

MARKEDSRAPPORT

Av makroanalytiker Svein Erik Førre
C WorldWide Asset Management Norge

Juni 2024

Makrobildet

Det globale aksjemarkedet steg med 12 % i første halvår, målt ved MSCI All Countries i lokal valuta. USA ledet an i aksjemarkedsoppgangen. Målt ved S&P500 steg aksjemarkedet med 14 %.

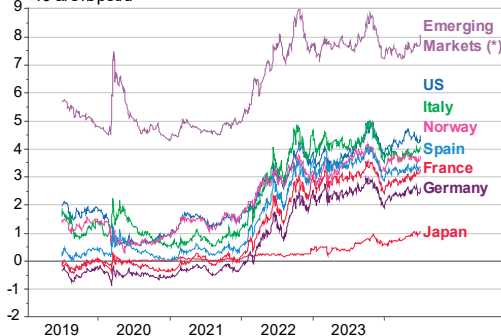
Oppgangen i USA var i vesentlig grad et resultat av fem aksjer. Disse fem «megacap»-selskapene: Nvidia, Microsoft, Amazon, Meta og Apple sto for hele 60 % av oppgangen. Nvidia som er den ledende designeren av AI-chips og prosessorer stiller i en særklasse. Selskapet bidro alene for 31 % av oppgangen. Alle disse fem har steget til rekordnivåer som et resultat av revolusjonen innen bruken av kunstig intelligens, og anses av investorer å være de selskapene som vil profitere mest på utviklingen gitt deres unike markedsposisjon. Entusiasmen for AI omfattet en rekke aksjer i USA i 2023. Disse ble inkludert i City Banks «AI Winner Basket». I år har investorer i økende grad forsøkt å skille «klienten fra hveten» når de står overfor selskaper som hevder å profitere på bruken av AI. Flesteparten av selskapene som steg i verdi som følge av forventningene til AI i fjor har falt i verdi i år. Mens 60 % av selskapene i S&P500 har steget i verdi i år, har under halvparten av selskapene i «AI Winner Basket» steget i verdi. I fjor steg aksjekursen til 75 % av disse selskapene.

MSCI All Countries steg med 2 % i juni, og endte opp 3 % i andre kvartal. Aksjemarkedsoppgangen har ikke bare bremsert opp, men har også blitt enda «smalere». Hele 90 % av oppgangen i S&P500 i andre kvartal skyldes utviklingen i aksjekursen til kun tre selskaper: Nvidia, Apple og Microsoft. Mens IT-sektoren globalt steg med 11 %, falt sykliske sektorer som materialvarer, industri, energi og diskresjonært konsum i verdi. I snitt steg aksjene i S&P500 med kun 4 % i første halvår mens de i snitt var ned 2 % i andre kvartal. Det positive sentimentet i aksjemarkedet er derfor i vesentlig grad et resultat av revolusjonen innen AI. Med unntak av et fåtall selskaper, i første rekke Nvidia, vil det ta år før en vil få et klarere bilde av lønnsomhets- og produktivetsgevinsten knyttet til dagens investeringer i AI, på samme måte som det tok et tiår før en så produktivetsgevinsten forbundet med internett. Dette gjør aksjemarkedet sårbart i møte med den økende geopolitiske risikoen og den proteksjonistiske dreiningen i global handel. I juni hadde høyrepopulistiske partier kraftig fremgang i valget til Europa Parlamentet, mens Trump nå leder klart på meningsmålinger i USA.

