



# MARKEDSRAPPORT

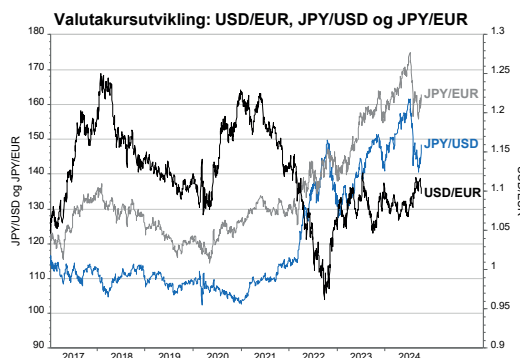
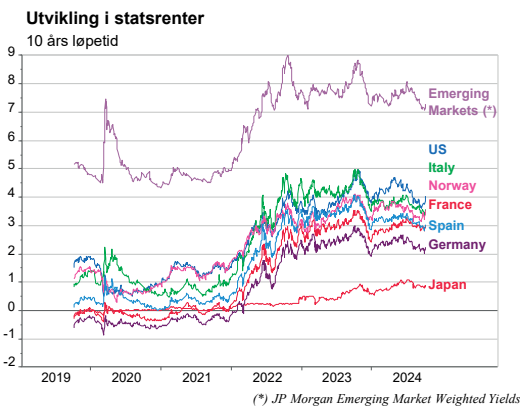
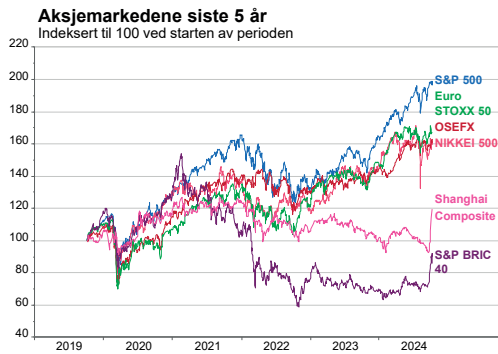
Av makroanalytiker Svein Erik Førre  
C WorldWide Asset Management Norge

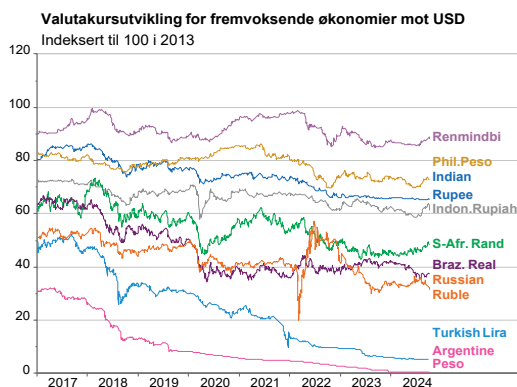
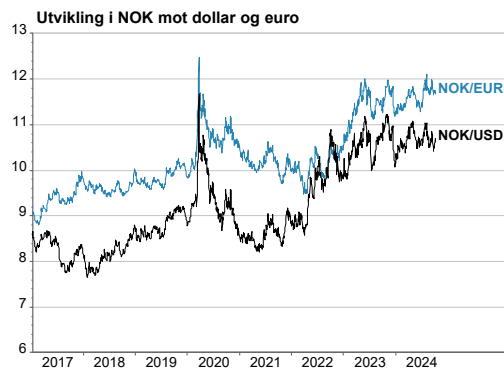
## Oktober 2024

### Makrobildet

Fra midten av oktober begynte finansmarkedene å prise inn at Donald Trump sannsynligvis ville vinne valget i USA. Dette forsterket oppgangen i lange renter som allerede i ukene før hadde steget som følge av inflasjonsutviklingen (fallet i kjerneinflasjonen i USA har de siste månedene bremsset opp på i overkant av 3 %). Det er ikke åpenbart at Trump kommer til å utgjøre en større trussel for inflasjonsutviklingen i USA enn Kamala Harris ville gjort. Mens demokratene under Biden favoriserte ekspansiv finanspolitikk, har Trump i stedet lovet skattelettelser som kun vil gavne et lite mindretall av USAs befolkning. Når det gjelder økte tolltariffer som Trump også har lovet, er ikke avstanden til demokratene nødvendigvis så stor. De siste fire årene har demokratene ikke bare videreført Trumps proteksjonisme, men forsterket handelskrigen med Kina. Den største forskjellen ser ut til å være at Trump ønsker økte tariffer også mot allierte som eksempelvis Tyskland og Frankrike.

