

Juli 2025

Markedsrapport

Av makroanalytiker Svein Erik Førre
C WorldWide Asset Management Norge



Makrobildet

Aksjemarkedet fortsatte å stige i juli. Oppgangen startet i april etter at Trump utsatte implementeringen av «gjengjeldelsestariiffene». Siden da har aksjemarkedene fortsatt å stige til tross for at USA har inngått «handelsavtaler» som innebærer markant høyere tariffer på varer importert til USA.

Det er nå estimert at amerikanske konsumenter vil stå overfor en gjennomsnittlig tariff på 18 % hvis alle de annonserede tariffene i juli blir hensyntatt. Siden begynnelsen av august har Trump annonsert ytterligere tariffer. Samtidig beveger inflasjonen i USA seg i feil retning, og dette er før tariffene er merkbare i prisutviklingen. Dette har økt faren for stagflasjon i USA. I begynnelsen i juli ble det kjent at innenlandsk etterspørsel i andre kvartal i USA hadde bremsset opp, og arbeidsmarkedsrapporten som ble presentert i begynnelsen av august viste den samme utviklingen i sysselsetningsveksten.

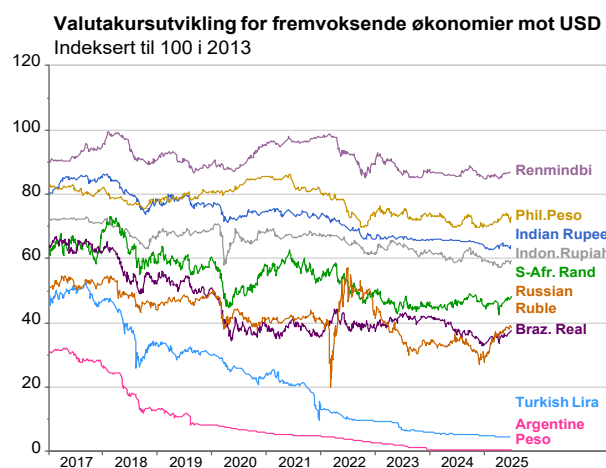
Trump ser ut til å ha lykket med å presse sine nærmeste allierte til å akseptere høyere tariffer på eksport til USA. Både EU og Japan har godtatt at USA pålegger en tariff på 15 % uten å gjengjelde med økte tariffer på varer fra USA. Det Trump har presentert som handelsavtaler er ikke handelsavtaler i tradisjonell forstand, men mer å forstå som usignerte og uklare «rammeverk» egnet for videre utpressing. Trump har allerede truet EU med tariffer på 35 % dersom de ikke møter forpliktelsene overfor USA. Det vakte sterke reaksjoner i Europa da «handelsavtalen» med USA ble kjent siden den ble

oppfattet som en ydmykende kapitulasjon. Kapitulasjonen kan imidlertid vise seg å ha vært den best mulige tilpasningen både for Japan og EU i møte med en irrasjonell motpart som er villig til å eskalere konflikten uten tanke på konsekvensene. Det er kun Kina som har så sterke kort på hånden at Trump har vært nødt til å bøye av. Selv om EU har vist svakhet i konflikten med USA har de ikke bare unngått en verre situasjon, men også skjermet innbyggerne mot høyere priser i motsetning til amerikanske husholdninger som nå vil stå overfor høyere priser på import.

Oppgangen i aksjemarkedet overrasker de fleste. Den har skjedd til tross for økende geopolitisk risiko og svakere vekstutsikter globalt. Til dels kan den forklares av økende optimisme knyttet til kunstig intelligens. De største teknologiselskapene har igjen levert svært gode resultater og steget kraftig på dette, men det må også tilføyes at resultatsesongen

i USA generelt har overrasket positivt. I finansmarkedene legges det som kjent mest vekt på den nærmeste fremtiden og det som blir diskontert er kun det som kan kvantifiseres, dette utelukker spekulasjoner om hva de langsiktige konsekvensene av handelskrigene kommer til å bli. På kort sikt vil sannsynligvis 15-20 % tariffen på importen til USA ikke få store konsekvenser, men på lengre sikt er det imidlertid all grunn til å anse USAs vekstutsikter som betydelig svekket. Trumps foreløpige seiere i handelskrigene er pyrrhosseiere der kostnadene først vil bli synlige på lengre sikt. Hans opptreden som «The Mad King» har underminert USA som en troverdig handelspartner og fremskyndet en utvikling der det økonomiske tyngdepunktet og kontrollen over det globale handelsregimet uunngåelig vil skifte fra USA til Kina. I august har han også lyktes med å skyve unna en av USAs viktigste støttepillere i Asia, statsminister Modi, ved å true India med massive tariffen dersom landet ikke avstår fra å importere olje fra Russland.





