

Markedsrapport

Av makroanalytiker Svein Erik Førre
C WorldWide Asset Management Norge

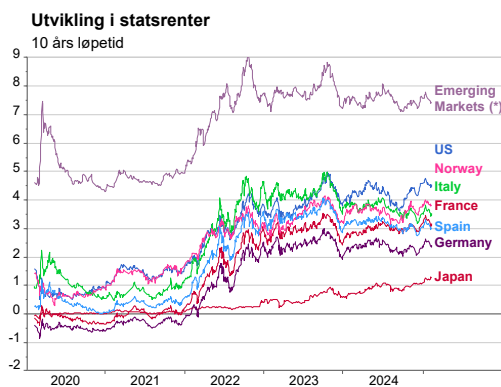
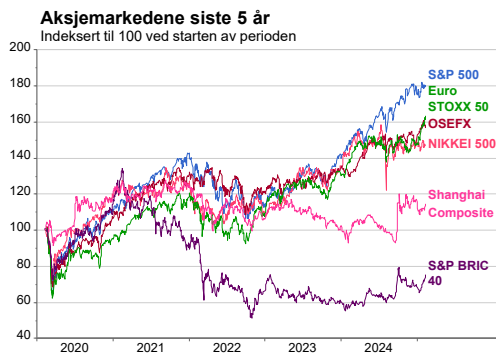
Februar 2025

Makrobildet

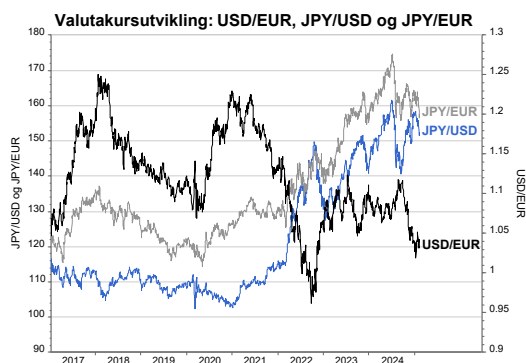
I løpet av februar skjedde det et dramatisk skifte i globale finansmarkeder. Donald Trumps aggressive og uforutsigbare tariffkrig, kombinert med Elon Musks effektiviseringstiltak innen offentlig forvaltning, ledet til en stigende frykt for resesjon i USA. Samtidig presset Trumps «MAGA» (Make America Great Again) frem en psykologisk motreaksjon i Europa, her oppstod «MEGA» eller «Make Europe Great Again» som en historisk nødvendighet. Europeiske statsledere fant sammen i panikk etter at Trump gjorde det tydelig at USA ikke lenger er interessert i å fortsette den kalde krigen i Europa. Mens Trumps fredsinitiativ i Ukraina virket samlende for ute-stengte europeiske ledere, skapte telefonsamtalen mellom Trump og Putin håp i deler av næringslivet. I en situasjon der europeisk industri betaler tre ganger så høye elektrisitetspriser og samtidig er i ferd med å utkonkurreres av kinesisk bilindustri, fremstår en fredsløsning i Ukraina og fornyet tilgang til billig russisk gass som den eneste redningen. Enighet om å ruste opp i Europa ledet på den ene siden til kraftig oppgang i aksjekursen til europeiske våpenprodusenter, mens håpet om billigere russisk energi ledet til oppgang i deler av særlig tysk og østeuropeisk næringsliv.

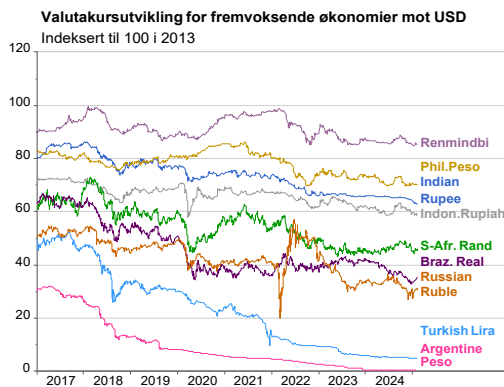
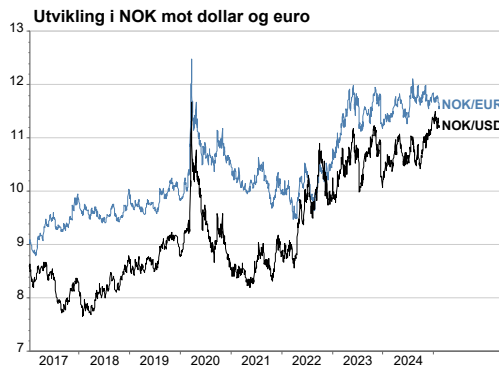
Investorer flyttet derfor penger ut av det amerikanske aksjemarkedet og inn i europeiske aksjer, og allerede ved inngangen til mars var den kraftige oppgangen i S&P500 etter valget i november reversert. Europeiske aksjer begynte å stige allerede fra begynnelsen av året da investorer anså at de store teknologiselskapene i USA, «The Magnificent Seven», nå hadde en begrenset oppside mens europeiske aksjer til sammenlikning var billige. Ved utgangen av februar hadde vesteuropeiske aksjemarkeder steget med 10 % siden årets begynnelse mens østeuropeiske aksjemarkeder (eksklusiv Russland) hadde steget med 16 %.

