

Markedsrapport

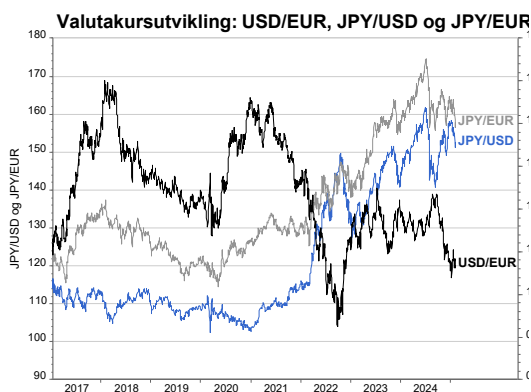
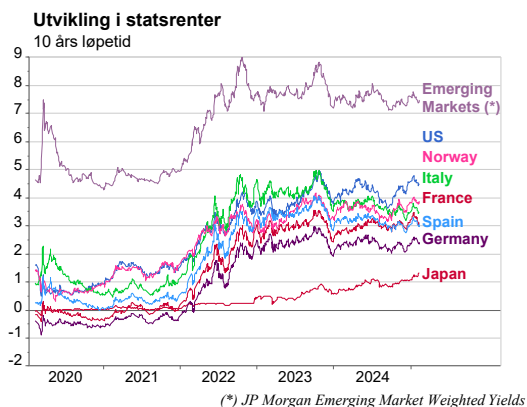
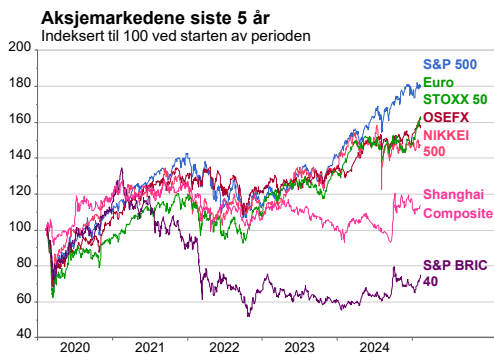
Av makroanalytiker Svein Erik Førre
C WorldWide Asset Management Norge

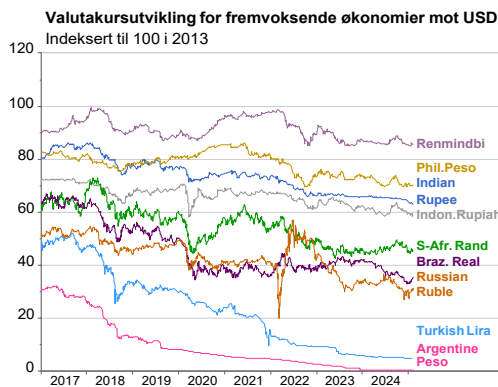
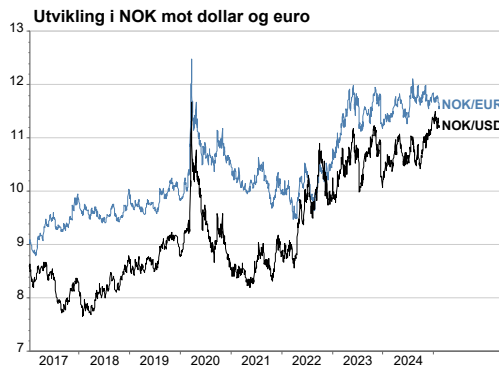
Januar 2025

Makrobildet

Den globale aksjemarkedet steg med 3 % i januar, målt ved MCSI All Countries. Oppgangen kom til tross for den politiske stormen som bygget seg opp i USA. Allerede i ukene før Donald Trump ble innsatt som USAs 47. president den 20. januar, sendte han sjokkbølger internasjonalt. Statsledere forsøke å forstå om absurde idéer som å annektere Grønland og Canada for å sikre USA tilgang til viktige naturressurser var ment som spøk eller alvor. Godt plassert bak det massive eikeskrivebordet som ble gitt som gave til USA i 1880 av Storbritannia og bygget av eikebord fra det britiske skipet H.M.S Resolute, utstedte Trump en tsunami av presidentordre som har overveldet det politiske systemet i USA og skapt «shock and awe» i resten av verden. I likhet med den militære taktikken ser Trump ut til å forvente at han gjennom en hurtig kraftsamling og en spektakulær makt demonstrasjon vil klare å paralisere resten av verden og ødelegge både allierte og fienders vilje til å kjempe videre. Trump 2.0 har vist seg å være Trump 1.0 på steroider og uten impuls kontroll. Investorer som hadde håpet på skattelettelse og dereguleringer á la Trump 1.0 er nå vitne til en president som er klar for handelskrig på alle fronter. Lik uttrykket: «Gi en mann en hammer og alle problemer blir en spiker», er økonomisk utpressning blitt universalverktøyet for Trump 2.0. Det eksisterer ikke et problem som ikke kan løses gjennom trusler om tariff, økonomiske sanksjoner eller bortfall av bistandshjelp. Selv ikke problemet med 2 mill. palestinere i sønderbombede Gaza.

