

Mars 2025

Markedsrapport

Av makroanalytiker Svein Erik Førre
C WorldWide Asset Management Norge



Makrobildet

Aksjemarkedene fortsatte å falle i mars. Den viktigste årsaken var den tiltakende bekymringen for den økonomiske politikken som ble ført i USA. Etter uker med uforutsigbare politiske utspill, trusler om handelskrig, samt annonserte og reverserte tariffen hadde Donald Trump lovet at 2. april 2025 ville bli «Liberation Day» for USA. Dagen da et nytt tariffregime ville bli presentert for å reversere tiårene der USA hadde blitt «utnyttet» av sine handelspartnere. I finansmarkedene fryktet man de negative konsekvensene for det globale handelssystemet, men enkelte håpet at planen som ville bli presentert kunne resultere i mindre kaos og en mer forståelig og konvensjonell plan. Dette ville i det minste gjøre tariffpolitikken mer forutsigbar for næringslivet. Det skulle vise seg å bli langt fra tilfelle.

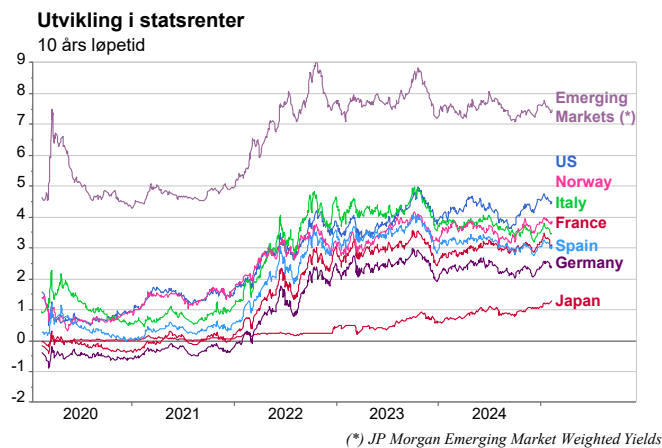
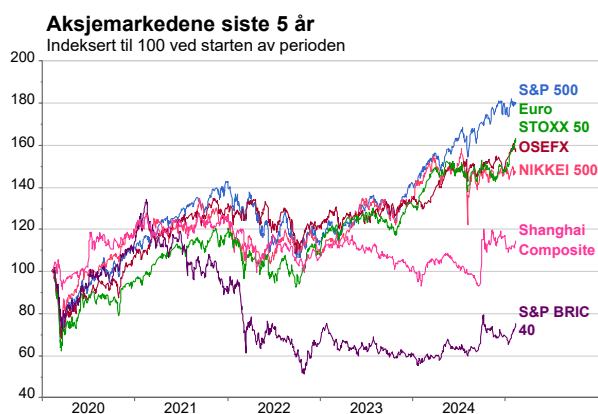
Den 2. april presenterte Donald Trump en pakke med tariffen som virket totalt vilkårlig og så selvdestruktiv at den utløste panikk i finansmarkedene i dagene som fulgte. Pakken var todelt: USA ville legge til en tariff på 10 % på praktisk talt all import fra den 5. april, men i tillegg ville det bli innført betydelige «gjengjeldes tariffen». Disse rammet ikke bare USAs viktigste handelspartnere, men også flere av verdens fattigste nasjoner som ikke hadde gjort noe verre enn å eksportere vanilje, kaffe og kakao til USA. Mens Kina ble pålagt en tariff på 34 % og import fra EU ville møte tariffen opp mot 20 %, ville Madagaskar, Myanmar og Vietnam bli pålagt de høyeste tariffene på over 40 %. Reaksjonen i aksjemarkedet var momentant negativ og ble blant makroøkonomer møtt med vantrø. Formelen som var blitt brukt for å beregne tariffene var absurd. Donald Trump inntok imidlertid en stoisk posisjon og avviste bestemt ethvert forsøk fra statsledere som ønsket

å forhandle. Hans mål var å gjøre USA «great again» gjennom å gjenreise industrien gjennom imports substitusjon på samme måte som en rekke sosialistiske nasjoner hadde forsøkt seg på etter avkoloniseringen i midten av forrige århundre. Både Kina og India hadde vært blant disse. Nå fremsto imidlertid Kina som den viktigste forsvareren av global handel da de satte hardt mot hardt. Den 9. april svarte Beijing med gjengjeldes tariffen mot USA på 34 % i det som nå fremsto mer og mer som «a game of chicken». Trump svarte umiddelbart «tit for tat» ved å øke tariffene for Kina med 50 %.

