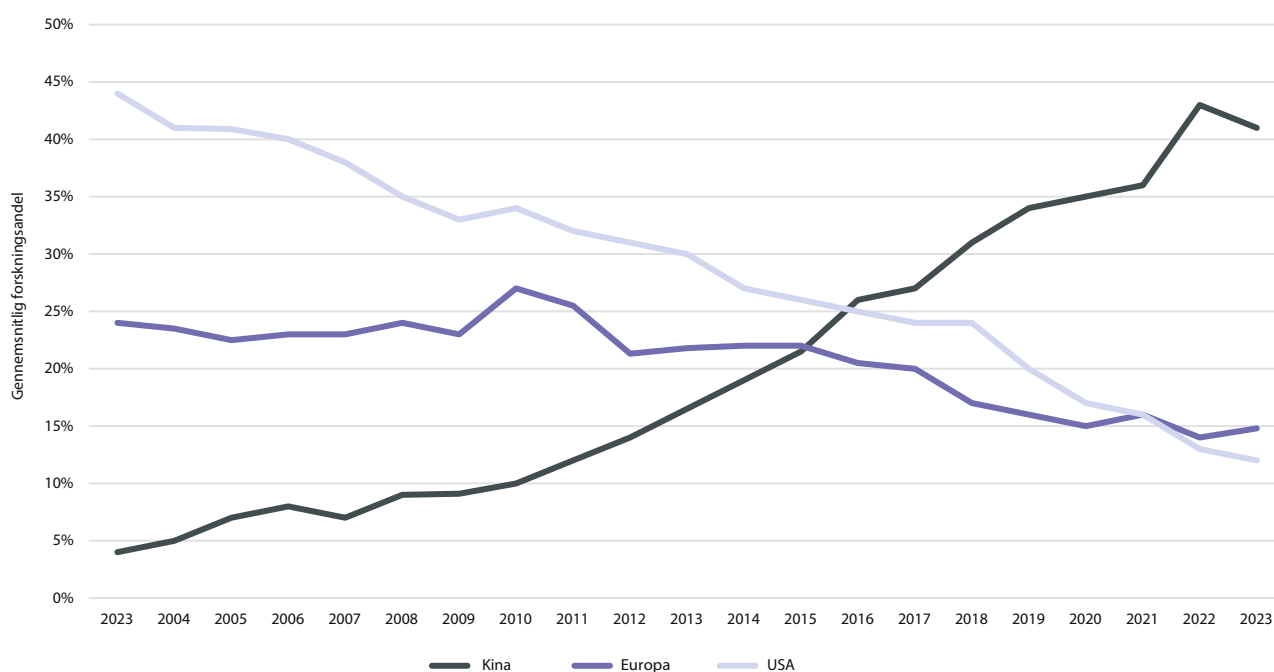
kandidater inden for naturvidenskab, teknologi, ingeniørvidenskab og matematik end de næste fire lande på listen tilsammen. Dette er med til at understrege Kinas langsigtede ambition om at opnå teknologisk lederskab.

Økonomiske tiltag på vej

Selvom Kina har skabt betydelige teknologiske og industrielle fremskridt, står landet stadig over for økonomiske udfordringer. I efteråret 2024 lancerede regeringen en række stimulustiltag for at støtte økonomien, hvilket kortvarigt skabte optimisme. Dog har dette ikke været tilstrækkeligt – forbruger-

Figur 2

Kina har taget lederskabet indenfor forskning



Kilde: ASPI Kritisk teknologispørgning, September 2024

tilliden er fortsat lav, og mange kinesere foretrækker at spare op fremfor at forbruge.

For at vende udviklingen fokuserer præsident Xi Jinping nu på mere omfattende tiltag, herunder:

- Forbedrede vilkår for iværksættere og private virksomheder. I februar 2025 samlede Xi Jinping topcheferne for landets teknologigiganter for at drøfte, hvordan private virksomheder kan styrkes for at fremme væksten i den kinesiske økonomi.
- Fremme af urbanisering. Potentielt kan 110 millioner husstande flytte til byerne.

For at skabe et strukturelt løft i privatforbruget er det ligeledes nødvendigt med langsigtede sociale reformer såsom bedre sundhedsdækning, pensioner, arbejdsløshedsunderstøttelse samt støtte til uddannelse og forsikringsordninger. Denne type

reformer er nødvendige for at reducere de meget store opsparinger blandt private.

Trump er en uforudsigelig faktor

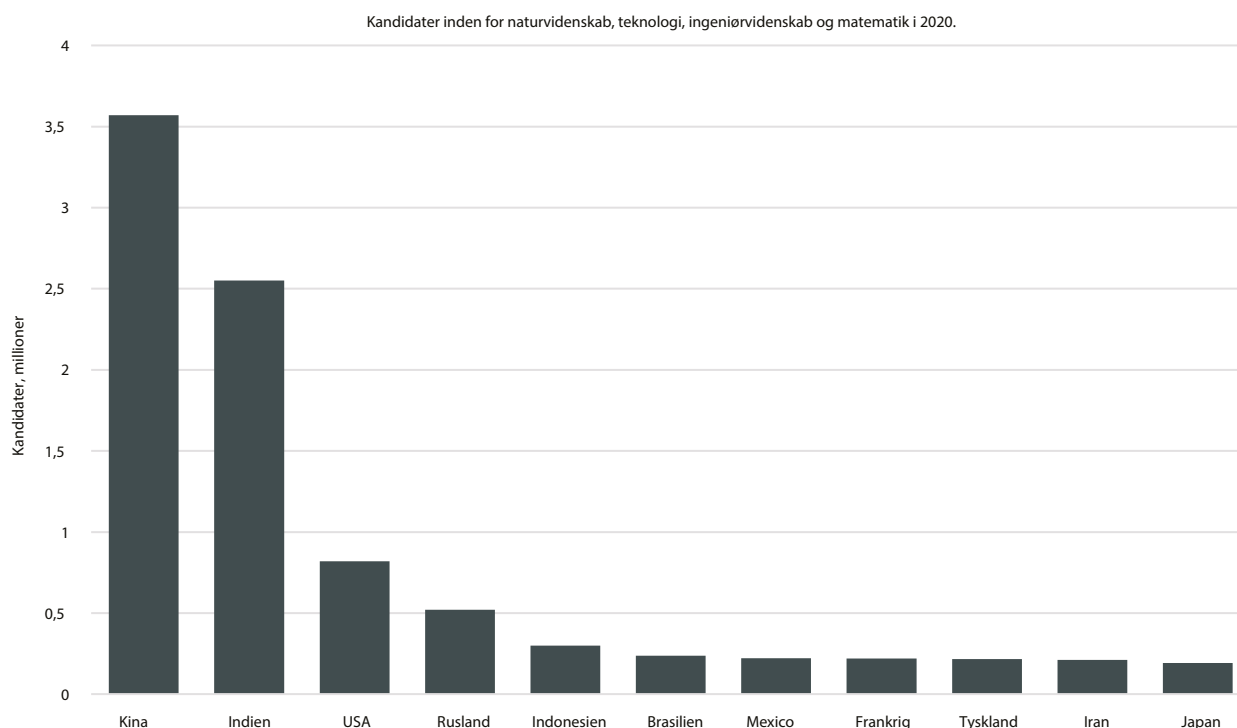
Selvom der er mange spændende investeringsmuligheder i Kina, er der også geopolitiske risici at tage højde for. En af de største er Taiwan, som Kina ikke accepterer som en selvstændig stat, og hvor spændingerne mellem Kina og USA kan eskalere, hvis Kina øger det militære pres på Taiwan.

Valget af Donald Trump som USA's præsident har tilføjet endnu en dimension af usikkerhed. I løbet af hans første embedsperiode opstod der en geopolitisk konfrontation mellem USA og Kina, og Trump har allerede annonceret en eskalering af handelskrigen med nye toldsatser og tariffer.

Dog er Kina bedre forberedt denne gang, bl.a. gennem passende modsvar, stærkere alliancer i

Figur 3

Kina uddanner ligeså mange kandidater som de næste fire lande tilsammen



Kilde: OECD og de statistiske årbøger fra Rusland, Indonesien, Iran, Indien og Kina, 2020



det globale syd samt ikke mindst deres fokus på at styrke egne kompetencer.

Konklusion: For vigtigt til at ignorere

Det kinesiske aktiemarked har gjort det dårligere end det amerikanske aktiemarked og MSCI's verdensindeks over de sidste 20 år. Regeringens negative indblanding i de private selskaber særligt inden for teknologi, uddannelses- og finanssektoren har skabt turbulens og uforudsigelighed.

Men kinesiske aktier er nu billige (aktuelt en P/E på ca. 12x næste års indtjening, FactSet Marts 2025), og Kina er ikke længere kun en lavprisproducent – men har som beskrevet udviklet sig til en global leder inden for en lang række områder.

“

Vi ser Kina som investerbart med spændende, attraktive muligheder. Kina er for stort og vigtigt til at ignorere, selvom en stabil og positiv markedsudvikling i høj grad afhænger af styrket forbrugertillid og eventuelle geopolitiske begivenheder.

Virksomheder som BYD, Tencent, Alibaba og CATL (batterier) er blot nogle få af de kinesiske aktier, som er værd at holde øje med som global investor. Vi ser Kina som investerbart med spændende, attraktive muligheder. Kina er for stort og vigtigt til at ignorere, selvom en stabil og positiv markedsudvikling i høj grad afhænger af styrket forbrugertillid og eventuelle geopolitiske begivenheder.