Aksjemarkedenesiste 5 år

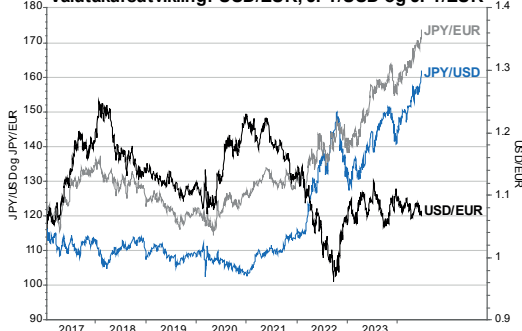


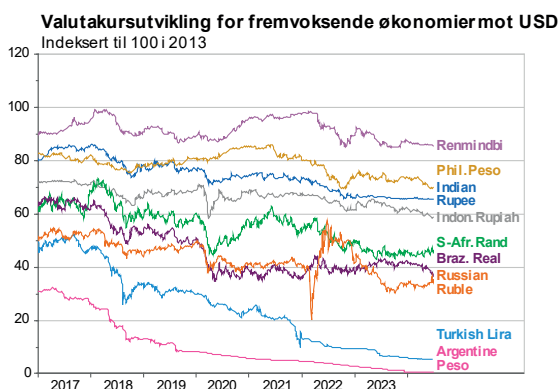
Utvikling i statsrenter 10 års løpetid



(*) JP Morgan Emerging Market Weighted Yields

Valutakursutvikling: USD/EUR, JPY/USD og JPY/EUR





Aksjemarkedet

Det globale aksjemarkedet målt ved MSCI All Countries i lokal valuta steg 2 % i juni. Den beste avkastningen var i det indiske aksjemarkedet som steg med 7 %. Oppgangen i India var oppsiktsvekkende i lys av at Mumbai-indeksen stupte med hele 8 % etter valget i begynnelsen av måneden da det viste seg at Modi mistet flertallet i Parlamentet (Lok Sabha), men i ukene som fulgte hentet ikke bare aksjemarkedet seg inn igjen, men steg 13 % fra bunnen. Aksjemarkedet i USA endte opp 3 %, mens europeiske markeder endte ned 2 %. En av forklaringene på den svake utviklingen i Europa var den franske presidentens sjebnesvangre beslutning om å utstede nyvalg etter at det høyrepopulistiske partiet Rassemblement National fikk dobbelt så høy oppslutning som Macrons eget parti under valget til det Europeiske Parlamentet. Det franske aksjemarkedet falt 6 % som følge av dette i juni. Det svakeste aksjemarkedet var imidlertid det kinesiske som falt med 4 % etter at ledende indikatorer viste at industriveksten igjen avtar. Sektormessig fortsatte IT å lede an i aksjemarkedet globalt med en oppgang på 9 %, fulgt av telekom som steg 5 %. Svakeste sektor var infrastruktur tjenester som falt med 3 %.

Rentemarkedet

Den amerikanske sentralbanken holdt som ventet renten uendret i juni og nye punktestimater fra styret indikerte kun ett rentekutt i år. Sentralbanken så imidlertid fortsatt for seg like mange rentekutt, men at disse nå i hovedsak ville komme neste år. Norges Bank valgte også å holde renten uendret og signaliserte at det ikke vil komme noen rentekutt i år. I Eurosonen kuttet imidlertid den europeiske sentralbanken styringsrenten som ventet med 0,25 prosentpoeng. 10-års statsrente i USA falt med 12 basispunkter til 4,37 %. I Norge og Tyskland endret tilsvarende renter seg med -11 og -18 basispunkter til henholdsvis 3,6 % og 2,5 %. Usikkerhet knyttet til nyvalget i Frankrike førte til at rentespreaden mellom tyske og franske 10-års statsrenter, den såkalte «froskespreaden», steg fra 0,43 til 0,78. Dette er den høyeste spreaden siden koronapandemien og indikerer en svak men økende bekymring for en ny «eurokrise».

