



MARKEDSRAPPORT

Av makroanalytiker Svein Erik Førre
C WorldWide Asset Management Norge

September 2024

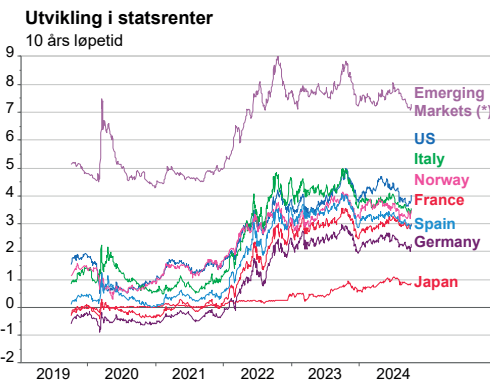
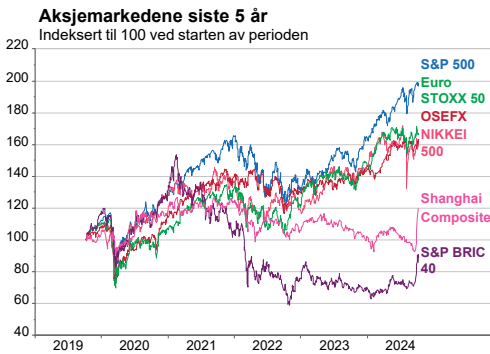
Makrobildet

Den store overraskelsen i finansmarkedene i september var den kraftige oppgangen i det kinesiske aksjemarkedet. Shanghai-indeksen steg med 17 % etter at kinesiske myndigheter annonserte en pakke med pengepolitiske stimuli, den største siden koronapandemien. Kuttet i sentralbankens styringsrente på 20 basispunkter var moderat, men den sammenfalt med et kutt i reservekravet til banksektoren som vil frigjøre omlang én trillion renminbi (\$143 mrd). Mer oppsiktsvekkende var sentralbankens støtte til aksjemarkedet som innebar et lån på \$114 mrd. til kapitalforvaltere, forsikringselskaper og meglerhus, slik at de kan øke sine investeringer i aksjer. I tillegg ble det gitt løfter om lån til selskaper som ønsker å kjøpe tilbake egne aksjer.

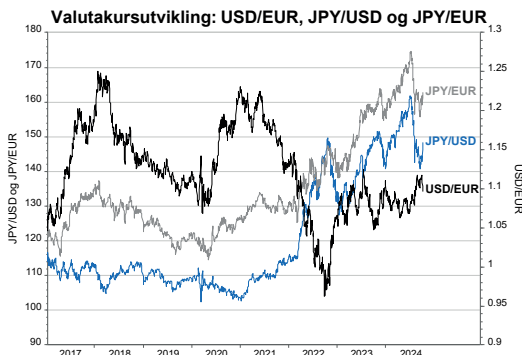
Noen dager senere kom Beijing med et løfte om finanspolitiske støttetiltak. Dette er det investorer har ventet på, men det som kom i begynnelsen av oktober var vage løfter. Det investorer håpet på var en omfattende finanspolitisk tiltakspakke. Pengepolitiske stimuli alene vil ha minimal effekt i en økonomi der eiendomsmarkedet har kollapset, lokale myndigheter er tynget ned av gjeld og kinesiske husholdninger er skeptiske til fremtiden. I tillegg står Kina overfor en demografisk utvikling der en aldrende befolkning øker sparingen for å dekke opp for manglende pensjons- og offentlige helseytelser.

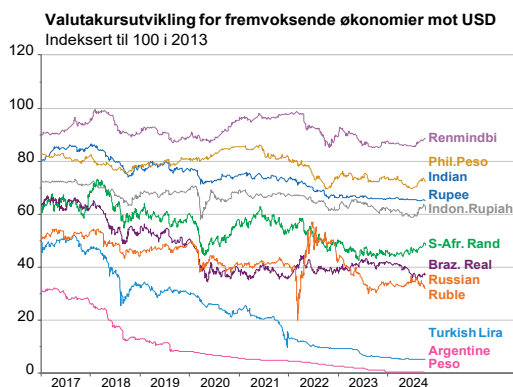
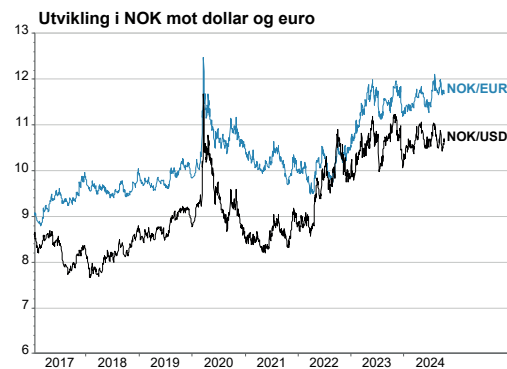
Slik Japan erfarte på 90-tallet og vi i vesten erfarte etter finanskrisen i 2008, har pengepolitikk begrenset effekt etter en gjeldskrise. Nullrenter og kvantitative lettelse resulterte i hovedsak i finansielle bobler og spekulative investeringer, mens aksjeselskaper valgte å kjøpe tilbake egne aksjer fremfor å investere i ny kapasitet. En omfattende finanspolitisk tiltakspakke vil i Kina derimot ha en viss effekt, i det minste vil den kunne opprettholde etterspørselen i økonomien. Dette var det japanske myndigheter klarte på 90-tallet gjennom å bygge infrastruktur som tildels innbefattet broer som ledet «ut i ingenting». Det som er sikkert er at ekspansiv pengepolitikk i dagens Kina ikke vil være tilstrekkelig til å skape ny tillit til økonomien. Investorer vil vente på en omfattende finanspolitisk pakke før de igjen anser det kinesiske aksjemarkedet som en langsiktig attraktiv investering.