Vores investeringsstrategi er selektiv. Vi investerer i sektorer, der har medvind og støtte fra den kinesiske regering og undgår dem, der kan blive udsat for pludselige regulatoriske skift. Vi foretrækker aktier med eksponering til indenlandsk forbrug og globalt lederskab. Endelig er det afgørende, at virksomhederne har en sund og ansvarlig tilgang til virksomhedsledelse.

Trods turbulens er Indien stadig en gylden mulighed

Siden oktober 2024 har aktiemarkedet i Indien gennemgået en mærkbar korrektion bl.a. som følge af lidt svagere økonomisk vækst. Afmatningen er et resultat af en midlertidig pause i det offentlige forbrug efter det indiske valg i foråret 2024. Men nu viser den indiske økonomi igen tegn på fremgang, og vi ser derfor korrektionen som en mulighed for langsigtede investorer.



Nøgleindsigter

Der er flere årsager til de lysere udsigter:

- Genopretning af offentlige udgifter: Offentlige udgifter, der udgør over 10 pct. af BNP, er begyndt at stige igen.
- Centralbanken i aktion: Den indiske centralbank har indført likviditetsfremmende tiltag, der vil tilføre systemet syv billioner indiske rupees (ca. 575 milliarder danske kroner).
- Forbrugervenligt finanslovsforslag: Den netop godkendte finanslov fra den 1. februar indeholder betydelige skattelettelser, hvilket har styrket forbrugertilliden.
- Geopolitisk tryghed: Premierminister Modis succesfulde besøg i USA i februar og stærke bånd til præsident Trump har reduceret Indiens geopolitiske usikkerhed.

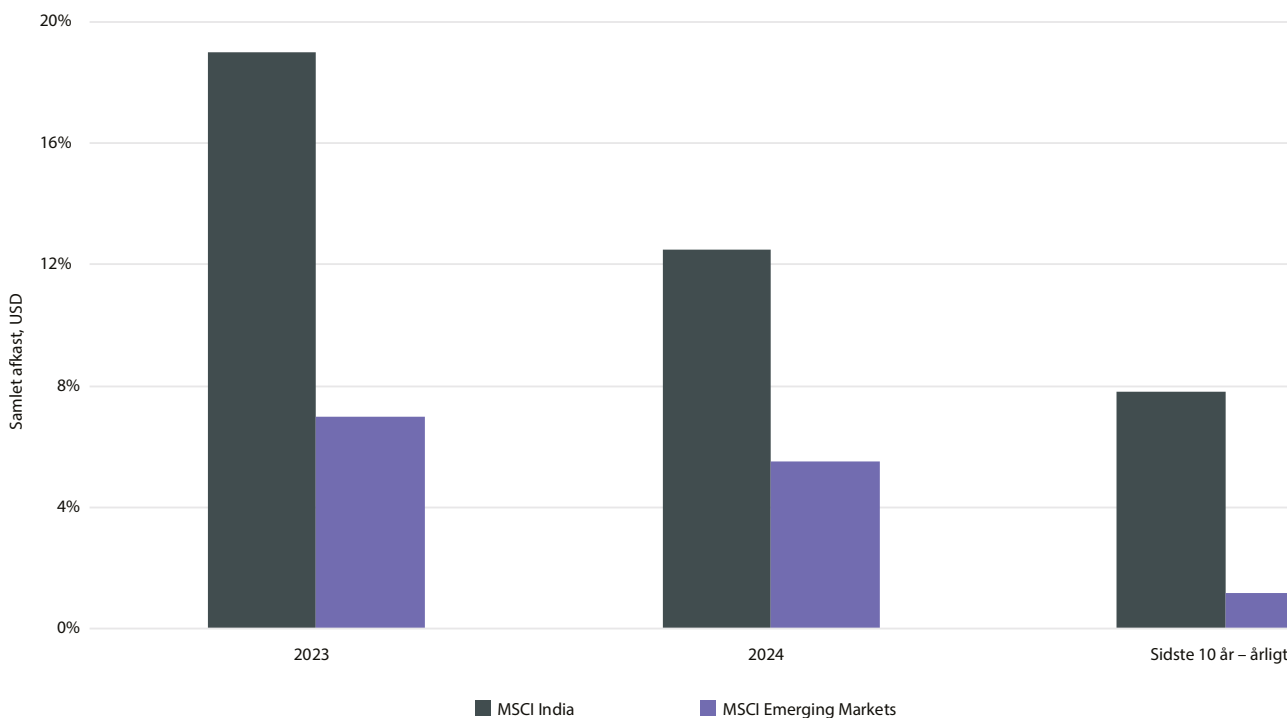
- Stabile indtjeningsudsigter: Regnskabssæsonen har generelt indfriet forventningerne uden væsentlige nedjusteringer – en forbedring i forhold til de nedjusteringer, der blev set i de foregående to kvartaler.
- Robust indenlandsk investorinteresse: På trods af kursfaldene er de lokale investorer fortsat positive, og tilgangen til de indenlandske investeringsfonde er fortsat høj. Den udenlandske ejerandel af indiske aktier er på et flerårigt lavpunkt og udenlandske frasalg af indiske aktier synes derfor begrænset.

Attraktive langsigtede muligheder

I løbet af de sidste 30 år har det indiske aktiemarked leveret et årligt gennemsnitsafkast på næsten 9 pct. USD, hvilket gør det til det næstbedste aktiemarked i verden efter USA. Som vist i figur 1 har det indiske marked også leveret stærke

Figur 1

Udviklingen i det indiske aktiemarked



Kilde: Bloomberg, 31 december 2024

“

Korrektionen på det indiske marked har i vores øjne skabt en mulighed for langsigtede investorer.

resultater de seneste 10 år. De indiske aktier skabte tocifrede afkast i 2023, og på trods af de seneste markedskorrektioner gav de også tocifrede afkast i 2024.

Korrektionen på det indiske marked har i vores øjne skabt en mulighed for langsigtede investorer, da værdiansættelsen nu er mere attraktiv. Strukturelt set anser vi det indiske aktiemarked som en af de mest interessante investeringsmuligheder de næste 5-10 år.

Økonomisk genopretning og positive indikatorer

Den nuværende økonomiske afmatning i Indien skyldes primært den lange valgperiode i foråret 2024, hvor den siddende regering satte de offentlige investeringer i nye projekter på pause. Erfaringerne fra tidligere valgperioder viser dog, at en sådan vækstpause er midlertidig, og da den nye regering har ambitiøse planer for fremtiden, forventer vi en markant stigning i de offentlige investeringer.

De økonomiske indikatorer er positive, og Purchasing Managers' Index (tillidsindikator for indkøbschefer) viser, at økonomien fortsat er i vækst, især inden for servicesektoren, som udgør mere end 50 pct. af BNP. Forbrugsrelaterede data peger også på fortsat vækst. Fremstillingssektoren har dog oplevet en opbremsning som følge af lavere efterspørgsel, der netop er forårsaget af reducerede offentlige investeringer.

Indenlandske investorer dominerer

Udenlandske institutionelle investorer har historisk styret retningen på det indiske aktiemarked, men de senere år har indenlandske institutionelle investorer og detailinvestorer fået større indflydelse. I 2024 investerede indenlandske institu-



tioner næsten 58 mia. USD i indiske aktier, mens udenlandske investorer solgte aktier for omkring 1 mia. USD.

Udenlandske investorers ejerskab af indiske aktier er nu nået ned på 16,5 pct., hvilket gør Indien mindre afhængig af udenlandske kapitalstrømme



sammenlignet med andre vækstmarkeder som Brasilien, Indonesien og Taiwan.

Centrale investeringstemaer

Vi har identificeret fire centrale investeringstemaer i Indien, som vi mener er centrale i forhold til langsigtede forandringer og økonomisk vækst:

- **Finansiell inklusion:** Væksten i formel beskæftigelse og indkomst, drevet af politiske reformer, har ført til øget finansiell aktivitet og en udvidelse af kreditmarkedet.
- **Boligmarkedet:** Boligsektoren nyder godt af stigende indkomster og urbanisering.
- **Formalisering:** Overgangen fra uformelle til formelle sektorer skaber muligheder inden for mærkevareforbrug og diskretionært forbrug.
- **Kapitalstrømme:** Væksten i investeringer, der både er drevet af offentlige og private aktører, er understøttende for den økonomisk vækst.

Disse fire temaer vil sandsynligvis vokse hurtigere end Indiens samlede BNP, som forventes at stige med seks til syv pct. årligt over det næste årti. Samtidig har de indiske virksomheder solide balancer med lav gæld, og deres rentabilitet er i bedring.

“

De indiske virksomheder har solide balancer med lav gæld, og deres rentabilitet er i bedring.

Vurdering og risici

Sammenlignet med andre emerging markets lande, der handles til en gennemsnitlig P/E på 12x, handles det indiske marked pt. med en P/E på 19,5x. Selvom det kan synes dyrt, er den højere værdiansættelse retfærdiggjort af Indiens strukturelle vækst og mulighed for bedre kapitaludnyttelse. Samtidig er egenkapitalforrentningen i de indiske virksomheder tre procentpoint højere end gennemsnittet for vækstmarkeder, hvilket yderligere understøtter den højere værdiansættelse.