Etter to måneder med uforutsigbare og kaotiske politiske utspill er det få som lenger anser USA som «the shining city on a hill». Fra å ha vært «den eksepsjonelle nasjonen» og «vestens ledende demokrati» fremstår USA nå som en antagonist for tidligere allierte som Canada og Europa. Trumps ønske om å redefinere USAs rolle i verden gjennom å bruke tariffen som



(*) JP Morgan Emerging Market Weighted Yields





pressmiddel har skapt en svært uoversiktlig situasjon også for amerikansk næringsliv. At Trumps tariffen ikke vil gi grunnlag for industrivekst i USA er åpenbart for de som forstår hvordan tariffen virker. I stedet vil de ramme både industrien og husholdninger i USA i form av økte kostnader. Det skaper et dilemma for den amerikanske sentralbanken siden det vil lede til både høyere inflasjon og lavere vekst. Det som betegnes som stagflasjon. Den økte resesjonsfaren gjør imidlertid at forventningene til rentekutt i USA i år igjen har økt fra forventninger om et kutt på 0,25 prosentpoeng i januar til tre rentekutt på til sammen 0,75 prosentpoeng.

Optimismen som preget aksjemarkedet etter valget av Donald Trump er borte. Fremfor å legge forholdene til rette for videre oppgang i aksjemarkedet gjennom å fokusere på skattelettelser og deregulering, er Trump foreløpig mest opptatt av å spre «shock and awe» og fremme internasjonalt anarki i håp om at dette skal styrke USAs posisjon internasjonalt. I stedet svekker han nå amerikansk økonomi gjennom å spre ekstrem usikkerhet i befolkningen og samtidig isolere USA i forhold til resten av verden.

I Europa har behovet for militær opprustning i fravær av sikkerhetsgaranti fra USA ledet til at Tyskland nå omsider ser ut til å klare å bli kvitt den viktigste årsaken til at landet har bak seg to år med resesjon: «Die Schwarze Nulle», loven om at Tyskland ikke kan ha et årlig budsjettunderskudd på mer en 0,35 %. I mars ble tyske politikere enige om å øke statsgjelden kraftig de neste ti årene for å kunne investere i forsvar og infrastruktur (forslaget må fortsatt vedtas i Bundestag innen utgangen av mars). Fra å bli ansett som «den syke mannen» i Eurosonen er det nå et svakt håp om at Tyskland igjen blir et vekstlokomotiv for regionen. Samtidig har kaoset i USA ført til at Kina er i et bedre lys. Sammenliknet med USAs dysfunksjonelle demokrati fremstår Beijings gjennomføringsevne og Kinas 5-års planer som misunnelsesverdige. Etter å ha annonsert et omfattende program for å løfte veksten i Kina i september i fjor er Kina godt i gang med trinn to i pakken. Første del var rettet mot aksjemarkedet og boligmarkedet. Andre del ble iverksatt i januar og var rettet mot privat konsum. «Fase 3» står nå for tur og består i omfattende reformer i velferdssystemet som vil styrke konsumveksten i Kina ytterligere. Samlet vil disse tiltakene bidra til økt innenlandsk vekst og dermed bidra til å skjerme kinesisk økonomi mot økte tariffen i USA.

Aksjemarkedet

Det globale aksjemarkedet, målt ved MSCI All Countries i lokal valuta, falt med i overkant av 1 % i februar. Trumps trusler om utvidet handelskrig var en viktig årsak til den svake utviklingen. Aksjemarkedet i USA falt med 1 %