Markedsutsikter

Optimismen som preget aksjemarkedet i USA den første måneden etter at Trump ble valgt til president dabbet kraftig av da han viste seg mer interessert i handelskrig enn i skattepolitikk i de første månedene. Da Trump virkelig initierte sin globale handelskrig i april skapte han «shock and awe» i finansmarkedene. Deretter fulgte en 90 dagers pause og flere måneder med «på-og-av»-tariffer og tomme trusler inntil markedene sluttet seg rundt ideen om at Trump «bjeffer høyere enn han biter». Etter å ha reist det hvite flagget i handelskrigen med Kina ser markedet ut til å ha konkludert med at Trumps tariffer for det meste er bløff eller i det minste ubetydelige. Det kan vise seg at investorer er altfor optimistiske. Vi anser at det er en betydelig nedside-risiko i aksjemarkedet i tiden fremover. En viktig grunn er at de negative effektene av handelskrigene og den usikkerheten disse har skapt tar tid før de viser seg i makrotall. Conference Board er den institusjonen i USA som bestemmer når USA har vært i en resesjon. I den siste rapporten pekte den ledende indikatoren på resesjon til tross for at oppgangen i aksjemarkedet trakk i motsatt retning. En vesentlig del av aksjemarkedsoppgangen vi har bak oss i 2024 var drevet av det lite knippe gigantselskaper i USA. Det er interessant at flere av disse teknologigigantene igjen ledet an i aksjemarkedsoppgangen i juli etter at de leverte overraskende gode kvartalsresultater (med unntak av Tesla). En forklaring på dette er at investorer, slik tilfellet også var etter utbruddet av Covid i 2020, flytter investeringer til selskaper som både har bedre vekstutsikter og er mer solide enn nasjonalstatene de opererer i. Vi befinner oss i en situasjon der aksjemarkedene er priset høyt og veksten fremover kommer til å avta og stagnerende økonomier og resesjoner vil bli dominere vekstbildet. Høyere tariffer vil innebære høyere priser og kostnader som igjen vil bety en ytterligere inndragning av kjøpekraft for amerikanske og europeiske husholdninger.

Avkastningstall

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

Aksjeindekser (lok. valuta)	Juli	Hittil i år	Siste år
Composite (Indonesia)	8,0	5,7	2,4
ISE National 100 (Tyrkia)	8,0	9,3	2,6
Taiwan 50 (Taiwan)	7,6	5,3	17,7
Kospi (Sør-Korea)	6,4	34,9	18,3
Straits Times (Singapore)	5,6	10,1	21,9
Nasdaq Biotech. (USA)	5,5	3,5	-5,6
S&P Technology (USA)	5,2	13,3	29,7
FTSE 100 (UK)	4,2	11,7	11,7
MSCI I USD (Øst-europa)	4,0	32,5	30,6
Shanghai Composite (Kina)	3,7	6,6	23,0
Nasdaq Comp (USA)	3,7	9,4	25,9
MSCI i USD (Verden)	3,0	-0,4	11,0
Hang Seng (Hong Kong)	2,9	23,5	46,2
S&P 500 (USA)	2,2	7,8	18,6
OMX Stockholm	1,9	1,8	2,0
Nikkei 225 (Japan)	1,4	2,9	14,4
CAC 40 (Frankrike)	1,4	5,3	7,2
Hex (Finland)	1,3	12,7	10,6
MSCI Europa (USD)	0,8	8,1	9,2
DAX 30 (Tyskland)	0,7	20,9	36,3
OSEFX	0,6	15,3	17,0
Dow Jones (USA)	0,1	3,7	11,1
SENSEX(India)	-2,9	3,9	0,3
IBX 50 (Brasil)	-3,9	9,3	5,5
KFX (Danmark)	-9,8	-21,5	-34,6

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 veksttrender 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

C WorldWide Norge steg med 0,37 % i juli, mens referanseindeksen steg med 0,56 %.