Blandt de væsentligste risici er geopolitiske spændinger, indenrigspolitiske usikkerheder, likviditetsbegrænsninger og knaphed på ressourcer. Indiens afhængighed af olieimport (85 pct. af forbruget) og begrænsede ferskvandsressourcer udgør udfordringer for en bæredygtig vækst. Desuden mener vi, at corporate governance et centralt fokusområde. Der er i selskaberne blandt andet behov for bedre overensstemmelse mellem ledelsens interesser og minoritetsaktionærers rettigheder.

Stærkt vækstpotentiale

Der er nu over 550 indiske virksomheder, der har en markedsværdi på over en milliard dollars og har en daglig likviditet på over én million dollars. Det antal er højere end det sammenlagte tal for Sydøstasien, Mellemøsten og Latinamerika.

Under den globale finanskrisen i 2007-2009 var der omkring 200 indiske virksomheder, som institutionelle investorer investerede i. I dag er det tal steget til over 800. Med et så stort marked har institutionelle investorer brug for analytikere til at understøtte deres investeringer, og Indien har i dag den bedste analytikerdækning blandt vækstmarkederne. 270 indiske virksomheder dækkes nu af mere end 10 analytikere. Det skaber en positiv spiral, hvor de mange analyser kombineret med det stærke vækstpotentiale tiltrækker yderligere opmærksomhed fra institutionelle investorer.

Som vist i figur 2 har den indiske økonomi været en af de hurtigst voksende blandt verdens største økonomier i de sidste 10 år (grå søjler). De næste 10 år forventes Indiens reelle BNP-vækst at ligge på mellem seks til syv pct. årligt, hvilket svarer til en nominel BNP-vækst på op til 11 pct. En sådan vækst understøtter høje indtjeningsvækstrater for de indiske virksomheder.

Konklusion

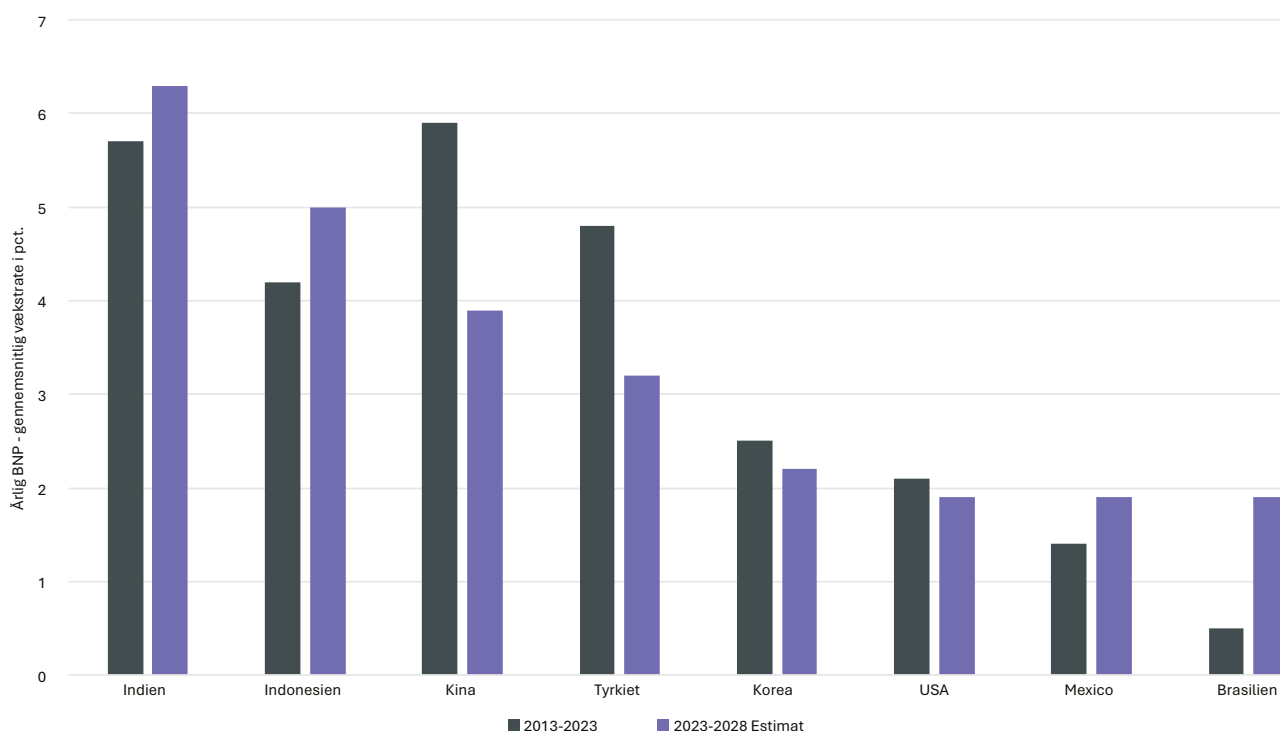
Vores analyse viser, at Indiens aktuelle økonomiske afmatning er midlertidig, og at de strukturelle vækstudsigter er intakte. Vi mener, at den seneste markedskorrektion er en købsmulighed for langsigtede investorer.

Indien forventes at blive verdens tredjestørste økonomi inden for tre år og dermed overhale Japan og Tyskland. Vi ser derfor optimistisk på landets fremtidige vækstmuligheder.

C WorldWides tematiske investeringsstrategi fokuserer på at identificere kvalitetsvirksomheder, som ikke nødvendigvis er inkluderet i de store indekser. Gennem vores aktive strategi ønsker vi at skabe holdbare, langsigtede afkast ved at undgå virksomheder med svage ledelsesstrukturer og fokusere på dem med et stærkt vækstpotentiale.

Figur 2

Vækstudsigterne for Indien er gode



Kilde: IMF, Jefferies, Bloomberg, 2024.

Globale Aktier

Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder faldt i første kvartal, hvilket resulterede i det største fald siden 2022. Investorerne reagerede på de geopolitiske og makroøkonomiske usikkerheder, hvor stemningen i høj grad var drevet af nyhedsstrømmen. USA var svagest blandt de store markeder drevet af fald inden for teknologisektoren. Omvendt steg de europæiske aktier med udsigten til en markant finanspolitisk lempelse og støtte fra en lavere værdiansættelse. Afdelingen faldt i 1. kvartal 6,1 pct., mens verdensindekset faldt 5,4 pct. Faldene blev forværret af et dollarkursfald på 4 pct. Det lidt lavere relative afkast skyldes bl.a. en skuffende udvikling på vores investeringer inden for sundhedssektoren, såsom Novo Nordisk, Hoya og Thermo Fisher. Derudover trak Alphabet og TSMC også ned. Siemens, Visa og Nestlé leverede de bedste afkast.

Strategi og porteføljeændringer

Vi har solgt **Sony**, **Epiroc** og **Costco Wholesale** og i stedet købt **Progressive**, **AstraZeneca** og **Republic Services**. Med disse omlægninger har vi øget andelen af defensive virksomheder, der har en mere stabil vækst og indtjening. Dette øger porteføljens modstandsdygtighed i det aktuelle volatile miljø.

Vi investerede i Sony i 2017 pga. af vækstmulighederne inden for spil, halvledere, musik og

film. Aktien er siden firedoblet i værdi målt i yen, hvorfor vi ser bedre afkastmuligheder andre steder. Costco Wholesale blev købt i 2023, og aktien er steget med 75 pct. siden da. Værdiansættelsen er nu ca. p/e 50x, så meget af den fremtidige vækst er nu indregnet.

Progressive er et amerikansk bilforsikringselskab, der er kendt for konkurrencedygtige priser muliggjort ved en datadreven forretningstilgang. Dette har skabt gode margener og en stærk indtjeningsvækst. Selskabet drager fordel af en konsolideret branche, et skifte mod direkte salg og deres evne til at analysere risiko og fastsætte priser i overensstemmelse hermed. AstraZeneca er en global biofarmaceutisk virksomhed med fokus på onkologi, hjertekarsygdomme, nyre og metabolisme samt respiratoriske sygdomme og immunologi. Forretningsmodellen bygger på innovation, global ekspansion og operationel effektivitet. Selskabet bruger mere end 20 pct. af omsætningen på forskning og udvikling samt opkøb, og AstraZeneca er en af de hurtigst voksende blandt de store farmaceutiske virksomheder. Republic Services er førende inden for ikke-farligt affaldshåndtering i USA med attraktive lokationer for deres lossepladser. Forretningen er stabil og på mange måder et defensivt spil på den amerikanske økonomi. Dette har muliggjort en stabil indtjeningsvækst omkring 10 pct. årligt de senest 10 år.