Valutamarkedet

Etter å at den japanske sentralbanken gjennom å intervenere klarte å stabilisere yenen i mai, fortsatte den å svekke seg igjen i juni fra 157 til 161. Norske kroner, som også er historisk svak, svekket seg fra 10,50 til 10,65 mot dollar men var tilnærmet lik uendret mot euro på 1,41. Kinesiske yuan svekket seg også mot dollar fra 7,24 til 7,27. Den kinesiske



Avkastningstall

Avkastning Aksjefond	Juni		HiÅ	
	Fond	Indeks	Fond	Indeks
C WorldWide Asia A	6,8	5,8	17,8	14,9
C WorldWide Emerging Markets	6,6	5,5	11,9	12,5
C WorldWide Globale Aksjer	5,3	3,8	15,5	16,5
C WorldWide Globale Aksjer Etisk	5,2	3,8	14,8	16,5
C WorldWide Healthcare Select	5,0	3,3	14,2	12,2
C WorldWide Stabile Aksjer	3,5	2,7	12,2	10,0
C WorldWide Aksje Norden	-1,7	-0,8	11,6	10,2
C WorldWide Aksje Norge	-2,0	-1,6	10,2	10,4

Aksjeindekser (lok. valuta)	Juni	Hittil i år	Siste år
Taiwan 50 (Taiwan)	12,5	39,3	45,6
S&P Technology (USA)	9,3	27,8	43,4
Kospi (Sør-Korea)	8,1	7,4	13,9
SENSEX(India)	6,9	9,4	23,7
Nasdaq Comp (USA)	6,0	18,1	30,5
S&P 500 (USA)	3,5	14,5	24,8
KFX (Danmark)	3,4	23,5	35,6
MSCI i USD (Verden)	3,4	16,2	18,2
Nasdaq Biotech. (USA)	3,3	4,0	11,8
MSCI I USD (Øst-europa)	3,0	8,9	23,3
Nikkei 225 (Japan)	2,8	18,3	19,2
ISE National 100 (Tyrkia)	2,4	42,5	84,9
IBX 50 (Brasil)	1,6	-6,1	8,4
Composite (Indonesia)	1,3	-2,9	6,0
Dow Jones (USA)	1,1	3,8	15,6
Straits Times (Singapore)	-0,2	1,4	2,0
FTSE 100 (UK)	-1,3	5,6	8,8
DAX 30 (Tyskland)	-1,4	8,9	14,3
MSCI Europa (USD)	-1,5	7,0	11,1
OSEFX	-1,6	10,4	19,9
OMX Stockholm	-1,6	8,0	17,0
Hang Seng (Hong Kong)	-2,0	3,9	-7,6
Hex (Finland)	-3,0	-1,6	0,1
Shanghai Composite (Kina)	-3,9	-0,3	-7,0
CAC 40 (Frankrike)	-6,4	-0,8	2,6

sentralbanken er svært aktiv i forsøket på å holde en stabil valutakurs mot dollar, men det er en stigende forventning i markedet om at Beijing vil ønske en svakere yenkurs for å stimulere til økt eksport. Dollaren svekket seg forøvrig mot euroen fra 1,07 til 1,09 til tross for en økt forventning i markedet om at sentralbanken i USA vil holde renten høy mens sentralbanken i Eurosonen står klar til å kutte.

Markedsutsikter

Etter tre måneder med volatile og fallende markeder, snudde sentimentet i november 2023. Investorer var igjen optimistiske til at sentralbankene snart ville kutte styringsrentene og dette ledet til en kraftig oppgang i aksjemarkedene og fallende rentenivåer. Oppgangen har fortsatt i første halvår av 2024. Bullmarkedet har imidlertid i vesentlig grad vært drevet av «The Magnificent Seven» - verdens syv største teknologiselskaper: Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta, Tesla, Nvidia og Apple. Forventninger knyttet til AI (kunstig intelligens) fortsatte å løfte aksjemarkedet høyere, mens nedjusterte forventninger til rentekutt i USA i mindre grad synes å bekymre investorer. Kombinasjonen av god vekst i økonomien og ytterligere tegn til at inflasjonen ikke lenger faller ledet den amerikanske sentralbanken til å signalisere at det kun kommer ett rentekutt i år. Aksjemarkedet ble imidlertid skjermet mot de endrede renteutsiktene siden sentralbanken kun skjøv rentekuttene ut i tid slik at de i hovedsak kommer neste år. Flere analytikere anser at det ikke kommer noen rentekutt i USA i år.