Markedene hadde forventet handelskrig, men få hadde sett for seg at det ville bli en blitzkrieg. De fleste ventet at Trump ville utforme handelspolitikken i samarbeid med Kongressen med republikansk flertall i begge kamrene. I stedet valgte Trump å erklære nasjonal unntakstilstand. Dermed kunne han utstede presidentordre med umiddelbar virkning. Det ble erklært unntakstilstand både med hensyn til USAs energisituasjon, ulovlig innvandring og smugling av det narkotiske stoffet fentanyl. Økonomiske tariff kunne dermed brukes som pressmiddel gjennom å gjøre Mexico, Canada og Kina hovedansvarlige for problemene. Det hjalp ikke at Canada protesterte ved å påpeke at svært lite fentanyl kommer over





grensen fra nord. Med trusselen om en tariff på 25 % på all eksport spredte resesjonsfrykten seg hos nabolandene som er tett økonomisk integrert med USA gjennom frihandelsavtalen NAFTA. Både Mexicos og Canadas statsledere lyktes med å få utsatt straffetollen i 30 dager etter et par hastige telefonsamtaler og en foreløpig «deal» med Trump. Mexico måtte love å sende ytterligere 10.000 fra nasjonalgardien for å overvåke grensen, mens Canada foreslo å oppnevne en «Fentanyl Tsar». Ingen forventet at dette avverget faren, og allerede før de 30 dagene var omme hadde Donald Trump utstedt en ny presidentordre som rammet begge landene. All import av stål og aluminium til USA vil bli pålagt en tariff på 25 % i mars. Dermed hadde Trump også offisielt startet handelskrigen med EU.

Kina har foreløpig ikke latt seg presse av Trump. Alle kinesiske varer er nå ilagt en straffetoll på 10 % på toppen av allerede eksisterende tariffen som Trump 1.0 innførte og Biden opprettholdt. Dette skapte umiddelbart kaos i postsystemet i USA som tidligere ikke tollbehandlet varer fra Kina på under \$800 dollar. Disse varene ble derfor etter kort tid av praktiske grunner unntatt for de nye tariffene. Kina syntes imidlertid å være bedre forberedt enn de var under Trump 1.0. Beijing var ikke klar for en rask «deal», men svarte med å illegge 10-15 % toll på import av LNG gass, kull og landbruksartikler fra USA. I tillegg innførte de ytterligere eksportkontroll på sjeldne grunnstoffer noe som vil ramme USAs ambisjoner om å bli en ledende nasjon innen blant annet microchip produksjon. Kinas reaksjon ble likevel av de fleste analytikere ansett som en mild reaksjon. Kinesiske myndigheter står overfor en stor vekstutfordring og den begrensede reaksjonen kan være et forsøk på å unngå en eskalerende handelskrig.

Mens USAs handelspartnere har reagert med sjokk og uro på Trumps adferd, håndterte finansmarkedene Trumps mange «initiativer» med stoisk ro i januar. Det som skapte størst bølger i markedene var den overraskende nyheten om at Kina hadde fostret en konkurrent til USAs dominerende AI-industri, DeepSeek. Dette ledet til en rotasjon ut av de store teknologiselskapene i USA, og dette var en av årsakene til at europeiske aksjer fikk seg et løft. De fleste store europeiske selskaper som er eksponert i USA opererer innen tjenester eller har deler av produksjonen sin der. Dette gjør at de i mindre grad er eksponert for handelstoll i USA. En siste forklaring på oppgangen i aksjemarkedene i januar er at investorer ikke kan avgjøre om Trumps aggressive tariffutspill er bløff og derfor ikke vil bli en realitet dersom han når sine politiske mål. Problemet er i tillegg at det er vanskelig å vite hva Trumps mål er utover å rive ned eksisterende strukturer som han mener USA ikke er tjent med. Trumps politikk er transaksjonorientert og alt annet enn ideologisk drevet. Han er åpen for en god «deal», gjerne på helt andre områder enn de som rammes av tariffen.