Du kan investere i Globale Aktier

Globale Aktier Udl.
DK0010157965

Globale Aktier Akk.
DK0060655702

[Se porteføljen på cww.dk](#) ➔

Globale Aktier

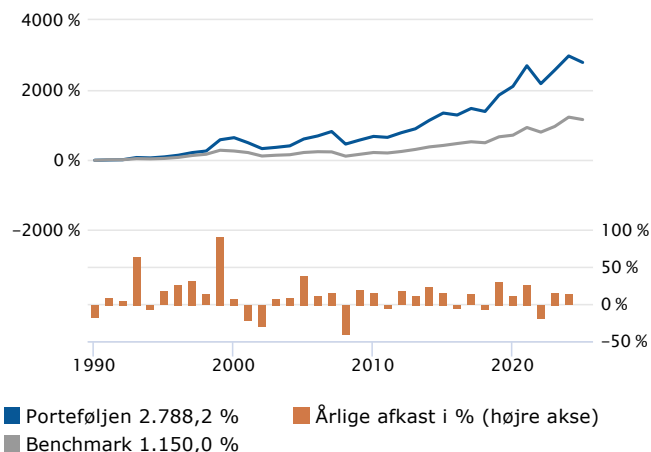


PR. 31. MARTS 2025

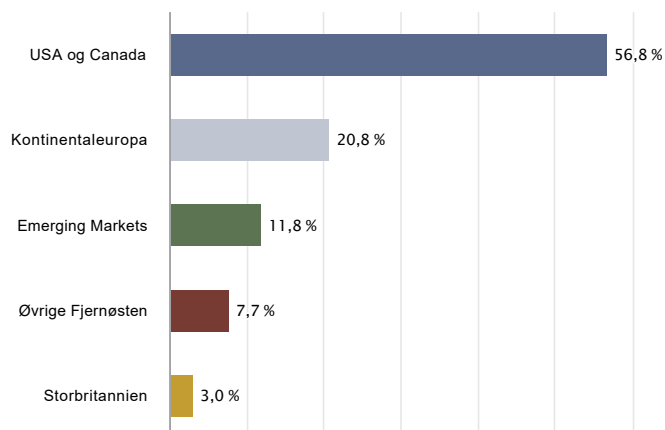
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier KL A
Fondskode	DK0010157965
Afdelingens start	30. juni 1990
Risikomærkning	Ikke kompleks
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI All Country World inkl. nettoudbytter
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,65 %
Indirekte handelsomk.	0,012 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Mattias Kolm, Peter O'Reilly

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

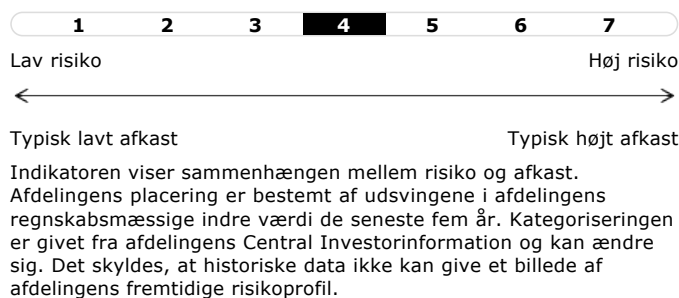
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	0,2	14,5	70,5	96,7	2.788,2	10,1
Benchmark (%)	7,2	26,3	105,8	131,6	1.150,0	7,5
Aktivt afkast (%)	-7,0	-11,8	-35,3	-34,9	1.638,3	2,6

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	14,4	13,9	13,3	15,2
Std. afv. benchmark (%)	13,9	13,3	13,5	14,9
Beta	1,0	1,0	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Visa	6,8
HDFC Bank	6,0
Amazon.com	5,1
Microsoft	4,8
Thermo Fisher Scientific	4,3
Siemens	4,3
Alphabet	4,2
Parker Hannifin	3,8
Linde Plc	3,7
TSMC - ADR	3,7

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. geninvestering af udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast findes bagerst i denne publikation.

Globale Aktier Etik

Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder faldt i første kvartal marts, hvilket resulterede i det største fald siden 2022. Investorerne reagerede på de geopolitiske og makroøkonomiske usikkerheder, hvor stemningen i høj grad var drevet af nyhedsstrømmen. USA var svagest blandt de store markeder drevet af fald inden for teknologisektoren. Omvendt steg de europæiske aktier med udsigten til en markant finanspolitisk lempelse og støtte fra en lavere værdiansættelse. Afdelingen faldt i 1. kvartal 6,5 pct., mens verdensindekset faldt 5,4 pct. Faldene blev forværret af et dollarkursfald på 4 pct. Det lidt lavere relative afkast skyldes bl.a. en skuffende udvikling på vores investeringer inden for sundhedssektoren såsom Novo Nordisk, Hoya og Thermo Fisher. Derudover trak Alphabet og TSMC også ned. Siemens, Visa og Nestlé leverede de bedste afkast.

Strategi og porteføljeændringer

Vi har solgt **Sony**, **Epiroc** og **Costco Wholesale** og i stedet købt **Progressive**, **AstraZeneca** og **Republic Services**. Med disse omlægninger har vi øget andelen af defensive virksomheder, der har en mere stabil vækst og indtjening. Dette øger porteføljens modstandsdygtighed i det aktuelle volatile miljø.

Vi investerede i Sony i 2017 pga. af vækstmulighederne inden for spil, halvledere, musik, film. Aktien er siden firedoblet i værdi målt i yen,

hvorfor vi ser bedre afkastmuligheder andre steder. Costco Wholesale blev købt i 2023, og aktien er steget med 75 pct. siden da. Værdiansættelsen er nu ca. p/e 50x, så meget af den fremtidige vækst er nu indregnet.

Progressive er et amerikansk bilforsikringsselskab, der er kendt for konkurrencedygtige priser muliggjort ved en datadreven forretningstilgang. Dette har skabt gode margener og en stærk indtjeningsvækst. Selskabet drager fordel af en konsolideret branche, et skifte mod direkte salg og deres evne til at analysere risiko og fastsætte priser i overensstemmelse hermed. AstraZeneca er en global biofarmaceutisk virksomhed med fokus på onkologi, hjertekarsygdomme, nyre og metabolisme samt respiratoriske sygdomme og immunologi. Forretningsmodellen bygger på innovation, global ekspansion og operationel effektivitet. Selskabet bruger mere end 20 pct. af omsætningen på forskning og udvikling samt opkøb, og AstraZeneca er en af de hurtigst voksende blandt de store farmaceutiske virksomheder. Republic Services er førende inden for ikke-farligt affaldshåndtering i USA med attraktive lokationer for deres lossepladser. Forretningen er stabil og på mange måder et defensivt spil på den amerikanske økonomi. Dette har muliggjort en stabil indtjeningsvækst omkring 10 pct. årligt de senest 10 år.



Du kan investere i Globale Aktier Etik*

Globale Aktier Etik Udl.
Fondskode: DK0060287217

Globale Aktier Etik Akk.
Fondskode: DK0061114089

[Se porteføljen på cww.dk](https://www.cww.dk) ↗

*Ved investering for frie midler beskattes afkastet for begge afdelinger efter lagerprincippet. Dette indebærer årlig beskatning af såvel realiseret som urealiseret gevinst og fradrag for eventuelle tab.

Globale Aktier Etik

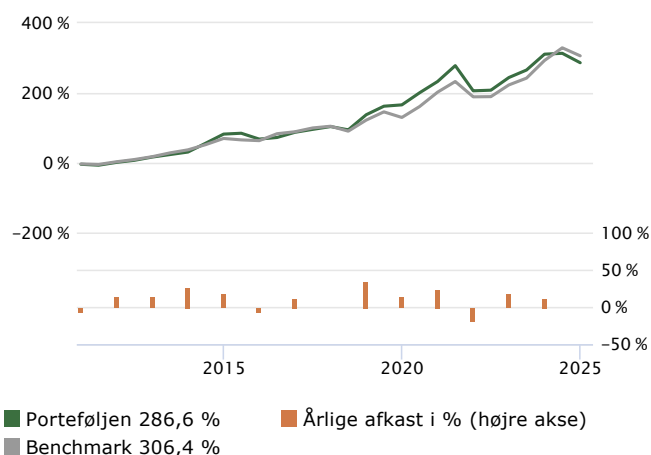


PR. 31. MARTS 2025

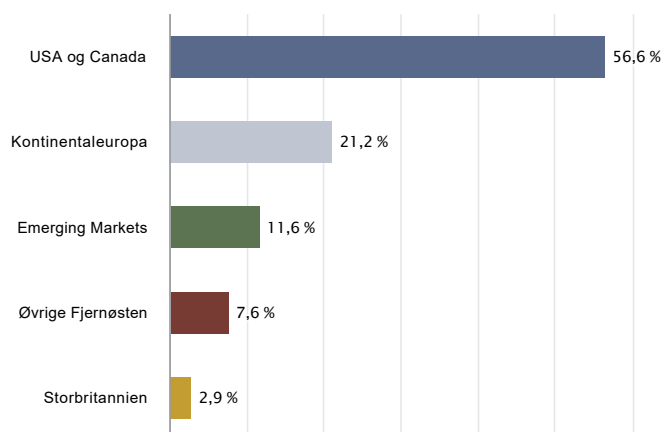
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier Etik KL Udl.
Fondskode	DK0060287217
Afdelingens start	4. marts 2011
Risikomærkning	Ikke kompleks
Lagerbeskattes frie midler	Ja
Benchmark	MSCI All Country World inkl. nettoudbytter
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,64 %
Indirekte handelsomk.	0,012 %
Forvalterteam	Mattias Kolm, Bo Knudsen, Bengt Seger, Peter O'Reilly

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

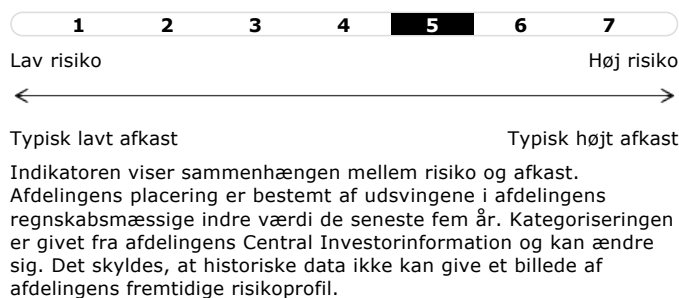
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-2,3	13,3	68,5	105,7	286,6	10,1
Benchmark (%)	7,2	26,3	105,8	131,6	306,4	10,5
Aktivt afkast (%)	-9,5	-13,0	-37,3	-25,9	-19,8	-0,4

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	14,5	13,7	13,0	12,3
Std. afv. benchmark (%)	13,9	13,3	13,5	12,4
Beta	1,0	1,0	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Visa	6,8
HDFC Bank	6,1
Microsoft	4,8
Amazon.com	4,7
Fiserv	4,7
Thermo Fisher Scientific	4,4
Alphabet	4,1
Nestlé	3,8
Procter & Gamble	3,8
Linde Plc	3,8

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. geninvestering af udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast findes bagerst i denne publikation.