Avkastningstall

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

Aksjeindekser (lok. valuta)	Februar	Hittil i år	Siste år
Hang Seng (Hong Kong)	13,4	14,4	38,3
KFX (Danmark)	5,1	3,7	-11,9
MSCI I USD (Øst-europa)	4,7	15,8	12,0
DAX 30 (Tyskland)	3,8	13,3	27,2
Hex (Finland)	3,4	9,7	5,5
MSCI Europa (USD)	2,9	10,0	10,8
Shanghai Composite (Kina)	2,2	-0,9	9,7
CAC 40 (Frankrike)	2,0	9,9	2,2
FTSE 100 (UK)	1,6	7,8	14,7
OMX Stockholm	0,7	8,2	11,1
Straits Times (Singapore)	0,5	2,1	21,1
Kospi (Sør-Korea)	-0,3	4,3	-7,1
Nasdaq Biotech. (USA)	-0,3	4,8	0,1
MSCI i USD (Verden)	-1,3	1,6	20,9
S&P Technology (USA)	-1,4	-4,3	15,6
S&P 500 (USA)	-1,4	1,2	15,9
Dow Jones (USA)	-1,6	3,0	12,2
OSEFX	-2,0	4,6	17,1
IBX 50 (Brasil)	-2,8	1,9	-4,1
ISE National 100 (Tyrkia)	-3,5	-1,7	6,2
Nasdaq Comp (USA)	-4,0	-2,4	15,8
Taiwan 50 (Taiwan)	-4,6	-1,4	33,3
SENSEX(India)	-5,6	-6,3	-0,7
Nikkei 225 (Japan)	-6,1	-6,9	-6,9
Composite (Indonesia)	-11,8	-11,4	-14,2

målt ved S&P500. Blant aksjemarkedene som utviklet seg svakest var det indiske aksjemarkedet som falt med 7 %. Det kinesiske aksjemarkedet steg imidlertid med 2 % til tross for handelskrigen med USA. Ett av de beste aksjemarkedene var det vesteuropeiske aksjemarkedet som i gjennomsnitt steg med 3 % og er blant de beste hittil i år. Dette kan komme som en overraskelse i lys av krigshysteriet som har fulgt i kjølvannet av Trumps overkjøring av Europa for å få til fred i Ukraina. Selv om våpenprodusenter i Europa har steget kraftig etter økte militærbudsjetter, har aksjemarkedet også steget på forventninger om fred og mer normaliserte relasjoner til Russland. Det tyske aksjemarkedet steg med nær 4 % i februar og er opp hele 13 % i år. Til sammenlikning har aksjemarkedet i USA kun steget med 1 % i år. Forventninger til fred i Ukraina er også en viktig årsak til den kraftige oppgangen i østeuropeiske aksjemarkeder (eksklusiv Russland) som steg med 5 % i februar og fremstår som den beste aksjeregionen i år med en oppgang på 16 %.

Rentemarkedet

Etter først å ha steget kraftig på forventninger om et Trumpdrevet vekstopp-sving falt lange renter kraftig i februar. Investorer begynte for alvor å bekymre seg for at veksten i USA kom til å bremse opp som følge av Trumps handelskriger. Den 10-årige statsrenten i USA falt med 39 basispunkter til 4,15 %. Europeiske renter var mer upåvirket. Den norske 10-åringen steg med 5 basispunkter til 3,88 %, mens tilsvarende tyske statsrenter steg med 3 basispunkter til 2,50 %.

Valutamarkedet

Til tross for økende frykt for handelskriger var valutamarkedene relativt upåvirket også i februar. Eurodollarkursen holdt seg stabil på 1,04, mens den kinesiske renmibien svekket seg svakt fra 7,26 til 7,28. Norske kroner styrket seg også marginalt mot euro og dollar til henholdsvis 11,69 og 11,24.

Markedsutsikter

Optimismen som preget aksjemarkedet i USA den første måneden etter at Trump ble valgt til president har dabbet kraftig av de siste månedene etter at investorer har blitt stadig mer bekymret for veksten i USA. Aksjemarkedet



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.

i Europa har imidlertid fått seg et kraftig løft. Den positive utviklingen i det europeiske aksjemarkedet er dels forklart av kraftig oppgang i aksjekursen til våpenprodusenter etter at europeiske land må ta et større ansvar for eget forsvar og samtidig har en rekke selskaper steget på forventninger om fred i Europa og mer normaliserte handelsforbindelser til Russland. Dette er særlig tilfelle i Øst-Europa, men også i Tyskland der industri-selskaper håper på reetablering av gassleveranser fra Russland. En vesentlig del av aksjemarkedsoppgangen vi har bak oss i 2024 var drevet av det lite knippe gigantselskaper i USA, «The Magnificent Seven» (verdens syv største teknologiselskaper: Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta, Tesla, Nvidia og Apple). Disse har nå nådd svært luftige nivåer og konkurransen fra DeepSeek i Kina har gjort investorer mer skeptiske til videre aksjekursvekst. Generelt befinner vi oss i en situasjon der aksjemarkedene er priset på rekordnivåer og veksten fremover vil avta. Økende volatilitet vil derfor være en naturlig utvikling og Trump forsterker denne volatiliteten. I februar begynte aksjemarkedene å bli mer negative til konsekvensene av Trumps uforutsigbare og hyperaktive bruk av handelstariffer.