De viktigste driverne bak aksjemarkedsoppgangen er «AI-revolusjonen» som investorer anser vil endre rammebetingelsene for en rekke selskaper i positiv retning. Dette vil skje som følge av høyere produktivitet og økt lønnsomhet innen en rekke sektorer som igjen vil kompensere for svakere privat etterspørselsvekst i tiden fremover. De første indikasjonene på dette kommer tidligst mot slutten av året. En annen viktig positiv faktor i aksjemarkedet er den robuste veksten i USA som har sammenfalt med at inflasjonen nærmer seg inflasjonsmålet på 2 %. Den overraskende gode veksten skyldes den ekstremt ekspansive finanspolitikken som føres i USA som møter liten motstand i Kongressen. Den vil derfor vedvare frem mot valget i slutten av året. Robust vekst i USA, mer ekspansiv finans- og pengepolitikk i Kina og utsikter til rentekutt i USA og Europa vil derfor ventelig stabilisere aksjemarkedene på dagens nivåer de nærmeste månedene i fravær av en uforutsett geopolitisk krise.



Hos oss i C WorldWide Asset Management er vi opptatte av å finne selskaper som tåler svak global vekst, enten fordi de er eksponert mot vekst-trender som vil vedvare, eller fordi selskapene har en global orientering som sikrer tilstedeværelse i lokale aksjer. Vi følger også lange globale trender nøye.

Vi tror et selektivt valg av aksjer har fått en renessanse, og at aktive fond med god diversifisering og lav samlet risiko vil være det beste investeringsalternativet for langsiktige investorer. Selv om aksjemarkedet totalt sett kan virke risikabelt, er det en rekke store, solide, innovative selskaper som er godt rustet, både finansielt og ved attraktive produkter, til å håndtere vedvarende svak global vekst.

Fondskommentarer

C WorldWide Norge falt med 2,0 % sist måned, mens referanseindeksen falt med 1,6 %.

Valget i Europarlamentet viste kraftig fremgang for høyrepopulistiske partier i Eurosonen, og i Frankrike ledet fremgangen til Rassemblement National til den overraskende beslutningen om å utstede nyvalg. Dette førte til den største spreadutgangen mellom franske og tyske statsrenter siden utbruddet av koronapandemien. Den uventede politiske dreiningen i ett av Eurosonens største land ledet til økt risikoaversjon i europeiske finansielle markeder.

Av selskapsspesifikke nyheter vil vi trekke frem følgende:

- Vi deltok på kapitalmarkedsdagen til Kongsberg Gruppen den 4. juni. Det var en positiv og informativ begivenhet som ble fulgt av 130 investorer, analytikere og bankfolk (enda flere deltok online). Hovedkonklusjonen var at alle fire divisjonene i virksomheten har en god utvikling. Kongsberg guidet at de ville ha inntekter på NOK 120 mrd. innen 2033 og EBIT-margin på 15 %, noe som tilsvarer CAGR på 11,5 %.
- Schibsted signaliserte at de nå står klare til å kutte kostnader etter salg av forlagsvirksomheten og en del av Adevinta. Ved å konsolidere plattformer og teknologi over landegrensler regner selskapet å bli mer effisient. Dette ble tatt vel imot blant investorer og aksjen steg med 4 %.
- Sampo la inn et bud på en minoritetsposisjon i Topdanmark. Planen er å fusjonere Sampos danske skadeforsikringsvirksomhet IF med Topdanmark. Konsolideringen vil være bra for hele den nordiske skadeforsikringsvirksomheten og både Tryg, Alm. Brand og Gjensidige steg på nyheten om denne fusjonen.

Avkastningen i fondet var lavere enn referanseindeksen i juni. Bakgrunnen var vår investering i softwareselskapet Volue og i shippingselskapet Frontline. Undervekten vår i DNB bidro også negativt. På den annen side bidro vår investering i Schibsted positivt til avkastningen.