Stabile Aktier

Status på kvartalet

2025 er startet med store politiske og økonomiske omvæltninger, og hvor USA indfører tariffen på samhandlen med omverdenen. Dette har skabt kursudsving og fald på de globale aktiemarkeder, men det er samtidig også i dette miljø, at afdeling Stabile Aktier har vist sit værd. Afdelingen er i år steget 4,5 pct, hvilket er 2,7 procentpoint bedre end benchmark, og det generelle globale aktiemarked er til sammenligning faldet 5,4 pct. Afdelingens fokus på stabilitet og forudsigelighed i indtjeningen bliver belønnet med mindre kursudsving, når investorerne i stigende grad søger mod sikker havn.

Afdelingen har de seneste par år haft investeringer i guldaktier, som historisk er blevet betragtet som en forsikring mod finansiell uro. Guldprisen er steget med knapt 20 pct. i takt med usikkerheden på de globale markeder. Dette har betydet solide gevinster på vores guldinvesteringer, hvor Wheaton Precious Metal og Sandstorm var blandt kvartalets højdespringere med kursstigninger på ca. 30 pct.

Kvartalets store skuffelse var Novo Nordisk, der faldt mere end 20 pct. Kursfaldet er en kombination af lidt skuffende data i et studie vedrørende overvægt samt, at kopiproducenter har taget store markedsandele i USA i en periode, hvor Novo ikke havde kapacitet til at forsyne markedet. Kopiproducenter må ikke sælge deres produkter

fra midten af maj, hvilket efter vores vurdering vil understøtte en fornyet vækst i 2. halvår.

Strategi og porteføljeændringer

Afdelingen investerer i selskaber med en relativt lav følsomhed over for de økonomiske konjunkturer og som har en stærk konkurrencemæssig position med en rimelig forudseelig stabil indtjeningsvækst. Vi stræber kontinuerligt efter at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving, men som samtidig får gavn af den globale økonomiske vækst. Det er baggrunden for, at porteføljen må forventes at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt.

I kvartalet købte vi indiske **Infosys**, der leverer IT-serviceydelser som software, IT-infrastruktur og kunstig intelligens m.m. Efter en længere svag periode er der tegn på bedring, da digitalisering kontinuerligt bliver en vigtig konkurrenceparameter. Infosys har stort set ingen gæld, køber egne aktier tilbage og betaler ca. 3,5 pct. i udbytte.

Vi solgte bl.a. **T-Mobile**, **AutoZone** og **Asahi Breweries** efter positive kursstigninger. Samtidigt er der tegn på svagere indtjeningsvækst i takt med, at forbrugerne holder lidt igen. Dette giver et lidt mindre attraktivt forhold mellem risiko og afkast på disse tre aktier.



Du kan investere i Stabile Aktier

Fondskode: DK0010312529

[Se porteføljen på cwww.dk](#) ↗



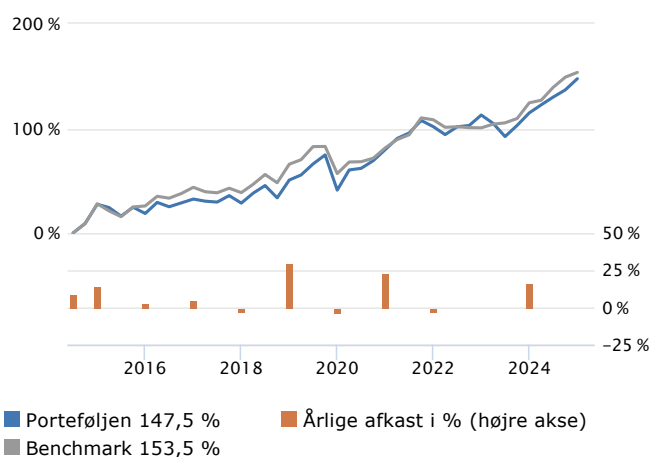
Stabile Aktier

PR. 31. MARTS 2025

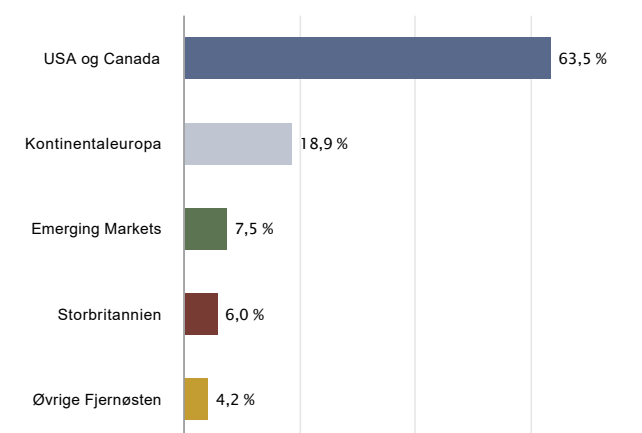
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Stabile Aktier KL A
Fondskode	DK0010312529
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Ikke kompleks
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC World Min. Volatility
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,68 %
Indirekte handelsomk.	0,057 %
Forvalterteam	Jakob Greisen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

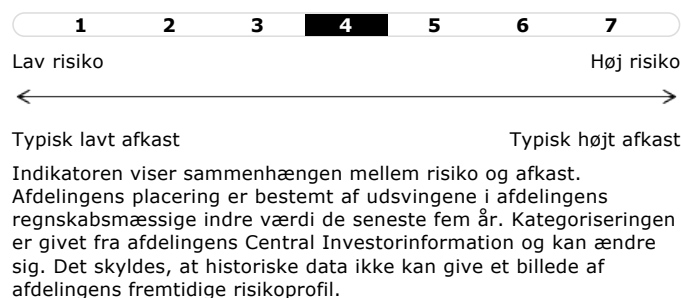
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	15,2	22,7	75,6	94,1	147,5	9,0
Benchmark (%)	13,0	21,7	61,7	98,1	153,5	9,3
Aktivt afkast (%)	2,3	1,0	13,9	-4,0	-6,0	-0,2

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	11,1	11,5	12,3	12,3
Std. afv. benchmark (%)	8,4	9,1	9,9	10,0
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Roper Technologies	5,3
Deutsche Telekom	5,1
Sandstorm Gold	4,7
Progressive Corp	4,6
McKesson Corp	3,7
Arthur J Gallagher	3,6
Genpact	3,4
Vonovia	3,2
Amdocs	3,2
Accenture	3,2

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. geninvestering af udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast findes bagerst i denne publikation.

Asien

Status på kvartalet

Udvikling i Asien var todelt med stigende kurser i Kina og Hong Kong, mens de øvrige store markeder var negative. Kina fortsætter deres tiltag for at øge privatforbruget med målsætningen om en årlig vækst omkring 5 pct. Finanspolitikken tages i brug med udsigt til et budgetunderskud på 4 pct. – det største i 30 år. Hertil støttes ejendomsmarkedet, fremstillingsindustrien og den teknologiske innovation. Efter DeepSeeks' gennembrud fortsætter innovationen. Dels har Baidu lanceret AI-modeller til meget lave priser, og dels har bilproducenten BYD opfundet et banebrydende opladningssystem, der muliggør 400 km rækkevidde med blot fem minutters opladning.

De indonesiske aktier faldt pga. politisk ustabilitet ovenpå den nyoprettede statsejet virksomhedsenhed, Danantara, hvor der er bekymring om dårlig governance. Indien var ligeledes svag pga. af stramme likviditetsforhold. Særligt efter centralbankens intervention på valutamarkedet for at understøtte den lokale valuta, hvilket kostede over USD 60 mia. i valutareserver. Med tiltrædelsen af en ny centralbankchef, begyndte banken dog at lempe pengepolitikken med tiltag for at øge likviditeten, herunder nedbringelse af bankernes reservekrav og styringsrenterne. Inflationen er under kontrol, hvorfor vi ser flere rentenedsættelser forude, hvilket bør stimulere udlånsvæksten. Vi er fortsat positive på det indiske aktiemarked.

Afdelingen faldt i kvartalet med 5,3 pct., mens afdelingens benchmark faldt 2,4 pct. Det lavere relative afkast skyldes bl.a. en dårlig udvikling i afdelingens investeringer i de mellemstore indiske virksomheder, såsom Apar Industries, Chroma Ate og Computer Age Management Services. Blandt de bedste investeringer var Alibaba, Samsung Electronics og SK Hynix.