Da Trump dagen etter varslet at «gjengjeldes tariffene» mot resten av verden ville bli utsatt i 90-dager fordi de ikke hadde svart med mot-tariffen, ila Trump Kina ytterligere 21 % tariff. De samlede tariffene mot Kina utgjør nå 125 % og vil merkes i form av kraftig kostnadsstigning i USA.

Hva fikk Trump til å snu i handelskrigen mot resten av verden? Flere ledende donorer og sentrale republikanske politikere hadde åpent gått ut og kritisert Trumps eskalerende handelskrig. Det hersket også tydelig uenighet internt i administrasjonen til Trump. Den mest sannsynlige forklaringen var imidlertid den dramatiske markedsutviklingen. I løpet av 48 timer hadde renten på 10-års statsobligasjoner steget med 60 basispunkter. Amerikanske statsobligasjoner er selve navet i det globale finanssystemet og renteøkningen var et tydelig signal om at risikoen for en finanskriser var overhengende. De kraftige aksjemarkedsfallet og den økte volatiliteten i finansmarkedene hadde tvunget investorer til å likvidere spekulative posisjoner. Hele rentekurven hadde samme dag skiftet kraftig opp etter at en auksjon av 3-års statsobligasjoner var blitt møtt med laber

interesse. Akkurat som i starten av Koronapandemien gikk pengestrømmen inn i pengemarkedet mens likviditeten i obligasjonsmarkedet tørket ut. Marginkrav på derivater førte til at hedgefond nå var tvunget til å selge ned store posisjoner i statsobligasjoner noe som presset rentene ytterligere opp. I timene før Trump gjorde retrett var det en økende frykt for at flere hedgefond ville kunne kollapse og at dette ville markere starten på en ny finanskriser. Det var ventet at den amerikanske sentralbanken ville måtte trå til med massive likviditetsinnsprøytninger for å redde finanssystemet slik den gjorde i 2008 og 2020. Trump hadde åpenbart fått kalde føtter og finansmarkedene hadde demonstrert at det var en grense for hvor langt Trump kunne gå i sin vendetta mot resten av verden.



Aksjemarkedet

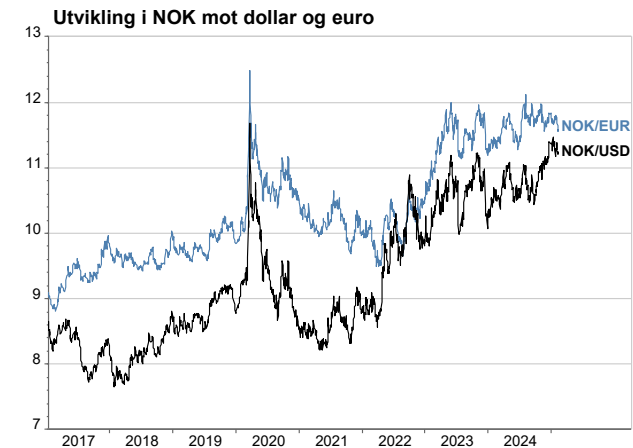
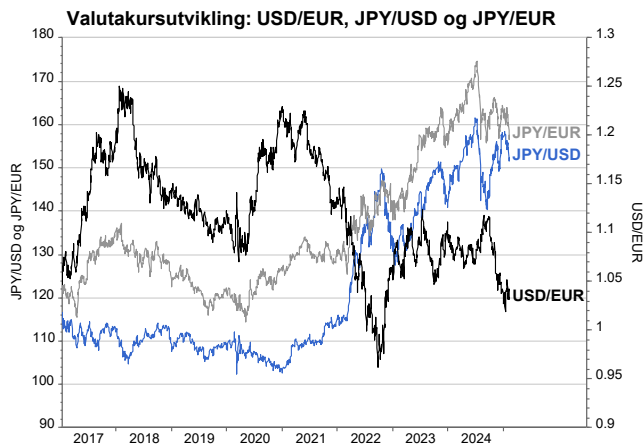
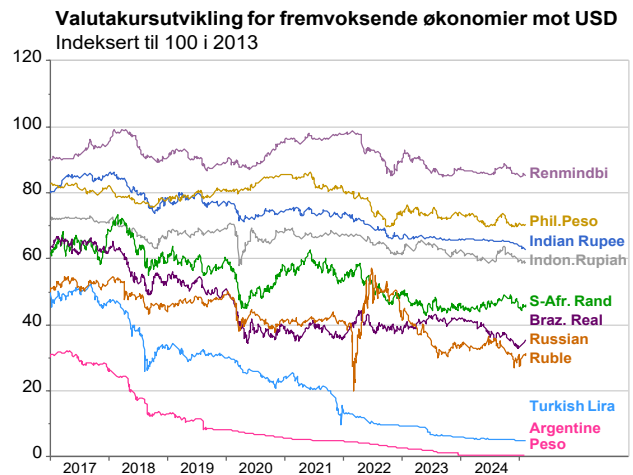
Det globale aksjemarkedet, målt ved MSCI All Countries i lokal valuta, falt med i overkant av 5% i mars. Trumps trusler om utvidet handelskrig var en viktig årsak til at aksjemarkedene fortsatte å falle i mars. Aksjemarkedet i USA falt med 6 % målt ved S&P500, mens vesteuropeiske aksjemarkeder var ned 4 %. Blant aksjemarkedene som utviklet seg best var det indiske aksjemarkedet som reverserte det meste av nedgangen i måneden med en oppgang på 7 %. Det kinesiske aksjemarkedet var uendret. Sektormessig var nedgangen størst i IT-aksjer og diskresjonært konsum som endte ned henholdsvis 12 % og 11 %. Beste sektor var energi som steg 4 %, og var ved siden av infrastruktur tjenester (+2 %) de eneste sektorene med positiv avkastning.