Fondskommentarer

C WorldWide Norge falt med -2,7 % i februar, mens referanseindeksen falt med -2,0 %. Mindreavkastningen kom i hovedsak fra våre investeringer i Hafnia og Frontline som sammen bidro til å redusere porteføljeavkastningen med 0,6 prosentpoeng.

Til tross for at Donald Trump har vært aktiv med å bruke trusselen om toll-satser for å nå utenrikspolitiske mål, var finansmarkedene relativt rolige i februar. Aksjemarkedet i Vest-Europa har faktisk steget betydelig mer enn i USA hittil i år med en oppgang på 10 % mens S&P500 kun er opp 1 %. I februar steg aksjemarkedet på kontinentet med 3 %, mens det amerikanske aksjemarkedet falt med 1 %. Det norske aksjemarkedet fulgte imidlertid aksjemarkedet i USA med et tilsvarende fall.

Vi er midt i resultatsesongen for våre selskaper har hittil opplevd mest positive overraskelser:

- Storebrand leverte et noe skuffende resultat. Selskapet forsøker igjen å utvide skadeforsikringsvirksomheten i det norske markedet. Samtidig holder selskapet på å etablere seg i det danske markedet. I lys av den siste utviklingen har vi endret vår vurdering av Storebrand og redusert investeringen. Inntektene fra salget ble plassert i kontanter.



- De to store sjømatelskapene MOWI og Salmar leverte begge bedre resultater enn forventet for fjerde kvartal og kom med bedre guiding enn ventet for 2025. Færøy-baserte Bakkafrost og Grieg Seafood leverte derimot noe skuffende resultater. De gode resultatene fra MOWI og Salmar ble delvis overskygget av usikkerhet rundt mulige tollsatser på fiskeprodukter eksportert til det amerikanske markedet. Vi opprettholder en 2 % overvekt i den norske fiskeindustrien gjennom våre investeringer i MOWI og Salmar.

- Tankskipselskapet Hafnia leverte et noe skuffende resultat for fjerde kvartal, mens VLCC (Very Large Crude Carriers) Frontline leverte et mer nøytralt resultat. Vi opprettholder en overvekt på 4 % i tankmarkedet, fordelt på 2 % overvekt i Hafnia og 2 % overvekt i Frontline. Vi mener fraktratene vil forbli på et høyt nivå på grunn av en aldrende flåte og USAs ønske om å fjerne iransk olje fra verdensmarkedet. Den store usikkerhetsfaktoren er hva som vil skje med russisk olje etter en eventuell fredsavtale mellom Russland og Ukraina.

- I den norske banksektoren har vi sett gode resultater fra DNB og de fleste sparebankene. Vi har en 2,8 % overvekt i Sparebank 1 SMN som leverte et solid kvartalsresultat med lavere kostnader og mindre mislighold av utlån enn forventet. Vi anser fortsatt Sparebank 1 SMN som en attraktiv langsiktig investering.

- I oljesektoren så vi gode resultater fra Equinor og Aker BP som begge er i vår portefølje. I oljeservicesektoren har det vært snakk om en mulig fusjon mellom Subsea7 og det italienske selskapet Saipem. En slik fusjon vil være fornuftig siden den vil kunne optimalisere organisasjonene og redusere kostnadene med rundt 300 millioner euro. Subsea7s fjerde kvartalsresultat var også 10 % bedre enn forventet.

C WorldWide Globale Aksjer falt med -2,4 % i februar mens referanseindeksen falt med -0,9 %.

Globale aksjemarkeder falt i februar som et resultat av Trumps vedvarende fokus på tolltariffer, stigende geopolitiske bekymringer og en strøm av økonomiske og selskapsrelaterte data som ga investorene lite å være entusiastiske for. President Donald Trumps kunngjøring om en forestående 25 % toll på import fra EU, inkludert legemidler, teknologi og luksusvarer ledet til økt markedsvolatilitet. Investorer er bekymret for potensielle motiltak og ytterligere forstyrrelser i global handel.

Blant de største bidragsyterne til avkastningen i februar var Sony, Nestlé og Novo Nordisk. Det er i hovedsak en makro- og faktorstyrt reversering av



fjorårets trend der “The Magnificent 7” ledet an i markedet – nå ser vi at fjorårets tapere leder an i aksjemarkedene.