Det er forøvrig ingen automatikk i at økte tariffer og skattelettelser leder til høyere inflasjon i USA. Da USA introduserte en tariff på 25 % på all import fra Kina i 2018 svekket renminbien seg med 10 % mot dollaren slik at effekten av tariffene ble tilsvarende redusert. I tillegg svarte mange kinesiske produsenter med å kutte prisene. Allerede nå faller kinesiske eksportvarer i pris som følge av svak innenlandsk etterspørsel og sterk innenlandsk konkurranse. I tillegg kan en forvente svakere privat etterspørsel i USA de neste årene. En av grunnene til at Trump vant valget var frustrasjonen over økte levekostnader. Forbruksveksten i USA har holdt seg overraskende høy de siste årene, men det er grenser for hvor lenge amerikanske husholdninger vil kunne fortsette å finansiere forbruksvekst gjennom å redusere spareraten og øke kredittgjelden. Enkelte forventer at Trumps økonomiske politikk vil lede til et vekstopp-sving, men det er lite sannsynlig. En ny runde med lettelse i bedriftsbeskatningen vil i liten grad merkes av amerikanere flest, og derfor ikke lede til økt konsumvekst. En god indikasjon på effekten av skattelettelse er erfaringene fra forrige gang Trump reduserte skattene. Dette ledet ikke til økte lønninger og heller ikke til økte investeringer i realkapital. I stedet gikk 80 % av de frigjorte midlene til økte dividendeutbetalinger og/eller tilbakekjøp av aksjer.





Valgkampslofter bør uansett tas med en klype salt, og særlig når det er snakk om populistere som Trump. Sentralbanksjefen i USA avviste at valget av Trump har endret sentralbankens syn på inflasjonsutviklingen. Investorer ser imidlertid ut til å ha konkludert med at Trump og republikanernes dominans i Kongressen kommer til å gavne amerikanske selskaper. Det er svært sannsynlig. Valget av venturekapitalisten J.D. Vance som visepresident og Trumps nære bånd til Elon Musk betyr at Trump har knyttet sterke bånd til den liberalistiske fløyen i amerikansk politikk. Det er derfor god grunn til å forvente deregulering og mindre statlig inngripen i næringslivet. Den kraftige oppgangen i finansaksjer, markedsdominerende teknologiselskaper og amerikanske oljeselskaper viser tydelig hvilke selskaper som ventes å profitere på dette. Mens optimismen spredte seg i næringslivet i USA, ledet valget av Trump til økt pessimisme i næringslivet i Europa. Her frykter både politikere og næringsliv en handelskrig som vil forsterke den strukturelle krisen regionen allerede befinner seg i.

## Aksjemarkedet

Det globale aksjemarkedet målt ved MSCI All Countries i lokal valuta endte ned 0,3 % i oktober. Fortsatt god vekst i USA i kombinasjon med at inflasjonen ikke falt i takt med markedets forventninger bidro til dollarstyrkelse som virket negativt på aksjemarkedene i fremvoksende økonomier. Det indiske aksjemarkedet falt mest med nær 7 %, mens det kinesiske endte ned 2 % etter å ha steget kraftig måneden før på mer ekspansiv pengepolitikk og forventninger om ekspansiv finanspolitikk. Beste aksjemarked var det norske som steg med i underkant av 2 %, mens vesteuropeiske aksjemarkeder var ned 3 %. I USA endte aksjemarkedet tilnærmet uendret, men var preget av tildels høy volatilitet i forbindelse med fremleggelsen av resultatene til de store teknologigigantene. Beste sektor var finanssektoren som ledet av amerikanske banker steg med 3 %, mens helsesektoren falt mest med en nedgang på 4 %. Hittil i år er IT og telekom de beste sektorene med en oppgang på henholdsvis 25 % og 27 %, i oktober de med rundt 1,5 %.

## Rentemarkedet

En sterk arbeidsmarkedsrapport i begynnelsen av oktober ledet til at forventningene til ytterligere rentekutt fra den amerikanske sentralbanken (FED) i år ble redusert fra 0,5 prosentpoeng til 0,25 prosentpoeng.



