



Afdeling USA gav et afkast på -4,73% i 1. kvartal, hvilket var 2,17%-point bedre end benchmarkafkastet på -6,90%.

For investorerne var der i 1. kvartal tale om to skridt tilbage og et skridt frem. Efter et dyk på næsten 40% i 2008 og et yderligere fald på 25% i begyndelse af 2009, som førte til, at aktierne den 9. marts nåede det laveste niveau i 12 år, reagerede aktierne for en gangs skyld positivt på gode nyheder og sluttede på et højere niveau ved udgangen af marts. Dette markerede afslutningen på et halvt års nedtur. Resultaterne i marts var dog ikke gode nok til at forhindre, at aktierne tabte værdi for sjette kvartal i træk. Rækken af kvartaler med tab kommer efter de seks kvartaler, som sluttede i juni 1970, og det var det dårligste 1. kvartal siden 1939.

I de vanskelige markedsforhold klarede afdelingen sig bedre end sit MSCI USA-benchmark på grund af positive bidrag fra vores forbrugs-, energi, finans-, materiale- og teknologiaktier.

De største bidragsydere blandt vores beholdninger af forbrugsaktier var vores beholdning af detailaktier. I særdeleshed blev vores relative resultater godt hjulpet af videospildistributøren GameStop Corp., som meddelte, at salget i ferien var steget 22%, sammenlignet med året før. Det lykkedes selskabet i et meget udfordrende marked at opnå den forventede indtjening og aktien steg mere end 24% i løbet af kvartalet. I energisektoren blev vi godt hjulpet af vores position i offshore boreselskabet Transocean, hvis indtjening levede op til investorernes forventning, og selskabet meddelte samtidigt, at det sætter noget af sin likviditet i arbejde i et aktietilbagekøbsprogram. Aktien steg voldsomt efter den nyhed.

Hoveddrivkraften i de amerikanske aktiemarkeder i 1. kvartal var de finansielle aktier. Usikkerheden omkring aktiver og passiver på balancerne sendte markedet ned i januar og februar og den redningspakke, som regeringen introducerede i marts, førte til en stigning i kurserne. I disse meget volatile markeder lykkedes det os at tilføre værdi i forhold til benchmark ved en nogenlunde performance i det nedadgående marked og en bedre performance i opsvinget i marts måned. Vores beholdning i BlackRock Corp., Goldman Sachs og AON Corp. bidrog mest til resultatet.

Porteføljeaktivitet

Vi åbnede en position i Oracle Corp. i løbet af kvartalet. Oracle har på dygtig vis udnyttet sin dominans i databasesoftware-sektoren og er nu blevet en større udbyder af løsninger inden for enterprise software. Vi mener, at selskabet har størrelsen, ressourcerne og ekspertisen til fortsat at være i front i den konsolidering, som foregår i enterprise software-sektoren.

Vi åbnede en position i industrikonglomeratet Tyco International. Tyco International er førende i verden inden for mange af dets markeder. Denne førerposition, kombineret med en stor fast omsætning, giver selskabet en solid fordel i forhold til konkurrenterne.

Vi lukkede vores position i Teva Pharmaceuticals, verdens største producent af generiske lægemidler. Tevas konkurrencefordel er blevet udhulet, efterhånden som konkurrenter som f.eks. Mylan er blevet væsentligt større gennem grænseoverskridende konsolideringer. Der er lige nu tre spillere, herunder Novartis' Sandoz-afdeling, som har den størrelse, globale rækkevidde og vertikale integration, der skal til, for at udfordre Tevas førerposition.

Vi lukkede hele vores position i forsyningsvirksomheden Exelon Corp. Exelon er landets største leverandør af atomenergi og vi solgte beholdningen på baggrund af virksomhedens fremtidsudsigter, efter at den har gennemført sammenlægningen med NRG Corp. Som en del af handlen overtager Exelon en gæld i NRG på mere end USD 8 mia., og i den nuværende økonomiske situation leder vi efter mere stabile muligheder.

Fremtidsudsigter

Filosofien og processen bag denne afdeling er stadig stringent og konsekvent. Vores systematiske, fundamentale screening med fokus på kvalitet, værdiansættelse og momentum finder frem til de bedste muligheder, og vores analyseteam udfører derefter en grundig analyse af hver potentiel investering. Det resulterer i en portefølje af de mest overbevisende investeringsideer fra vores investeringscenter i USA, hvor den individuelle aktieudvælgelse afgør vores succes.

Ligesom virksomhedernes 4. kvartalsrapporter i januar sendte markedet nedad, vil indtjeningerne i 1. kvartal, som offentliggøres i de kommende uger, sandsynligvis også teste markedet. Der er skruet



kraftigt ned for forventningerne, men der er usædvanlig stor usikkerhed om, hvad virksomhederne vil rapportere, og hvad deres forventninger til fremtiden vil være. Er der skruet langt nok ned, til at virksomhederne kan opfylde de reducerede forventninger? Derudover står investorerne også overfor at skulle beslutte, hvordan de vil værdiansætte indtjeningen fra de seneste år, hvor virksomhederne har nydt godt af boligboblen og finansiell gearing. Det gør det vanskeligt at afgøre, om aktier er billige eller dyre, og kan gøre denne indtjeningsperiode endnu mere volatil.

I det store hele mener vi dog, at recessionen har toppet, og at økonomien vil stabilisere sig i anden halvdel af året. Der har været tegn på, at den økonomiske tilbagegang måske har passeret toppen. F.eks. har tallene for boligmarkedet, detailhandel og varige forbrugsgoder vist sig at være bedre end forventet. Derudover forudser vi medvind for det private forbrug på to fronter for resten af året: Der er skattelettelser, som træder i kraft den 1.april, og mulighederne for at omlægge boliglån ser ud til at fortsætte.

Det vil fortsat være en udfordring for politikerne at sikre stabiliteten, og markedet er stadig præget af risici. Alligevel stiger vores tillid til, at de globale aktiemarkeder er ved at afslutte den nedadgående proces, som begyndte med styrtstykket i oktober, og at de lave niveauer fra begyndelsen af marts faktisk udgør bunden af denne cyklus. Hvis det viser sig at være rigtigt, forventer vi, at USA fortsat vil klare sig bedre end andre udviklede markeder og at emerging market- og råvarerelaterede investeringer fortsat vil klare sig bedst.