Nestlé som historisk sett har vært en relativt defensiv posisjon bidro i februar til å begrense nedsidene i porteføljen. Aksjen steg på økt politisk, økonomisk og geopolitisk uro. Fundamentalt sett mener vi at Nestlé står foran bedre tider og at selskapets omstillingsprosess er på rett spor. Selv om den organiske veksten fortsatt er svak, var det en vekst på 2,7 % i fjerde kvartal, noe som var bedre enn estimatene. I tillegg bidro selskapets sterke kontantgenerering til å styrke balansen. Så langt i 2025 har Nestlés aksjer prestert relativt bra, og vi forventer at denne trenden vil fortsette.

Sony rapporterte resultater som var bedre enn konsensus. Disse var drevet av selskapets spillsatsing. Leveransene av PlayStation 5 økte med 16 % og programvaresalget økte med 7 % til 96 millioner solgte eksemplarer. Etter lanseringen av flere store titler i år forventer vi ytterligere styrke i spilldivisjonen.

Novo Nordisks aksjer steg på nyheten om at startdoser av Wegovy nå er tilgjengelige for nye fedmepasienter samtidig som selskapets produksjonskapasitet har økt tilstrekkelig til å møte sterk etterspørselsvekst. Siden Wegovy nå er fjernet fra FDAs liste over legemiddelmangel kan ikke lenger spesialapotek i USA kjøpe medisinen fra en tredjepart og selge den videre til pasienter. Dette bør ytterligere styrke Novo Nordisks markedsandel.

Blant de viktigste negative bidragsyterne var Alphabet, Amazon og Thermo Fisher. Alphabet rapporterte sterke resultater. Selv om selskapet rapporterte bedre resultater enn forventet i produkter som Search og YouTube og bedre driftsmarginer enn ventet for Google Services og Google Cloud, var investorer skuffet over at veksten i Google Cloud avtok til 30 %. Dette til tross for at ledelsen pekte på kapasitetsbegrensninger. Selskapet guidet også for investeringer (Capex) på 75 milliarder USD i 2025, langt høyere enn forventet, noe som også bekymret investorer. Lignende bekymringer oppstod etter Amazons rapportering, der selskapet varslet investeringer på 100 milliarder USD i 2025.

Det ble ikke foretatt noen endringer i den globale porteføljen i februar.

C WorldWide Norden steg med 2,0 % i februar mens referanseindeksen, MSCI Norden, steg med 4,2 %.

Til tross for at Donald Trump har vært aktiv med å bruke trusselen om tollsatser for å nå utenrikspolitiske mål, har finansmarkedene vært relativt rolige i februar. Faktisk har aksjemarkedet i Europa steget betydelig mer



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 investeringsanalyseres 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

enn i USA hittil i år. Vi er midt i resultatsesongen og hittil har vi hatt flest positive overraskelser:

- Den dansk-svenske produsenten av hørselvern, Invisio, publiserte allerede i januar et «knallsterkt» resultat for fjerde kvartal. Sammen med den «offisielle» Q4-rapporten offentliggjorde Invisio et nytt estimat for det totale markedet som ble økt fra \$1,4 mrd. til \$2,3 mrd. I tillegg ser det nå ut til at europeiske land vil investere betydelig mer i forsvar og sikkerhet noe som har styrket selskapets posisjon ytterligere. I februar steg Invisios aksjekurs med 15 %.
- Det finske livsforsikrings- og formuesforvaltningsselskapet Mandatum publiserte også sine Q4-resultater. Den store overraskelsen var en utbetaling som var dobbelt så høy som konsensusestimater. Mandatum har ikke brukt den sterke balansen til oppkjøp, men har valgt å betale ut den frie kontantstrømmen til aksjonærene.
- Storebrand publiserte et skuffende resultat. Storebrand forsøker igjen å utvide virksomheten innen skadeforsikring i Norge samtidig som selskapet ekspanderer i det danske markedet. Vi har blitt mer skeptiske til denne strategien og dette er årsaken til at vi solgte oss ut av selskapet i februar.
- Danske Bank leverte et bedre enn forventet resultat for 2024 og ga en relativt positiv guiding for 2025.
- Spotify rapporterte et bedre enn forventet resultat for fjerde kvartal og har inngått en flerårig avtale med Warner Music Group. Etter de gode resultatene økte vi vår investering, men vi er fortsatt undervektet med 2 prosentpoeng sammenlignet med referanseindeksen.
- Munters leverte et noe skuffende resultat. Salget var bedre enn forventet, men marginene var svake, spesielt innenfor AirTech. Vi tok ut noe gevinst i høst, så vår investering utgjør nå kun 2,2 % av den totale porteføljen.

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