Rentemarkedet

Økende frykt for resesjon førte til økte forventninger om rentekutt i USA og Europa. Norges Bank valgte imidlertid å ikke følge etter den europeiske sentralbanken som kuttet renten med 25 basispunkter. Trumps handelskrig har ført til at investorer nå venter 4 rentekutt i USA i år, til tross for at den amerikanske sentralbanken foreløpig er mest opptatt av å snakke om inflasjonsrisikoen (slik Norges Bank også gjør). Dette kan imidlertid raskt endre seg. Den 10-årige statsrenten i USA var uendret på 4,19 % i mars, men har siden «liberation day» i USA steget markant. Den norske 10-åringen steg med 6 basispunkter til 3,86 %, mens tilsvarende tyske statsrenter steg med 21 basispunkter til 2,62 % etter at Riksdagen opphevet kravet om budsjettbalanse. Renteoppgangen i Tyskland spredte seg til resten av Eurosonen der statsrentene steg med mellom 20 og 30 basispunkter.

Valutamarkedet

Økende forventninger om rentekutt i USA ledet til at dollaren svekket seg mot de fleste valutaer i mars. Eurodollarkursen steg fra 1,04 til 1,08, mens norske kroner styrket seg fra 11,24 til 10,53. NOK styrket seg imidlertid kun fra 11,36 til 11,24 mot euro til tross for at Norges Bank ikke kuttet styringsrenten. Den kinesiske renmibien var tilnærmet uendret mot amerikanske dollar og det er en økende oppfatning om at kinesiske myndigheter vil la den svekke seg mot dollar i tiden fremover for å demme opp for de økte tariffene i USA.



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 i Europa fikk i første kvartal et kraftig løft, men dette har den senere tid blitt reversert i takt med den tiltakende handelskrigen med USA. En vesentlig del av aksjemarkedsoppgangen vi har bak oss i 2024 var drevet av et 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. Trump valgte i begynnelsen av april å utsette implementering av de ekstreme og absurde gjengjeldelses tariffene i 90 dager for å gi rom for bilaterale forhandlinger, men dette gjaldt ikke for Kina. Her eskalerte han tariffkrigen ytterligere slik at tariffene på kinesisk import har steget til hele 125 %. Kina har svart med tilsvarende tariff og begrenset eksporten av sjeldne mineraler til USA. Trump opprettholdt samtidig tariffen på 10 % på nær all import til USA. I tillegg til allerede implementerte tariff vil dette innebære høyere priser og kostnader som vil bety en ytterligere inndragning av kjøpekraft for amerikanske husholdninger, noe som gjør at sannsynligheten for en resesjon i USA i år er stor. Dette er årsaken til at finansmarkedene nå priser inn fire ytterligere rentekutt i USA og tilsvarende mange i Europa.