I juni økte vi vår investering i Kongsberg etter den vellykkede kapitalmarkedsdagen. Vi besluttet også å øke vår vekt i skadeforsikrings-selskapet Gjensidige og i Orkla. Vi anser at risikobildet i skadeforsikringsmarkedet har bedret seg og at dette også vil gagne Gjensidige. Orkla har på sin side klart å opprettholde marginene til tross for økte råvarekostnader. Vi finansierte disse kjøpene ved å redusere vår beholdning i produkttankselskapet Hafnia, Sparebank 1 og Tomra.



C WorldWide Globale Aksjer Etisk steg med 5,2 % sist måned, mens referanseindeksen steg med 3,8 %.

Geopolitiske hendelser dominerte nyhetsstrømmen i juni med valg i India og Mexico i tillegg til valgkampanjer i Frankrike, Storbritannia og USA. I en verden der myndighetene i økende grad tar den økonomiske styringen har valgresultater og politiske utnevnelser økende betydning. Til tross for den økende geopolitiske usikkerheten var aksjemarkedet robust, drevet av positive makroøkonomiske nyheter og vekst i inntjeningen.

Blant de viktigste positive bidragsyterne i juni var TSMC, Microsoft og HDFC Bank. Taiwanske TSMC ble verdens største halvlederselskap etter å ha kontinuerlig kuttet prisene for å sikre seg volumvekst. Nå som det er verdens største og mest avanserte produsent av chips har selskapet mulighet til å øke prisene. Selskapet implementerer disse prisøkningene i en situasjon med høy etterspørsel etter kunstig intelligens (AI) og med en dominerende 95 % markedsandel i produksjon av 3-nanometer transistorer. AI-relaterte inntekter utgjør fortsatt en mindre andel av det totale salget, men vi forventer at disse vil stige til en tredjedel innen 2028. I år har AI ledet til vekst i hovedsakelig datasenter relaterte prosessorer, men mindre AI-prosessorer kommer til å gi et mer betydelig bidrag til vekst i 2025 og 2026. Konsensusestimaterne anslår at TSMC vil doble inntjeningen i perioden fra 2023 og til 2026.

Alle de viktigste leverandørene av skytjenester: Microsoft, Amazon og Alphabet steg kraftig i verdi i juni. En interessant undersøkelse utført av Bernstein blant CIOs viste at rundt 40 % av arbeidet som utføres av PC'er nå skjer i «skyen». Dette er en kraftig oppgang fra 32 % for ett år siden. Aksjekursen til disse «skytjeneste gigantene» har likevel lagget halvlederselskapene til tross for sterk inntjeningsvekst hittil i år.

Selv med et overraskende svakt valgresultat for Modi i India fortsatte HDFC Bank å stige i verdi i likhet med det indiske aksjemarkedet generelt i juni. HDFC har slitt med lavere rentemarginer og et behov for å øke innskuddene etter at den fusjonerte med HDFC. Investorer synes nå å se lenger frem mot 2026, da er det ventet at inntjeningsveksten vil akselerere.

Blant de viktigste negative bidragsyterne var Ferguson, AIA og L'Oréal. Ferguson er verdens største leverandør av oppvarmingssystemer og rørartikler, men har hatt en svakere marginutvikling enn ventet. Vi forventer imidlertid at Ferguson igjen vil levere god vekst på mellomlang sikt ettersom en aldrende boligmasse i USA har behov reparasjon og vedlikehold. Til tross for sterk vekst i første kvartal viste oppgangen i aksjekursen



seg å være kortvarig. Aksjekursen til AIA holdes nede av eksponeringen i Kina som utgjør omlag 25 % av operasjonell profitt.

Det ble ikke foretatt noen endringer i porteføljen i juni.

C WorldWide Norden falt med 1,7 % sist måned mens referansindeksen falt med 0,9 %.

Porteføljen falt i verdi i juni etter økt risikoaversjon i europeiske markeder som følge av beslutningen om nyvalg i Frankrike i en situasjon med kraftig fremgang for det euroskeptiske og populistiske partiet Rassemblement National. De viktigste positive bidragene til avkastningen kom fra Tryg, Novonesis og Addtech. De viktigste negative bidragene i juni kom fra enkelte av våre viktigste positive bidragsytere hittil i år: Wärtsila, Invisio, Munters og GN Store Nord.