Avkastningstall

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

Aksjeindekser (lok. valuta)	Januar	Hittil i år	Siste år
MSCI i USD (Øst-europa)	10,6	10,6	11,2
DAX 30 (Tyskland)	9,2	9,2	28,4
CAC 40 (Frankrike)	7,7	7,7	4,0
OMX Stockholm	7,5	7,5	15,2
MSCI Europa (USD)	6,8	6,8	10,7
OSEFX	6,7	6,7	23,3
FTSE 100 (UK)	6,1	6,1	14,5
Hex (Finland)	6,0	6,0	3,0
Nasdaq Biotech. (USA)	5,2	5,2	3,6
IBX 50 (Brasil)	4,8	4,8	0,1
Dow Jones (USA)	4,7	4,7	15,2
Kospi (Sør-Korea)	4,6	4,6	-5,9
Taiwan 50 (Taiwan)	3,4	3,4	46,6
MSCI i USD (Verden)	3,0	3,0	25,2
S&P 500 (USA)	2,7	2,7	20,2
ISE National 100 (Tyrkia)	1,8	1,8	10,6
Nasdaq Comp (USA)	1,6	1,6	22,7
Straits Times (Singapore)	1,6	1,6	19,9
Hang Seng (Hong Kong)	0,8	0,8	28,4
Composite (Indonesia)	0,4	0,4	-1,7
Nikkei 225 (Japan)	-0,8	-0,8	7,3
SENSEX (India)	-0,8	-0,8	8,2
KFX (Danmark)	-1,3	-1,3	-14,7
S&P Technology (USA)	-2,9	-2,9	19,6
Shanghai Composite (Kina)	-3,0	-3,0	13,4

Ingen klarer å gjennomskue Trumps «økonomiske politikk» og dette leder i første omgang til økt usikkerhet. Den økte proteksjonismen svekker etablerte handelstrukturer og vil ventelig lede til en global nedgang i investeringer i realkapital, noe som vil svekke global vekst på sikt og lede til høyere kostnader. I begynnelsen av februar var det tegn til at investorene begynte å revurdere spekulative «Trump»-posisjoner som ble tatt i slutten av 2024. En økende skepsis til et Trumpdrevet vekstopp-sving har ført til en svekket tro på en sterkere dollar og på stigende lange renter. Den økte usikkerheten viste seg også i et kraftig fall i «corporate action» i USA. Fusjoner og oppkjøp falt med 30 % i januar til det laveste nivået på 10 år.

Aksjemarkedet

Det globale aksjemarkedet målt ved MSCI All Countries i lokal valuta steg med 3 % i januar. Aksjemarkedene forøvrig var preget av høy volatilitet både som følge av Trumps uforutsigbare handelskrig og av nyheten om at Kina hadde fostret en AI-konkurrent til USAs dominerede AI-selskaper. Den kraftigste oppgangen var i Europa der vesteuropeiske aksjemarkeder steg 7 %. Oppgangen i januar bør ses i sammenheng med den relativt svake utviklingen gjennom 2024 relativt til aksjemarkedet i USA, i tillegg til signalene fra den europeiske sentralbanken om videre kraftige kutt i styringsrenten. Det norske aksjemarkedet steg også med 7 % med et viktig bidrag fra Gjensidige som steg med 16 %. Kina og India var blant de svakeste markedene med en nedgang på henholdsvis 3 % og 4 %.

Rentemarkedet

Etter å ha steget kraftig i desember flatet lange renter ut i januar. 10-års statsrente i USA falt med 8 basispunkter til 4,49 %. Europeiske renter fulgte etter. Den norske 10-åringen falt med 4 basispunkter til 3,82 %, mens tilsvarende tyske statsrenter steg 4 basispunkter til 2,4 %.

Valutamarkedet

Til tross for økende frykt for handelskriger var valutamarkedene relativt upåvirket. Eurodollarkursen holdt seg stabil på 1,04, mens den kinesiske renmbien styrket seg svakt mot dollar fra 7,30 til 7,26. Norske kroner styrket seg også marginalt mot euro og dollar til henholdsvis 11,30 og 11,75.



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.