Juli ble en ny måned med mye geopolitisk usikkerhet og volatilitet i finansmarkedene. Den store nyheten var handelsavtalen mellom USA og EU som ble annonsert på Trumps golfresort i Skottland. EU gikk med på å betale en tollsats på 15 % på all eksport til USA. I tillegg lovet EU å kjøpe amerikansk energi for 750 milliarder dollar og investere ytterligere 600 milliarder dollar i USA innen 2028. Flere konsernsjefer fra europeiske bransjeorganisasjoner uttrykte misnøye med eksporttollen. I finansmarkedet hadde man fryktet enda høyere tollsatser og avtalen mellom USA og EU ledet derfor til et lite «lettelsesrally».

I juli kom det kvartalsresultater fra noen av selskapene vi er investert i:

- Skadeforsikringsselskapet Gjensidige og livsforsikringsselskapet Storebrand leverte bedre resultater enn ventet. Begge selskapene meldte at prisøkningene på skadeforsikring i Norge vil gi en positiv effekt på resultatene. Siden begge selskapene har sterk soliditet tror vi at de vil gjennomføre ekstraordinære tilbakebetalinger til aksjonærene i fremtiden, enten gjennom tilbakekjøp av aksjer eller som ekstraordinært utbytte. Vi har en overvekt i forsikringssektoren på 1,5 % sammenlignet med referanseindeksen. Den største norske banken, DNB, leverte derimot et noe skuffende resultat. Vi har en undervekt på 1,5 % i DNB sammenlignet med referanseindeksen.

- Aker leverte bedre resultater enn ventet målt som selskapets NAV. Samme dag annonserte Aker også detaljer om «Stargate Norway», et AI-gigafabrikkprosjekt i samarbeid med Nscale og OpenAI. Gigafabrikken og infrastrukturen skal bygges i Narvik og drives utelukkende med fornybar energi. Prosjektet har som mål å nå 100 000 NVIDIA GPU-er og 230 MW kapasitet innen utgangen av 2026, med potensial for utvidelse til 520 MW på lengre sikt.
- Oppdrettsselskapet Bakkafrøst leverte et skuffende resultat. Selskapet har igjen hatt biologiske problemer i Skottland, samtidig som det har vært overtilførsel i fiskemarkedet generelt. Dette har ført til lavere volum og lavere priser. Vi tror at prisene på sikt kommer til å ta seg opp igjen, ettersom fisk blir stadig mer konkurransedyktig sammenlignet med andre proteinkilder som svinekjøtt og kylling.
- Tomra leverte også et skuffende andrekvartalsresultat. Aksjen falt 12 %, noe vi mener er en overreaksjon. Vi hadde en undervekt på 0,3 % i Tomra sammenlignet med referanseindeksen, men økte etter resultatfremleggelsen investeringen til nøytral vekt.

Våre overvekter i Bakkafrøst og Kongsberg bidro negativt til avkastningen. På den positive siden bidro vår 5,5 % overvekt i tankmarkedet – gjennom investeringene i Frontline og Hafnia – positivt til resultatet i juli.

Vi gjorde noen små justeringer grunnet høy kontantandel. Vi økte våre eksisterende investeringer i Autostore, Tomra og Kongsberg med mellom 0,2 % og 0,5 %. Totalt brukte vi 1 % av kontantbeholdningen.



C WorldWide Globale Aksjer Etisk

C WorldWide Globale Aksjer Etisk steg med 2,28 % i juli mens referanseindeksen steg med 3,25 %.

Det hersket en forsiktig optimisme i globale aksjemarkeder i juli dels som følge av avtagende handelsspenninger og dels som følge av entusiasme for AI-relaterte sektorer. Likevel fortsetter vedvarende geopolitisk og økonomisk usikkerhet å prege utviklingen.