Vi vil fremheve følgende selskapsspesifikke nyheter:

- Vi deltok på Novonesis kapitalmarkedsdag virtuelt, et nytt selskap som har oppstått ved fusjonen mellom Novozymes og Christian Hansen. Kapitalmarkedsdagen var i første rekke informativ der vi ble presentert for selskapets ulike teknologier og hvordan de kan utnyttes i det «grønne skiftet».
- Vi deltok på det 84. ADA-seminaret (American Diabetes Ass.) i Orlando. Novo Nordisk presenterte noen nye og mer detaljrike data fra deres kardiovaskulære SELECT-studie og deres nyre FLOW-studie. Begge viste at pasienter kan leve lenger når de behandles med GLP-1 sammenliknet med en placebo. De presenterte også en plan for hvordan de vil øke kapasiteten i Clayton, North Carolina med 100 gjennom en investering på \$4,2 mrd. Den nye fabrikken vil være klar for oppstart i slutten av 2029.
- Markedet tok godt i mot Danske Banks oppjusterte profittprognose for 2024.
- Sampo la inn et bud på en minoritetsposisjon i Topdanmark. Planen er å fusjonere Sampos danske skadeforsikringselskap IF med Topdanmark. Konsolideringen er godt nytt for samtlige skadeforsikringselskaper i Norden.



Innholdet i denne publikasjonen er utarbeidet av C WorldWide Asset Management AS eller tilhørende avdelinger hos C WorldWide Asset Management (CWW). Innholdet er kun ment som generell informasjon og utgjør ikke et tilbud eller en oppfordring til å gjøre en handel, innholdet skal dermed ikke betraktes som investeringsrådgivning eller investeringsanalyse. Innholdet er ikke utarbeidet i henhold til de regler som er naturlig å forholde seg til i forhold til investeringsanalysers krav til uavhengighet og innholdet er heller ikke forpliktende for forbud mot å handle i aksjer selskaper som nevnes. Meninger og holdninger gjengitt og omtalt i innholdet er kun aktuelle per publikasjonsdato, innholdet er utarbeidet ved bruk av kilder som CWW anser som pålitelige og CWW har tatt alle naturlige forhåndsregler for å sikre at informasjonen er så korrekt som mulig. CWW kan dog ikke garantere at informasjonen er korrekt og påtar seg ikke ansvar for feil eller utelatelser. Innholdet må ikke gjengis eller distribueres videre helt eller delvis uten at CWW har gitt skriftlig samtykke på forhånd.

Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning og forvaltning.

Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Fondets avkastning kan variere innenfor et år. Den enkelte andelseiers tap eller gevinst vil derfor avhenge av de eksakte tidspunktene for kjøp og salg av andelene. Valutakursendringer vil påvirke verdien på fondet dersom underliggende investeringer er foretatt i annen valuta enn det som fondet er notert i.

Prospekt, vedtekter og KID-dokumenter med nøkkelinformasjon, samt nyeste års/halvårsrapport: www.cworldwide.no

Vi gjorde noen få endringer i den nordiske porteføljen i juni:

I starten av måneden bestemte vi oss for å redusere vår investering i Danske Bank og istedet investere disse midlene i skadeforsikringsselskapet Tryg. Dette gjorde vi i forkant av Sampos bud på Topdanmark og før Danske Bank oppjusterte profittprognoisen.

Vi bestemte oss for å ta noe profit på vår relativt store investering i Invisio (Vi hadde en overvekt i selskapet på 4,8 %). Vi har fortsatt sterk tro på Invisio som en langsiktig investering.

Vi økte forøvrig vår investering i Essity og Volvo gjennom å redusere kontantandelen i fondet.

C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT AS

Dronning Eufemias gate 8 · Bjørvika · Postboks 1434 Vika, 0115 Oslo

+47 22 00 98 00 · post@cworldwide.no · www.cworldwide.no