Markedsutsikter

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 mange snakker om en aksjemarkedsboble drevet av forventninger om produktivitetsgevinster ved implementering av kunstig intelligens i næringslivet og ikke minst for godt posisjonerte gigantselskaper innen teknologisektoren. 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. Mens troen på en «myk landing» har blitt forsterket i USA, har vekstutsiktene sannsynligvis forverret seg i Europa og Kina. Få tørr spekulere i hva en ny periode med Trump i Det hvite hus vil innebære, men foreløpig er konklusjonen at det vil gavne amerikanske selskaper som følge av skattelettelser og dereguleringer. I slutten av januar begynte imidlertid aksjemarkedene å ta inn over seg de negative konsekvensene for globale investeringer som følge av Trumps uforutsigbare og hyperaktive bruk av handelstariffer. Det er svært vanskelig å prognostifisere konsekvensene av en ny periode med Trump i Det hvite hus og hvordan dette på marginalen vil påvirke globale aksjemarkeder og sentralbankenes rentesetting. Det eneste som kan sies med sikkerhet er at 2025 blir et interessant år.

Fondskommentarer

C WorldWide Norge steg med 6,9 % i januar mens referanseindeksen, OSEFX, steg med 6,7 %.

Den viktigste nyheten internasjonalt i januar var innsettelsen av Donald Trump som president i USA. I finansmarkedene er investorene usikre på konsekvensene av Trumps varslede bruk av tariffen for å nå utenrikspolitiske mål. Det er også den amerikanske sentralbanken (FED) som holdt renten uendret i januar og uttrykte økt bekymring for inflasjonsutviklingen. I Europa kuttet den europeiske sentralbanken renten med 0,25 prosentpoeng og uttrykte bekymring for vekstutsiktene for Eurosonen. En annen viktig nyhet i januar var det kinesiske selskapet DeepSeeks platform for kunstig intelligens. Nyheten om at NVIDIA hadde fått en kinesisk konkurrent ble betegnet som en «Sputnik»-hendelse i finansmarkedene fordi investorer frykter at selskapets alternative teknologi vil true hegemoeniet til de store amerikanske teknologigigantene.



I tillegg kom nyheten om at USA hadde sanksjonert 143 oljetankere som fraktet russisk olje til kjøpere i Kina og India, noe som ledet til økt oljepris, men dette var en god nyhet i produkttankmarkedet for selskaper som Frontline (VLCC) og Hafnia (produkttank).

Vi er nå midt i resultatsesongen for selskapene i vår portefølje, og har hittil fått både positive og negative overraskelser. Gjensidige leverte bedre resultater enn ventet etter at prisøkningene på selskapets produkter de siste kvartalene begynte å manifistere seg i selskapets resultater. Borregaard leverte også bedre resultater enn ventet. Oppdrettselskapet MOWI foretok et interessant oppkjøp da det kjøpte ut minoritetsaksjonærene i et av sine datterselskaper. Det er ventet at dette vil øke inntjeningen med 5-8 % de neste årene.

Avkastningen i fondet i januar ga en svak meravkastning i forhold til referanseindeksen. Den skyldtes i hovedsak våre overvekter i Nordic Semiconductor, Gjensidige og Frontline. Autostore bidro på sin side negativt til avkastningen.

Vi foretok noen endringer i porteføljen i januar:

Vi solgte våre investeringer i NEL og VÅR Energy, og investerte disse midlene i Equinor og Frontline. Samtidig reduserte vi vår investering i DNB. Vi er ikke sikre på om VÅR Energy vil kunne opprettholde dividendeutbetalingene som følge av relativt svak balanse. Når det gjelder NEL tror vi det vil ta lenger tid å utvikle teknologien for hydrogen og vi valgte derfor å selge denne investeringen.

C WorldWide Globale Aksjer Etisk steg med 3,3 % i januar mens referanseindeksen steg med 2,8 %.

Globale aksjemarkeder steg i januar til tross for handelskonflikter, usikkerhet om renteutviklingen i USA, og nyheten om det kinesiske AI-selskapet DeepSeek som utfordrer USAs ledende posisjon innen AI. Trump inntok Det hvite hus og utstedte en strøm av presidentordrer som skapte usikkerhet på tvers av sektorer. Dette ledet blant annet til stigende inflasjonsforventninger i USA. Samtidig førte svake vekstsignaler fra Kina og Europa i kombinasjon med utsiktene til handelskrig til dollarstyrkelse. Til tross for dette var aksjemarkedet i Europa sterkt da investorer roterte ut av de store globale teknologiselskaper og inn i mer attraktivt prisede europeiske selskaper. Kina og fremvoksende markeder sakk akterut på grunn av en sterk dollar, svakere økonomiske data og mangel på forventede stimulerings tiltak.