## Avkastningstall

Avkastning Aksjefond	Oktober		HiÅ	
	Fond	Indeks	Fond	Indeks
C WorldWide Stabile Aksjer	2,6	1,8	21,4	21,3
C WorldWide Aksje Norge	1,9	1,1	13,0	12,0
C WorldWide Emerging Markets	1,4	-0,2	13,3	20,4
C WorldWide Globale Aksjer Etisk	0,6	2,1	16,9	25,1
C WorldWide Globale Aksjer	0,5	2,1	18,4	25,1
C WorldWide Healthcare Select	0,5	-0,7	12,0	15,9
C WorldWide Asia A	-0,3	-0,4	24,8	24,7
C WorldWide Aksje Norden	-3,9	-2,7	11,5	11,8

Aksjeindekser (lok. valuta)	Oktober	Hittil i år	Siste år
Taiwan 50 (Taiwan)	5,4	42,3	53,2
Nikkei 225 (Japan)	3,1	16,8	19,5
MSCI i USD (Verden)	2,6	25,0	26,3
OSEFX	1,1	12,0	15,4
Composite (Indonesia)	0,6	4,1	10,1
Nasdaq Comp (USA)	-0,5	20,5	33,9
S&P 500 (USA)	-1,0	19,6	30,7
S&P Technology (USA)	-1,0	28,3	41,9
Straits Times (Singapore)	-1,0	8,2	10,8
DAX 30 (Tyskland)	-1,3	13,9	26,0
Dow Jones (USA)	-1,3	10,8	22,5
IBX 50 (Brasil)	-1,5	-1,7	10,9
FTSE 100 (UK)	-1,5	4,9	9,3
Shanghai Composite (Kina)	-1,7	10,2	7,2
Kospi (Sør-Korea)	-1,7	-5,6	1,3
Nasdaq Biotech. (USA)	-2,5	6,4	20,4
MSCI Europa (USD)	-2,9	5,2	12,4
MSCI i USD (Øst-europa)	-3,1	-1,7	5,5
KFX (Danmark)	-3,4	6,3	12,3
CAC 40 (Frankrike)	-3,7	-2,6	4,8
Hang Seng (Hong Kong)	-3,9	19,2	13,1
OMX Stockholm	-4,2	7,8	23,4
Hex (Finland)	-5,1	-2,9	3,4
SENSEX(India)	-5,8	9,9	22,2
ISE National 100 (Tyrkia)	-8,3	18,7	12,7

I Eurosonen spredte vekstpessimismen seg og ledet her til forventninger om økte rentekutt det nærmeste halve året. 10-års statsrente i USA steg i oktober med hele 65 basispunkter til 4,4 %. Den norske 10-åringen steg tilsvarende til 4,0 %. Renten på tyske 10-års statspapirer steg noe mindre med 29 basispunkter til 2,4 %. Mest oppsikt vakte imidlertid de franske 10-års statsobligasjoner som ved utgangen av oktober hadde en høyere rente enn tilsvarende spanske, heholdsvis 3,16 % versus 3,15 %. Utviklingen er et resultat av styringskrisen i Frankrike og at Spania i år ventes å ha den høyeste veksten i hele Europa.

## Valutamarkedet

Forventninger om økt divergens i renteutviklingen mellom USA og resten av verden ledet i oktober til dollarstyrkelse. Eurodollarkursen svekket seg fra 1,12 til 1,09. Nyvalget i Japan som ledet til at LDP mistet flertallet i parlamentet førte til at forventningene om ytterligere rentehevinger avtok kraftig og dette ledet i sin tur til kraftig yensvekkelse mot dollar fra 143 til 152. Den kinesiske valutaen svekket seg mot dollar fra 7,02 til 7,12. Norske kroner svekket seg både mot dollar og euro fra henholdsvis 10,53 til 11,03 og fra 11,76 til 11,98.