Avkastningstall

Avkastning Aksjefond	Mars		HiÅ	
	Fond	Indeks	Fond	Indeks
C WorldWide Aksje Norge	-0,2	1,3	3,9	6,0
C WorldWide Asia A	-5,8	-6,3	-7,9	-5,4
C WorldWide Stabile Aksjer	-5,8	-5,4	0,7	-1,3
C WorldWide Emerging Markets	-5,9	-5,7	-10,4	-4,4
C WorldWide Aksje Norden	-10,2	-9,2	-2,3	0,4
C WorldWide Globale Aksjer	-11,4	-10,0	-10,2	-8,3
C WorldWide Globale Aksjer Etisk	-11,4	-10,0	-10,6	-8,3
C WorldWide Healthcare Select	-14,4	-8,7	-13,5	-2,8

Aksjeindekser (lok. valuta)	Mars	Hittil i år	Siste år
IBX 50 (Brasil)	6,0	8,0	4,4
SENSEX(India)	5,8	-0,9	4,3
MSCI I USD (Øst-europa)	4,2	20,6	15,2
Composite (Indonesia)	3,8	-8,0	-10,9
Straits Times (Singapore)	2,1	4,3	20,5
OSEFX	1,3	6,0	12,6
Hang Seng (Hong Kong)	0,8	15,3	38,2
Shanghai Composite (Kina)	0,4	-0,5	8,7
ISE National 100 (Tyrkia)	0,0	-1,7	0,4
Kospi (Sør-Korea)	-0,1	4,1	-10,4
DAX 30 (Tyskland)	-1,7	11,3	21,9
FTSE 100 (UK)	-2,6	5,0	8,5
Hex (Finland)	-3,8	5,5	1,0
MSCI Europa (USD)	-3,9	5,6	4,2
CAC 40 (Frankrike)	-4,0	5,6	-3,4
Nikkei 225 (Japan)	-4,1	-10,7	-8,7
Dow Jones (USA)	-4,2	-1,3	8,0
S&P 500 (USA)	-5,8	-4,6	7,8
Nasdaq Biotech. (USA)	-6,1	-1,5	-0,8
Nasdaq Comp (USA)	-8,2	-10,4	6,5
OMX Stockholm	-8,5	-1,0	-1,0
S&P Technology (USA)	-8,9	-12,8	6,3
Taiwan 50 (Taiwan)	-10,7	-11,9	7,6
MSCI i USD (Verden)	-10,7	-9,2	4,6
KFX (Danmark)	-16,2	-13,0	-26,7

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 falt med -0,2 % i mars mens referanseindeksen steg med 1,3 %.

Det globale finansmarkedet har nå innsett at Donald Trump faktisk tror at han kan gjøre USA «Great Again» gjennom en kombinasjon av høye tariffen på importvarer og kraftige kutt i det offentlige forbruket. Trump gjorde det samtidig klart at verken resesjon eller aksjemarkedsfall ville forhindre han i å implementere nødvendige tariffen. Samtidig førte Trumps handels- og utenrikspolitikk til at europeiske statsledere fant et sterkt samhold i følelsen av ikke bare å ha blitt forlatt av sin viktigste allierte gjennom 80 år, men som nå i tillegg truet dem med handelskrig. 80 år med PAX Americana var tilsynelatende over. Krisestemningen ledet til at tyske politikere ble enige om å oppheve det ekstremt restriktive kravet om budsjettbalanse for at Tyskland skal kunne gjennomføre en kraftig opprustning. Etter et kompromiss mellom CDU/CSU, SPD og De Grønne planlegger nå den tyske regjeringen å investere

500 milliarder euro i infrastruktur og det grønne skiftet, i tillegg til en forsvars- og sikkerhetspakke på 500 milliarder euro. Finansmarkedene reagerte positivt på de to pakkene i håp om at disse ville skape ny vekst i Tyskland etter over to år med stagnasjon. Samtidig bidro forventninger om økt statlig gjeldsvekst til stigende renter i hele euroområdet.