Amerikansk handelspolitikk forsetter å skape uro i markedene, men den mer gradvise endringen i tariffen har fjernet sjokkelementet. EU og Japan har ved å godta en toll på 15 % forhindret enda høyere tariffen. Forhandlingene med Kina ser ut til å ha forlenget våpenhvilen i handelskonflikten med ytterligere 90 dager. I mellomtiden har Trump kunngjort en generell toll på indiske importvarer på 25 %, men truer India med en langt høyere tariff om landet fortsetter å importere olje fra Russland. Sør-Korea har foreslått en skipsbyggingsavtale for å lette tollpresset, mens både Canada og Mexico befinner seg i krevende forhandlinger med USA.

Blant de viktigste positive bidragsyterne til avkastningen i juli var Thermo Fisher, Alphabet og TSMC. Thermo Fisher leverte resultater som indikerer at forsknings- og utviklingsbudsjettene i farmasøytisk sektor holder seg oppe til tross for betydelig usikkerhet på kort sikt. Selskapet overgikk estimater både på inntekter og resultat, og ledelsen bekreftet sin tro på en organisk vekst på 3–6 % i regnskapsårene 2026 og 2027. Langsiktig venter man over 7 % organisk vekst, men dette krever at markedet i Kina stabiliseres. Alphabet leverte imponerende kvartalstall, med en inntektsvekst på 13 % justert for valuta sammenlignet med året før. Søketjenesten hadde en solid vekst på 12 %, men det virkelig positive overraskelsesmomentet var Google Cloud som akselererte inntektsveksten med 4 % fra forrige kvartal. Segmentet vokste med 32 % sammenlignet med året før og hadde overraskende sterke driftsmarginer på 20,7 % (mot forventede 16,7 %). De sterke resultatene innen skytjenester bidrar til å dempe

bekymringer om for høye investeringer, spesielt med tanke på at 2025-CAPEX nå er guidet opp til 85 milliarder USD. TSMC klarte å opprettholde imponerende brutto marginer til tross for sterk appresiering av taiwanske dollar (TWD) og kostnader ved utenlandsk ekspansjon. Selskapet har klart å beskytte marginene gjennom prisøkninger, og dette kvartalet er det tiende på rad med tosifrede prisøkninger fra året før. TSMC hevet vekstprognosen for 2025 til 30 % fra 25 % men signaliserte ingen økning i CAPEX for året (som allerede vokser med 30 % sammenlignet med i fjor).

Blant de største negative bidragsyterne var Novo Nordisk, ASML og Nestlé. Den 29. juli forhåndsannonserte Novo Nordisk inntekts- og driftsresultatvekst for kvartalet samt en oppdatert helårsprognose. Selskapet forventer nå en svakere utvikling i andre halvdel av året med salgsvekst i lokal valuta på 8–14 % og EBIT-vekst på 10–16 %. Dette står i kontrast til prognosene fra mai som var 13–21 % for salg og 16–24 % for driftsresultat. Etter at FDA sin overgangsperiode for sammensatte GLP-1-preparater utløp i mai, hadde Novo forventet mindre press fra “kopiprodukter”, men dette har ikke skjedd. Selskapet bruker nå søksmål for å stoppe slike firmaer, men uten inngripen fra amerikanske myndigheter ser det ut til at problemet vil vedvare i det amerikanske fedmemarkedet. Konkurransen fra Eli Lilly innen Ozempic-segmentet har også vært sterkere enn forventet. Kommende viktige trigger for Novo Nordisk inkluderer: Resultater fra fase 3-studien EVOKE med Semaglutid for Alzheimers sykdom, data fra første kvartal 2026 fra sammenligningsstudien mellom CagriSema og Tirzepatid, samt global lansering av CagriSema i 2027. Når det gjelder ASML nevnte finansdirektøren under den siste resultatpresentasjon at selskapet nå er mer bekymret for toll enn for tre måneder siden. At TSMC utkonkurrerer både Samsung og Intel har også svekket ASML (som leverer til alle tre). I tillegg øker ikke TSMC investeringene (CAPEX) i år, noe som legger ytterligere press på ASML som nå forventer flate leveranser av EUV-maskiner i 2025.





C WorldWide Asset Management AS

Dronning Eufemias gate 8
Postboks 1434 Vika, 0115 Oslo

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

Dette er markedsføring. 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 i 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 fremtidig avkastning. Fremtidig 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 de som 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 og oversikt over kostnader finnes tilgjengelig på cworldwide.no