Strategi og porteføljeændringer

Vi har øget i Kina ved at købe **BYD** og øget investeringen i Tencent. BYD er en førende global elbils-producent med en vertikalt integreret forsyningskæde – lige fra råmaterialerne til selve produktionen af køretøjerne. Dette giver omkostningsfordele og sikrer høj kvalitet og innovation. BYD nyder godt af den stigende efterspørgsel på elbiler, især fra Kina og de øvrige nye markeder. Deres førerassistancesystem er veludviklet og derfor en konkurrencefordel i takt med, at flere og flere autonome funktioner vinder frem. Endelig solgte vi **ASMPT** (maskiner til fremstilling af halvledere) pga. stigende konkurrence og købte batteriproducenten **CATL**, som producerer til markedets laveste priser pga. stordriftsfordele og høj innovation. Samtidigt har vi foretaget en mindre reduktion i Indien ved at sælge **Ultratech Cement** og **Aavas Financiers** og reducere i MakeMyTrip.



Du kan investere i Asien

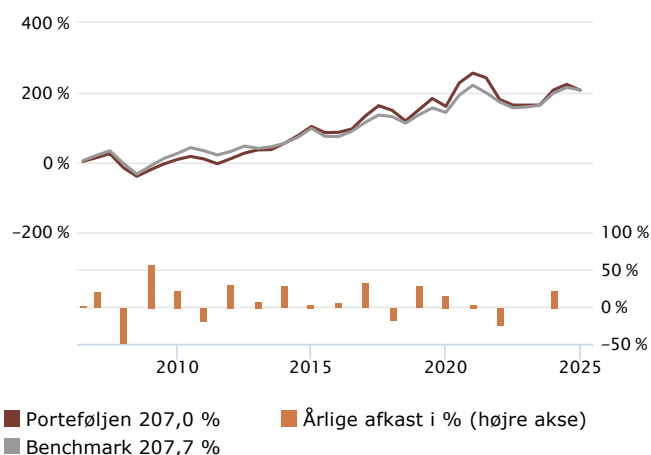
Fondskode: DK0060057644

[Se porteføljen på cww.dk ↗](#)

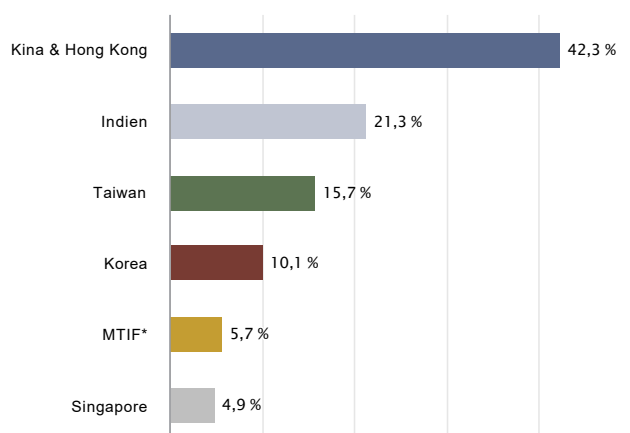
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Asien KL A
Fondskode	DK0060057644
Afdelingens start	7. december 2006
Risikomærkning	Ikke kompleks
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC Asia ex Japan
Emissionstillæg	0,45 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,88 %
Indirekte handelsomk.	0,026 %
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen, Aman Kalsi, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

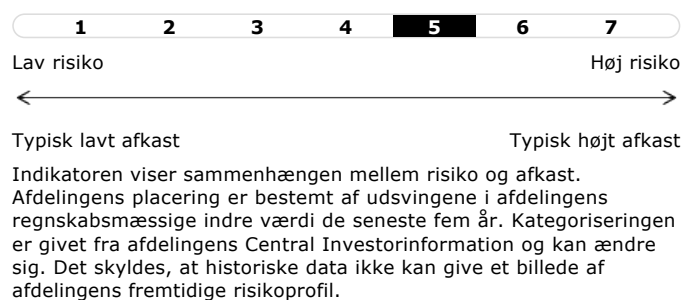
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	8,4	1,7	36,9	47,7	207,0	6,3
Benchmark (%)	11,3	9,0	43,8	50,3	207,7	6,3
Aktivt afkast (%)	-3,0	-7,3	-6,9	-2,6	-0,7	0,0

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	16,5	16,0	17,1	18,5
Std. afv. benchmark (%)	15,4	14,2	14,6	17,0
Beta	1,0	1,1	1,1	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Tencent Holdings	8,2
TSMC	8,0
Alibaba Group Holding	6,9
Trip.com	4,1
Samsung Electronics	4,1
HDFC Bank	3,8
ICICI Bank	3,5
SK Hynix	3,4
DBS Group	2,9
Meituan	2,7

RISIKOINDIKATOR



Emerging Markets

Status på kvartalet

Donald Trumps politiske udmeldinger har skabt usikkerhed i Emerging Markets, hvor Kina nu skiller sig positivt ud. Den kinesiske regering har fastslået deres støtte til forbrugerne, ejendomssektoren og de lokale regeringer, som er udfordrede med høje gælds niveauer. I kvartalet mødtes Xi Jinping med virksomhedsledere fra den private sektor og fastholdt, at private virksomheder skal have fokus på at "blive rige først og derefter fremme fælles velstand." Dette bekræfter det politiske skifte, som begyndte i september sidste år. Den positive udvikling i teknologisektoren med DeepSeek er et afgørende element, da Kina viser sin evne til at konkurrere med Vesten. Dette har fundamentalt ændret vores syn på investeringsudsigterne for Kina, hvorfor vi har øget eksponeringen mod kinesiske aktier betragteligt.

De indonesiske aktier faldt kraftigt efter valget af Præsident Prabowo, som følge af svag økonomisk vækst samt lanceringen af et populistisk tiltag med tilbud af gratis måltider til over 80 millioner indonesere. Hertil skabte den nyetablerede statslige investeringsfond Danantara nervøsitet, da fonden ikke bliver overvåget af anti-korruptionsmyndighederne eller revideret af den statslige revisor, hvilket øger korruptionsrisikoen.

Afdelingen faldt 8,1 pct. i kvartalet, mens benchmark faldt 1,3 pct. Den primære årsag til underperformance

var afdelingens begrænsede eksponering mod Kina i starten af kvartalet samt faldet i det indiske marked, hvor vi har en betydelig overvægt.

Strategi og porteføljeændringer

Vi øgede eksponeringen mod Kina og købte **Alibaba**, **BYD** samt **CAMS**. Alibaba er en førende aktør på AI-markedet, og vil som den førende e-handelsplatform drage nytte af regeringens løft i privatforbruget. BYD er verdens største elbil-producent og er vertikalt integreret, hvilket giver en betydelig omkostningsfordel. Derudover har BYD stort fokus på teknologi med avancerede førerassistentsystemer og en teknologi, der muliggør kørsel i 400 km med blot fem minutters opladning. CAMS er den førende udbyder af finansiell infrastruktur og tjenester til investeringsforeninger og andre finansielle institutioner i Indien. Virksomheden vil få stor gavn af den øgede finansielle aktivitet og opsparing blandt private i Indien.

For at finansiere disse køb solgte vi de to indiske selskaber **Aavas Financiers** og **Prestige Estates Projects**, som vi dog fortsat ser som interessante selskaber. Derudover solgte vi **Regional SAB de CV**, som er en mexicansk bank, der kan blive ramt af de øgede spændinger mellem Mexico og USA samt thailandske **Sappe**, som har vist skuffende vækst.



**Du kan investere i
Emerging Markets**

Fondskode: DK0015945166

[Se porteføljen på cww.dk](#) ↗



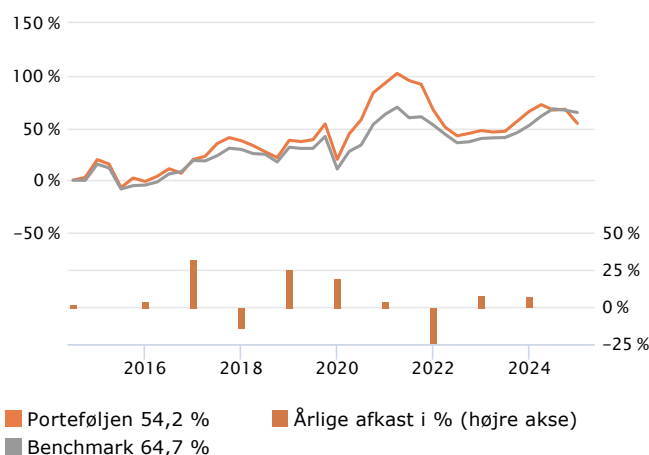
Emerging Markets

PR. 31. MARTS 2025

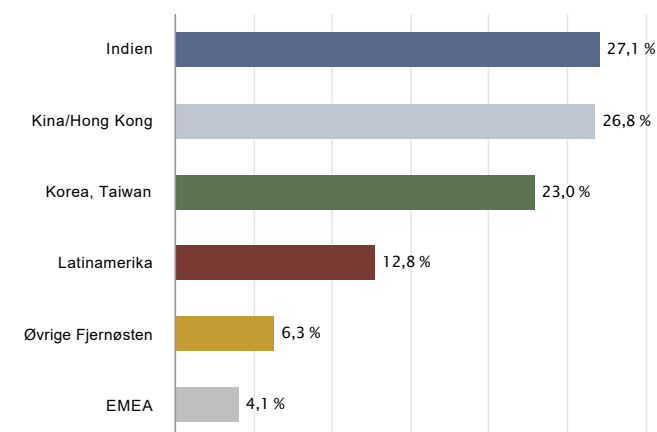
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Emerging Markets KL
Fondskode	DK0015945166
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Ikke kompleks
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI Emerging Markets
Emissionstillæg	0,45 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,97 %
Indirekte handelsomk.	0,088 %
Forvalterteam	Aman Kalsi, Allan Christensen, Mogens Akselsen, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