Norges Bank overrasket da de ikke fulgte etter den europeiske sentralbanken som kuttet renten med 25 basispunkter. I stedet uttalte sentralbanken at den fortsatt ønsker å bekjempe inflasjonen. Dette ledet til en kortvarig kronestyrkelse mot euro som i mars bidro negativt til meravkastningen i porteføljen ettersom vi er overvektet i norske eksportbedrifter og undervektet norske banker.

Forhåndsresultater for første kvartal viser at analytikere nedjusterer estimatene for 2025 som en følge av geopolitiske utfordringer og risikoen for en global handelskrig. Havbrukssektoren har blitt særlig rammet av nedgraderinger

som følge av lav spotpris på 70 NOK/kg, et resultat både av sterk kronekurs og høy produksjon av laks. Det høye tilbudet skyldes god biologisk utvikling i anleggene. Vi har en samlet overvekt i sektoren på 2,8 prosentpoeng gjennom våre investeringer i MOWI og SalMar.

Vi hadde en utfordrende måned i mars med en mindreakstning på 1,5 %. Det var særlig overvekten i eksportbedrifter innen havbruk og selskapet Borregaard som påvirket resultatet negativt. Et scenario med høyere styringsrenter over lengre tid har samtidig vært positivt for banksektoren der vi er undervektet.

C WorldWide Globale Aksjer Etisk

C WorldWide Globale Aksjer Etisk falt med 11,4 % i mars mens referanseindeksen falt med 10,0 %.

Globale aksjer falt i mars som følge av geopolitisk uro og usikkerhet. Perioder som dette understreker viktigheten av å opprettholde tillit til vår langsiktige investeringsfilosofi og -prosess som er forankret i mer strukturelle trender og temaer, fremfor å reagere på kortsiktige makroøkonomiske indikatorer eller geopolitiske overskrifter.

Blant de viktigste bidragsyterne til investeringsavkastningen i mars var HDFC, Nestlé og Republic Services. HDFC nøt godt av økt optimisme til den indiske økonomien, offentlige investeringer og en mulig lettelse i bankreguleringene. Nestlé dro nytte av sine relativt defensive kvaliteter i et urolig marked. Blant de største negative bidragsyterne var Novo Nordisk, Costco og TSMC. Novo Nordisk falt etter svakere enn forventede resultater fra en studie på vekttaapmedisinen CagriSema, samt noe skuffende reseptvolumer i USA. Costco falt etter at resultatene for andre regnskapskvartal ikke møtte forventningene. Den høye verdsettelsen innebærer lite rom for feil. Vi tilskriver TSMCs kursfall til generell svakhet i teknologi-sektoren, det var ingen selskaps-spesifikke negative nyheter i mars.

Den eneste endringen vi gjorde i porteføljen var en teknisk justering i forhold til regelverket «40-10-5» der vi reduserte vår investering i Kongsberg. Inntektene fra reduksjonen i Kongsberg ble plassert i kontanter.

Vi solgte våre posisjoner i Sony og Costco i løpet av måneden, og erstattet disse med investeringer i Progressive og AstraZeneca. Resterende midler fra salgene ble brukt til å øke vår posisjon i Republic Services.

Progressive er et bilforsikringsselskap kjent for sin kostnads-effektive, datadrevne tilnærming som har muliggjort gode underwriting-marginer og sterk inntjeningsvekst. Selskapet nyter også godt av å operere i en konsentrert bransje. Progressive har et erfarent lederteam som er disiplinerte i sin underwriting samtidig som selskapet er innovativt og ekspanderer til andre segmenter i bransjen.

AstraZeneca er et globalt biofarmasøytisk selskap med fokus på onkologi, hjerte-, nyre- og stoffskifte-, samt luftveis- og immunologiske sykdommer. Forretningsmodellen bygger på innovasjon, global ekspansjon og operasjonell effektivitet. Selskapet bruker over 20 % av sin årlige inntekt på forskning og utvikling samt oppkjøp. Selv om dette midlertidig påvirker avkastningen, gjør det AstraZeneca til ett av de raskest voksende store farmasøytiske selskapene.



C WORLDWIDE

ASSET MANAGEMENT



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

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