## Markedsutsikter

Oppgangen i aksjemarkedet i første halvår har i vesentlig grad vært drevet av forventninger til bruk av kunstig intelligens (KI) i næringslivet. Et knippe store teknologiselskaper ble ansett som særlig godt posisjonert i denne forventede «KI-revolusjonen». Investorer kjøpte seg opp i «The Magnificent Seven» (verdens syv største teknologiselskaper: Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta, Tesla, Nvidia og Apple), men etter hvert som aksjemarkedsoppgangen utviklet seg og aksjekursene til disse selskapene steg til stadig luftigere nivåer liknet det stadig mer på en IT-aksjemarkedsboble. I juli begynte investorer å ta profitt og kjøpe selskaper og sektorer som hadde lagget i forhold til de store teknologiselskapene. I en situasjon der aksjemarkedene er priset på rekordnivåer og veksten fremover vil avta, vil økende volatilitet være en naturlig utvikling. Valget av Trump har gitt ny kraft til aksjemarkedsoppgangen i USA, mens sannsynligheten for en divergerende utviklingen mellom USA og resten av verden har økt. Troen på en «myk landing» har blitt forsterket i USA, men vekstutsiktene har sannsynligvis forverret seg i Europa og Kina. Få tør spekulere i hva en ny periode med Trump i Det hvite hus vil innebære, det finnes en kinesisk forbannelse som kanskje best oppsummerer årene vi har foran oss: «Jeg ønsker deg interessante tider!».



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** steg med 1,9 % i oktober, mens referanseindeksen, OSEFX, steg med 1,1 %.

Oktober var nok en måned preget av høy volatilitet i finansmarkedene. Rentekuttene fra ledende sentralbanker i september førte samtidig til en overraskende oppgang i lange renter. I USA steg renten for 10-års statsobligasjoner fra 3,6 % til 4,3 %. Pengepolitiske stimuli i Kina, eskalering i Midtøsten og usikkerhet knyttet til det forestående presidentvalget i USA bidro sannsynligvis også til den økte volatiliteten. Ved månedsskiftet var vi midt i resultatesongen. Hittil har vi erfart en overvekt av positive nyheter fra våre investeringer i finanssektoren, mens situasjonen har vært motsatt for våre sykliske aksjevalg, særlig for selskaper med eksponering mot Kina.

- Den store overraskelsen i det norske aksjemarkedet i oktober var DNBs kjøp av den nordiske investeringsbanken Carnegie for 12 mrd. svenske kroner. DNB har steget i verdi siden nyheten ble sluppet, noe som viser at investorer anser kjøpet som en god strategisk beslutning (erfaringsmessig har ofte store bankers kjøp av mindre nisjebanker ledet til verditap).
- Resultatesongen startet med at Gjensidige leverte gode resultater. Gjensidige har begynt å reprise sine forsikringsavtaler i Norge. Samtidig har inflasjonen toppet ut, noe som kommer til å lede til høyere «combined ratio» på sikt. Storebrand overrasket også positivt da de leverte bedre resultater og solvens enn ventet. Vi forventer at dette kommer til å lede til økte dividendeutbetalinger de neste årene. Sparebank 1 SMN leverte på sin side et brukbart resultat.
- Schibsted leverte et svært sterkt resultat drevet av sterk organisk inntekts- og resultatvekst. 19. november har Schibsted kapitalmarkedsdag i Barcelona og kommer ventelig til å informere om planlagte strukturelle endringer i organisasjonen.
- Kongsberggruppen leverte som forventet bedre driftsresultater som følge av høye marginer innen den maritime delen av virksomheten. Ordreboken er fortsatt stor og har lang durasjon, særlig gjelder dette militære ordre der leveringstidspunktet ikke er før 2033. Det er sterk interesse for selskapets ulike missilsystemer. Kongsberggruppen bygger nå to nye fabrikker, en i Australia og en i delstaten Virginia, USA. Begge investeringene har god finansiell støtte av myndighetene. Det er i tillegg ventet at selskapets nye fabrikk i Kongsberg vil nå 100 % kapasitetsutnyttelse i 2026/27.
- Borregaard leverte også bedre resultater enn ventet, i likhet med olje- og gasselskapet VÅR Energi som leverte bedre enn forventet resultat som følge av god kostnadskontroll.



Avkastningen i oktober var 0,7 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen grunnet god avkastning på våre posisjoner i Schibsted, Kongsberggruppen, Storebrand og Sparebank 1 SMN.

Vi foretok to små justeringer i porteføljen: Vi økte våre investeringer i hydrogenteknologiselskapet NEL og i oljeserviceselskapet TGS.

**C WorldWide Globale Aksjer Etisk** steg med 0,6 % i oktober mens referanseindeksen steg med 2,1 %.

Globale aksjemarkeder falt i oktober (målt i norske kroner steg internasjonale aksjer) som et resultat av kombinasjonen av sterkere vekst og høyere inflasjon i USA enn ventet som ledet til reduserte forventninger til rentekutt fra den amerikanske sentralbanken (FED) i år. Samtidig førte økte forventninger om en republikansk seier i presidentvalget i USA til forventninger om et enda større budsjettunderskudd i USA i årene fremover, noe som igjen ledet til oppgang i lange renter.