Amazon, Thermo Fisher og Visa sto for de største bidragene til avkastningen i januar. Thermo Fisher som har vært en etterfølger i porteføljen de siste årene, ser ut til å være på vei tilbake til høyere vekst. Selskapet guider for en organisk vekst på 3-4 % i 2025 og en driftsmargin som øker med over 90 basispunkter, noe som overstiger estimatene. Blant de største negative bidragsyterne var HDFC Bank, AIA Group og Novo Nordisk. HDFC Bank ga fra seg noe av sin sterke avkastning fra fjerde kvartal, mens Novo Nordisk fortsatte nedgangen i januar, delvis drevet av geopolitiske spenninger. I løpet av måneden hadde selskapets aksjer en kortvarig oppgang etter sterke data fra en fase 1-studie med Amycretin, som viste best-i-klassen vekttap.

Vi solgte vår posisjon i Epiroc og la til en posisjon i Republic Services (RSG) i løpet av måneden. Vi har stor respekt for Epiroc, men vi kom aldri dithen at vi økte investeringen til en full posisjon. Dette skyldtes hovedsakelig at vi var usikre på tidspunktet for når vår investeringshypotese ville slå til. Selv om vi fortsatt har tro på Epiroc, vurderer vi nå at RSG er en mer attraktiv investering for øyeblikket. RSG er den nest største aktøren og markedsleder innen resirkulering og ikke-farlig avfallshåndtering i USA. Selskapet ble grunnlagt i 1998 og har hovedkontor i Phoenix, Arizona. RSGs konkurransefortrinn ligger i selskapets skala. Antall søppelfyllinger i USA har falt med 84 % siden 1990-tallet og er nå en begrenset ressurs. RSG har sikret seg rundt 20 % av de gjenværende 1266 aktive fyllingene. Selskapets nummer to-markedsposisjon og fokus på tett befolkede områder gir dem stordriftsfordeler og mulighet til å optimalisere innsamlingsnettverket sitt, samtidig som de har sterk prissettingsmakt. RSG er dessuten en viktig aktør innen bærekraftige investeringer og initiativer.

C WorldWide Norden steg med 6,7 % i januar mens referanseindeksen, OSEFX, steg med 6,0 %.

Vi er nå midt i resultatsesongen for selskapene i porteføljen, og har fått både positive og noen negative overraskelser:

- Produsenten av hørselvern, det dansk-svenske selskapet Invisio, leverte et “knallsterkt” resultat for fjerde kvartal. Omsetningen var 30 % bedre enn forventet og driftsresultatet (EBIT) var 70 % bedre. EBIT-marginen nådde et historisk høyt nivå på 32,8 %, hovedsakelig på grunn av en gunstig produktmikse med stor andel intercom-inntekter. Invisios aksjekurs steg med 17 %.
- Etter skuffende resultater for Novo Nordisks Cagrisema-produkt i desember, publiserte Novo gode resultater fra en ny kombinasjon av GLP-1 og Amylin-hormoner kalt Amycretin. Amycretin viste 22 % vekttap etter



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

“bare” 36 ukers behandling. Sammenlignet med Cagrisema er produksjonen av Amycretin enklere å skalere. Det spekuleres nå i om Novo Nordisk kan gå direkte fra fase 1 til fase 3. Amycretin kan komme på markedet i 2028/29, noen år før Semaglutide (Ozempic/Wegovy) mister sitt patent i 2031/32.

- Det nordiske skadeforsikringsselskapet Tryg leverte noe skuffende resultater for fjerde kvartal. Det finansielle resultatet var svakere enn ventet mens kjernevirksomheten leverte i tråd med forventningene.
- De to svenske selskapene Volvo og Hexagon leverte begge bedre resultater enn ventet.
- Det norske oppdrettsselskapet MOWI gjennomførte et interessant oppkjøp da de kjøpte ut noen minoritetsaksjonærer i et datterselskap de allerede kontrollerer. Disse oppkjøpene kan øke inntjeningen med 5-8 % de neste årene.

Porteføljen steg noe mer enn referanseindeksen i januar. Det positive bidraget til meravkastningen kom fra investeringene i Invisio, MOWI, Sandvik, Hexagon og Volvo. Tryg og Munters bidro på sin side negativt til meravkastningen. Det største negative bidraget skyldtes imidlertid vår undervekt i Spotify som steg med 23 % i januar. Bakgrunnen for den kraftige oppgangen var den nye flerårige avtalen som ble inngått mellom Spotify og Universal Music. Vi foretok forøvrig ingen endringer i porteføljen i januar.

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