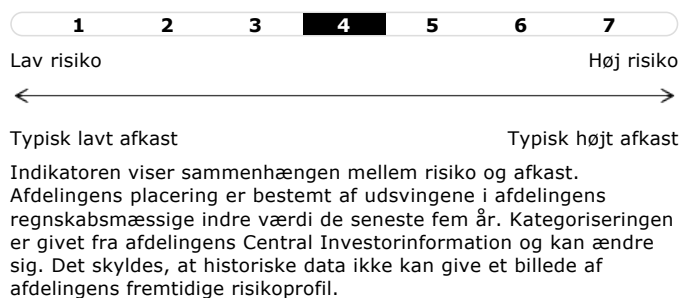
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-6,9	-7,7	28,7	28,9	54,2	4,2
Benchmark (%)	8,1	7,8	48,8	42,9	64,7	4,9
Aktivt afkast (%)	-15,0	-15,5	-20,2	-14,0	-10,4	-0,7

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	13,2	14,1	15,6	15,5
Std. afv. benchmark (%)	13,6	12,9	14,2	14,1
Beta	0,9	1,0	1,0	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	8,1
Alibaba Group Holding	5,2
Meituan	3,5
HDFC Bank	3,4
ICICI Bank	3,4
Trip.com	3,2
SK Hynix	3,0
Mercadolibre	2,8
Samsung Electronics	2,7
Bosideng Intl	2,7

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. geninvestering af udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast findes bagerst i denne publikation.

Indien

Status på kvartalet

De indiske aktier faldt betydeligt i 1. kvartal bl.a. pga. fortsat salg fra udenlandske investorer. Dette på trods af forbedrede økonomiske nøgletal og mere positive takter for virksomhedernes indtjening. De udenlandske investorer var bl.a. tiltrukket af de kinesiske aktier, som reagerede positivt på regeringens vækstinitiativer. Udlandets aktieinvesteringer i Indien er fortsat på et rekordlavt niveau.

Stramme likviditetsforhold har tynget økonomien med svag vækst i indlån og lav vækst i pengemængden. Denne likviditetsstramning blev forværret af centralbankens intervention på valutamarkedet for at støtte rupeen, hvilket skabte et fald i valutaeserverne på over USD 60 milliarder. Tilrædelsen af en ny centralbankchef ændrede dog den stramme pengepolitik, og der blev iværksat tiltag for at øge likviditeten med bl.a. reduktion af bankernes reservekrav og sænkning af styringsrenter. Inflationen er under kontrol, hvorfor der er udsigt til flere rentenedsættelser, som vi forventer vil øge udlånsvæksten.

Det indiske budget, der blev fremlagt 1. februar, havde stort fokus på at fremme forbruget. Regeringen løftede grænsen for skattefri indkomst fra INR 700.000 til 1.275.000 om året. Denne markante forhøjelse betyder, at næsten 10 af de 90 millioner skattepligtige borgere ikke skal betale indkomstskat fremover. Dette væsentlige

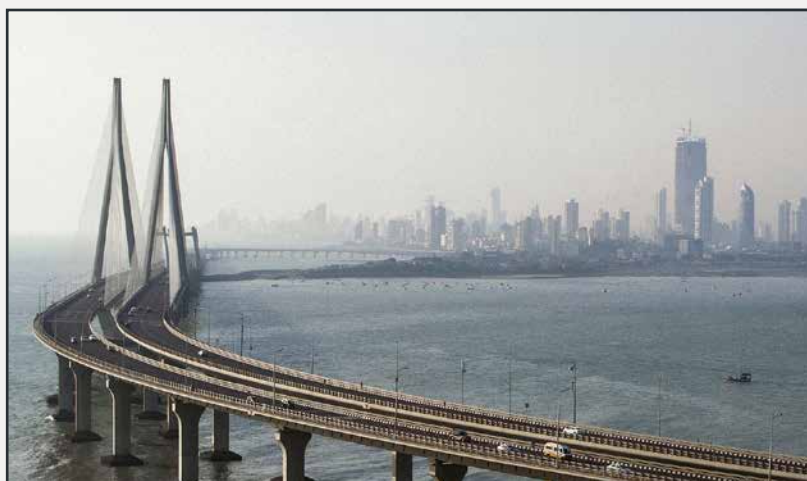
løft af den disponible indkomst er positivt, omend regeringen samtidigt annoncerede reduktioner i de offentlige investeringer, hvilket trykkede stemningen inden for industriaktierne.

Efter denne korrektion handler de indiske aktier nu til en rimelig prisfastsættelse på 19x næste års indtjening. Dette er på linje med det historiske gennemsnit de seneste fem år. I betragtning af de positive indtjeningsudsigter, synes vi, at prisfastsættelsen er rimelig, omend nogle af de mindre og mellemstore aktier fortsat handler på høje niveauer.

Afdelingen tabte 12,0 pct. i første kvartal, mens benchmark faldt 6,9 pct. Det lavere relative afkast skyldes vores overvægt af mellemstore selskaber. Denne overvægt hjalp os sidste år til at skabe et afkast højere end markedet, men har kostet indtil videre i år. Vi ser dog fortsat de bedste langsigtede vækstmuligheder i dette segment. Blandt de positive investeringer var Aavas Financiers, ICICI Bank og Kotak Mahindra Bank, mens Apar Industries, KEC International og Central Depository Services Limited trak afkastet ned.

Strategi og porteføljeændringer

Den overordnede investeringsstrategi er uændret, hvor vi i kvartalet solgte **Multi Commodity Exchange** oven på en stærk kursudvikling de sidste par år.



Du kan investere i Indien

DK0061534963

[Se porteføljen på cww.dk](#) ➔

Indien

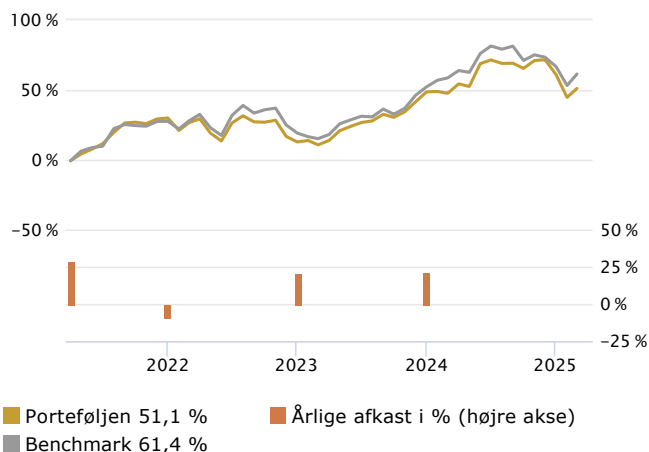


PR. 31. MARTS 2025

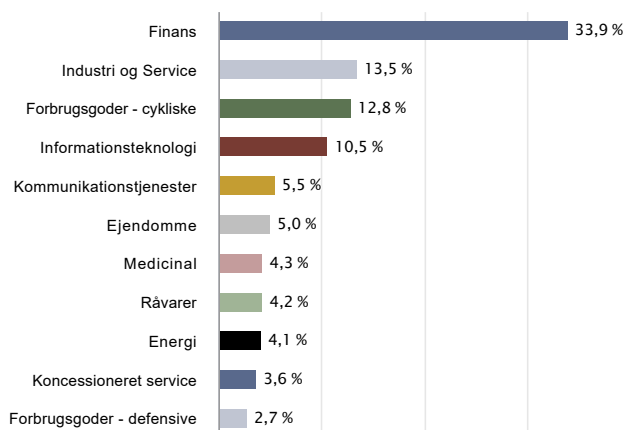
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Indien KL A
Fondskode	DK0061534963
Afdelingens start	29. april 2021
Risikomærkning	Ikke kompleks
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI Indien
Emissionstillæg	0,60 %
Indløsningsfradrag	0,60 %
Løbende omkostninger	1,97 %
Indirekte handelsomk.	0,038 %
Forvalterteam	Abhinav Rathee, Allan Christensen, Mogens Akselsen, Aman Kalsi

AFKASTUDVIKLING



SEKTORFORDELING



AFKAST & RISIKO

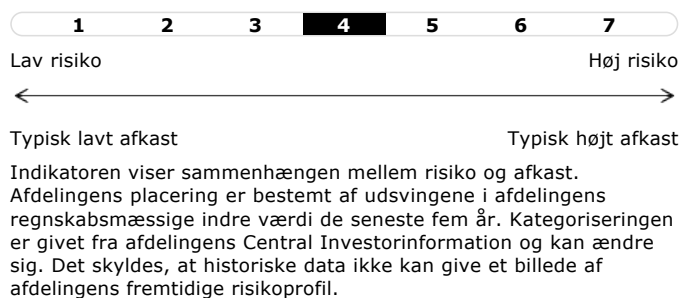
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	2,4	19,5	-	-	51,1	10,9
Benchmark (%)	1,8	26,3	-	-	61,4	12,7
Aktivt afkast (%)	0,6	-6,8	-	-	-10,3	-1,8

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	16,5	-	-	15,8
Std. afv. benchmark (%)	16,3	-	-	15,7
Beta	1,0	-	-	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
HDFC Bank	9,6
ICICI Bank	9,4
Infosys Technologies	6,2
Bharti Airtel	4,3
Reliance Industries	4,1
Amber Enterprises India	3,7
Kotak Mahindra Bank	2,8
HCL Technologies	2,6
UltraTech Cement	2,2
State Bank of India	2,1

RISIKOINDIKATOR



Andelsklassen er lanceret 29. april 2021. Benchmark er inkl. geninvestering af udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast findes bagerst i denne publikation. * Afkast vist i 2021 er afkast fra andelsklassens lancering 29. april 2021 til 31. december 2021.