Blant de viktigste bidragsyterne til avkastningen i oktober var Fiserv, TSMC og Visa. Fiserv steg etter at investorer revurderte selskapet da det kunne vise til solid vekst i bruken av betalingssystemet Clover. Samtidig løftet selskapet prognosen for organisk vekst i 2024 til 16-17 % og regnet med økte marginer fremover. TSMC som nå får omlag 15 % av avkastningen fra AI-relaterte chips, presenterte en av selskapets mest robuste inntjeningsrapporter i tredje kvartal. Salgsveksten steg med hele 39 % i forhold til året med en (brutto) marginøkning på 350 basispunkter. Selskapet venter at marginene på salg av AI-chips kommer til å tredoble seg i år i forhold til 2023.

Blant de viktigste negative bidragsyterne finner vi Thermo Fisher, ASML og L'Oréal. Thermo Fisher sliter med svak vekst i Kina. Selskapet leverte resultater som var i tråd med forventningene, men rapporterte nok et kvartal uten organisk vekst. Mens TSMC leverte ett av sine mest imponerende kvartalsresultater, leverte den viktigste underleverandøren, ASML, skuffende resultater. ASML er i økende grad avhengig av leveranser til TSMC ved siden av en svært volatil etterspørsel fra Kina fra kjøpere som er rammet av sanksjoner fra USA. I 2025 venter selskapet at ordre fra Kina vil utgjøre omlag 20 % av inntektene, en nedgang på 30 prosentpoeng. Selskapet forventer mer eksportrestriksjoner, men samtidig sterk etterspørsel etter N2-noder som vil kunne kompensere for dette.

**C WorldWide Norden** falt med -3,9 % i oktober, mens referanseindeksen, OSEFX, falt med -2,7 %.

Vi er nå midt i resultatesesongen og vi har fått både positive og negative overraskelser. De positive overraskelsene har primært vært knyttet til



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 investeringsanalyser 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](http://www.cworldwide.no)

våre investeringer i finanssektoren, mens de negative overraskelsene har kommet fra våre mer sykliske posisjoner, særlig fra selskaper med eksponering mot Kina (Atlas Copco, Kone, etc.).

- Resultatsesongen ble innledet med gode resultater fra skadeforsikrings-selskapet Tryg. Tryg kunne presentere både bedre resultater enn ventet og sterk solvens. Det samme kunne Storebrand presentere senere i måneden.
- De to kapitalvareselskapene Munters og Wartsila leverte resultater som viste noe svak utvikling i deres respektive batterifabrikker. I tillegg hadde Wartsila noe svakere utvikling innen den maritime virksomheten sammenliknet med konkurrenter som Alfa-Laval og Kongsberg.
- Dansk/svenske Invisio som produserer hørselvern leverte blandede resultater, men det var likevel en overvekt av positive elementer. Selskapet har betydlige ordreserver og har økt lagerbeholdningen slik at de raskt kan levere produkter.
- Det islandsk/danske selskapet Embla Medical (tidligere Ossur) leverte noe bedre resultater enn ventet. Inntektene var som ventet, men betydlige kostnadsbesparelser ledet til økte profitttrater.
- Svenske Addtech som leverer høyteknologiske systemer leverte svakere resultater enn ventet. Vi har likevel sterk tro på selskapets langsiktige vekstpotensiale.

Porteføljen utviklet seg svakere enn referanseindeksen i oktober. Viktige bidragsytere til mindreakstningen var Munters og Wartsila. I tillegg bidro vår investering i GN Store Nord negativt til avkastningen. På den annen side ga Invisio, Embla Medical og Storebrand et viktig positivt bidrag. Vi reduserte vår betydelige overvekt i Tryg etter at selskapet leverte svært gode resultater. I sommer reduserte vi vår investering i Munters og Addtech etter at begge disse hadde steget kraftig i kurs. I oktober benyttet vi anledningen til igjen å øke investeringene i disse to selskapene til en lavere kurs. Vi økte samtidig vår investering i det finske livsforsikrings-selskapet Mandatum. I tillegg reduserte vi vår posisjon i Wartsila både før og etter at selskapet presenterte resultatene for siste kvartal.