Vores mål er at investere i de bedste aktier på verdensplan

Vi har investeret aktivt og langsigtet i selskaber med holdbare og ansvarlige forretningsmodeller i mere end 35 år. Vores fokus er på at identificere de langsigtede forandringer, der gør det muligt at se igennem kortsigtet støj på aktiemarkederne og derigennem udnytte værdiskabelsen gemt i langsigtede trends og investeringstemaer.



En grundfilosofi – seks afdelinger

C WorldWide har seks afdelinger, tre kerneafdelinger og tre vækstafdelinger, som bygger på de samme grundlæggende principper.

De tre globale afdelinger kan generelt bruges som fundamentet i opbygningen af din aktieportefølje. Vores øvrige afdelinger har alle fokus på særlige regioner eller lande. Risikoen er typisk lidt højere, men omvendt er potentialet også større.

Vores investeringsfilosofi er enkel – vi har fokus på få aktier og få afdelinger. Vi tror på, at de bedste resultater skabes ved at identificere de bedste langsigtede aktieinvesteringer blandt verdens børsnoterede virksomheder. Dette fokus giver

overblik og betyder, at hver aktie har afgørende betydning for porteføljernes udvikling. Denne enkelhed motiverer os til at sikre, at de udvalgte aktier altid hører til blandt verdens bedste.

Læs om vores forskellige afdelinger på næste side.

“

Vi investerer udelukkende i aktier af høj kvalitet – aktier med et stærkt vækstpotentiale og som har medvind fra langsigtede trends og temaer.



Kerneafdelinger

C WorldWide har tre kerneafdelinger, de globale afdelinger, som generelt bruges som fundamentet i opbygningen af din aktieportefølje.

Afdeling Globale Aktier KL

Investerer globalt uden lande- eller sektor-begrænsninger. Her får du bedst udbytte af vores erfaring, fordi vi har størst mulig fleksibilitet til at sætte investeringerne optimalt sammen. Du kan investere i Globale Aktier KL via en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling.

[Klik for at læse mere ↗](#)

Afdeling Globale Aktier Etik KL

Prioriterer etik og samfundsansvar. Inden investering i et selskab, screenes det af en ekstern konsulent for at sikre, at porteføljen ikke omfatter selskaber med betydelig aktivitet inden for alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller fossile brændstoffer.

[Klik for at læse mere ↗](#)

Afdeling Stabile Aktier KL

Har en målsætning om at skabe et afkast, som er mere stabilt end globale aktier i almindelighed. Selskaber har en holdbar forretningsmodel – typisk med en høj egenkapitalforretning. Hvorfor denne type aktier ofte en attraktiv kombination af gode afkast og lave kursudsving.

[Klik for at læse mere ↗](#)

Vækstafdelinger

Vores øvrige afdelinger har alle fokus på særlige regioner eller lande. Risikoen er typisk lidt højere, men omvendt er potentialet også større.

Afdeling Asien KL

Investerer i den asiatiske del af emerging markets. En investering her giver din opsparing et solidt fodfæste i verdens stærkeste vækstområder. Væksten drives af Kina og dynamiske mindre og mellemstore virksomheder.

[Klik for at læse mere ↗](#)

Afdeling Emerging Markets KL

Har høje vækstrater drevet af unge og voksende befolkninger, som aspirerer efter den vestlige levestandard. Denne vækst får du del i. Afdelingen er et godt supplement til vores globale afdelinger, hvis du kan leve med en lidt højere risikoprofil.

[Klik for at læse mere ↗](#)

Afdeling Indien KL

Er en af de hurtigst voksende økonomier i verden og samtidigt verdens tredjestørste økonomi. Med afdeling får du adgang til investeringer på et marked, der er svært tilgængeligt for individuelle investorer, da det kræver tilladelse at investere lokalt i Indien.

[Klik for at læse mere ↗](#)

Investeringsforeningen C WorldWide

C WorldWide er en investeringsforening, som står for langsigtede og modstandsdygtige investeringer. Vores ambition er at skabe afkast, som ligger væsentligt over gennemsnittet på den lange bane.

Den ambition har fulgt os siden 1990, hvor foreningen blev stiftet.

Vi tror på, at vi kan skabe stærke resultater ved at identificere de bedste langsigtede aktier blandt verdens mange børsnoterede virksomheder.

Denne søgen har været vores passion i mere end 30 år.

C WorldWide har et af de mest stabile og erfarne forvalterteams i verden. Siden 1990 har kernen i vores team været næsten uændret, og vi har holdt fast i vores langsigtede værdier: Fokus, Stabilitet og Passion. Med god diversitet i teamet på 25 forvaltere inkl. analytikere er vi fortsat klar til at takle fremtiden.

“

**For os er det ikke kun en ambition at skabe gode afkast
– det er vores passion.**



“

Vores erfaring viser, at en fokuseret investeringsmodel med nøje udvalgte aktier giver de bedste resultater på langt sigt.

Alle C WorldWides afdelinger bygger på de samme grundlæggende principper. Vi tror på aktiv porteføljevaltning, hvor vi håndplukker aktier for at skabe holdbare investeringsresultater. Vores holdning er helt enkelt, at nogle selskaber har en bedre forretningsmodel end andre, og vores kerneydelse er at udpege disse selskaber. Vores afdelinger må derfor forventes at have en afkastudvikling, som bliver ganske forskellig fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en højere værditilvækst på langt sigt.

Fra tanke til handling

Det er nemt at blive investor i en eller flere af vores afdelinger og få del i C WorldWides erfaring og fokuserede investeringsmodel.

Alle vores afdelinger er børsnoterede og kan både købes og sælges via de fleste netbanker i Danmark. Du finder fondskoderne på cww.dk, hvor du også kan udfylde en investeringsordre, som du sender til din bankrådgiver.

Du har også mulighed for at investere via din pensionsordning – her bør du kontakte din pensionsrådgiver og få rådgivning om hvilken metode, der passer bedst til dig.

Vil du vide mere, så kontakt en af vores medarbejdere på 35 46 35 46.

Bemærkninger til afkast

Alle tal er baseret på historiske afkast. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Valutaen er DKK. Afkastet kan øges eller mindskes på grund af udsving i valutakurserne. Administrations-honorar og andre udgifter afholdt af fonden er inkluderet i tallene. Gebyrer afholdt af investor såsom depotomkostninger og transaktionsomkostninger er ikke inkluderet. For yderligere oplysninger henvises til prospektet og central information for de enkelte afdelinger, som kan findes på www.cww.dk under menupunktet Information.

Andre praktiske oplysninger

Foreningen opfordrer til, at alle medlemmer lader sig navnenotere via deres depotbank.

Redaktionen er afsluttet den 16. april 2025. Denne kvartalsorientering for 1. kvartal 2025 er tilgængelig på foreningens hjemmeside samme dag. Vi tager forbehold for trykfejl.

**C WorldWide Asset
Management
Fondsmæglerselskab
A/S**

C WorldWide Fund
Management, filial af
C WorldWide Fund
Management S.A.,
Luxembourg

Dampfærgevej 26
2100 København

Tel.: +45 35 46 35 00
cww.dk
cww@cww.dk

Dette er markedsføringsmateriale. Denne publikation er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). CWW AM er et dansk registreret selskab med adresse på Dampfærgevej 26, 2100 København, Danmark, med CVR-nummer 78420510. CWW AM er porteføljeforvalter for Investeringsforeningen C WorldWide.

Publikationen 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. De tilkendegivne holdninger er alene gældende på datoen for publikationen.

Publikationen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for at være pålidelige. Alle rimelige forholdsregler er taget for at sikre informationens korrekthed og nøjagtighed. Dog garanteres korrekthed og nøjagtighed ikke, og CWW AM påtager sig intet ansvar for eventuelle fejl eller udeladelser.

Alle tal er baseret på historiske afkast. Historiske afkast er ingen indikation for fremtidigt afkast. Afkast kan stige eller falde som følge af udsving i valutakurserne. Publikationen må ikke reproducere eller distribueres, hverken helt eller delvist, uden forudgående skriftlig tilladelse fra CWW AM.

Der henvises til prospektet for Investeringsforeningen C WorldWide og dokumentet med central information, inden der træffes en endelig investeringsbeslutning. Dokumenterne kan, sammen med et sammendrag af investorrettigheder, findes på cww.dk.