Mens aksjemarkedet i Kina gjorde et byks fortsatte vestlige finansmarkeder å preges av skiftende forventninger til vekst og spekulasjoner



(* JP Morgan Emerging Market Weighted Yields





om pengepolitikken. I begynnelsen av september skapte nok en svak arbeidsmarkedsrapport fra USA resesjonsfrykt. Etter kort tid konkluderte imidlertid investorer med at svekkelsen i arbeidsmarkedet var signifikant nok til at den amerikanske sentralbanken (FED) kom til å kutte styringsrenten med 0,5 prosentpoeng fremfor 0,25 prosentpoeng i november. Aksjemarkedet snudde og endte til slutt opp med 1 % ved utgangen av måneden. I oktober kom en ny arbeidsmarkedsrapport som ikke bare var langt sterkere enn ventet, men også oppjusterte sysselsetningsveksten i juli og august. Igjen ble det snakket om «no landing» i USA og forventningene til rentekutt i november ble halvert.

Kontrasten til Eurosonen er stor. Her ledet en strøm av svake aktivitetsmålinger i september til forventninger om ytterligere to rentekutt i år. Samtidig nedgraderte Tyskland veksten for 2024, og tyske myndigheter forventer nå nok et år med resesjon.

Aksjemarkedet

Det globale aksjemarkedet målt ved MSCI All Countries i lokal valuta endte opp i overkant av 1 % i september, etter å ha falt 4 % den første uken av måneden. Markedsfallet i begynnelsen av måneden var et resultat av kortvarig tilbakevendende resesjonsfrykt. Den store overraskelsen i september var den kraftige oppgangen i det kinesiske aksjemarkedet. Dette fulgte etter at myndighetene overrasket med en serie pengepolitiske lettelser. Aksjemarkedet i Hong Kong og Shanghai endte opp over 17 %. Oppgangen fortsatte i oktober men bremses etterhvert opp i påvente ytterligere finanspolitiske stimuli. I USA steg S&P500 med 2 %, mens vesteuropeiske markeder endte ned 1 %. Beste sektor i september var infrastruktur-tjenester som steg med 5 %. Hittil i år har sektoren steget med 20 % og er tredje beste sektor etter IT og telekom som har steget henholdsvis 27 % og 25 %. Infrastruktur-tjenester er en tradisjonelt defensiv sektor men den har i år steget som et resultat av forventninger om økt behov for strømleveranser ved økt bruk av kunstig intelligens. Svakeste sektor var energi som falt med 4 % som et resultat av at oljeprisen (Brent) falt fra i overkant av \$80 dollar fatet til \$72 dollar fatet, det svakeste nivået siden mai 2023 (et tidspunkt der markedet var preget av frykt for en bankkrise i USA).

Rentemarkedet

Den amerikanske sentralbanken (FED) kuttet renten i september med 0,5 prosentpoeng. Dette var mer enn ventet ved inngangen til måneden, men i løpet av måneden skiftet forventningene i retning av et større kutt. Nok en svak arbeidsmarkedsrapport for august og stadig lavere inflasjon i



Avkastningstall

Avkastning Aksjefond	September		HiÅ	
	Fond	Indeks	Fond	Indeks
C WorldWide Asia A	6,8	8,3	25,2	25,2
C WorldWide Emerging Markets	1,7	6,6	11,8	20,7
C WorldWide Aksje Norden	0,7	0,0	16,1	14,9
C WorldWide Globale Aksjer	0,4	2,2	17,8	22,6
C WorldWide Globale Aksjer Etisk	-0,2	2,2	16,2	22,6
C WorldWide Stabile Aksjer	-0,9	0,9	18,3	19,2
C WorldWide Aksje Norge	-2,0	-1,2	11,0	10,7
C WorldWide Healthcare Select	-5,7	-3,2	11,5	16,7

Aksjeindekser (lok. valuta)	September	Hittil i år	Siste år
Hang Seng (Hong Kong)	17,5	24,0	20,9
Shanghai Composite (Kina)	17,4	12,2	7,3
Straits Times (Singapore)	4,4	9,3	12,2
Nasdaq Comp (USA)	2,7	21,2	35,4
S&P Technology (USA)	2,4	29,6	47,2
SENSEX (India)	2,3	16,7	27,7
DAX 30 (Tyskland)	2,2	15,4	26,9
S&P 500 (USA)	2,0	20,8	33,7
Dow Jones (USA)	1,8	12,3	26,7
OMX Stockholm	1,3	12,5	28,3
MSCI i USD (Verden)	1,1	21,8	25,3
Hex (Finland)	0,8	2,3	10,1
Taiwan 50 (Taiwan)	0,3	34,9	47,6
CAC 40 (Frankrike)	0,1	1,2	8,2
MSCI Europa (USD)	-0,7	8,4	15,5
OSEFX	-1,2	10,7	17,1
FTSE 100 (UK)	-1,7	6,5	9,9
ISE National 100 (Tyrkia)	-1,7	29,4	14,2
Composite (Indonesia)	-1,9	3,5	9,3
Nikkei 225 (Japan)	-1,9	13,3	22,3
Nasdaq Biotech. (USA)	-2,3	9,1	20,4
MSCI i USD (Øst-europa)	-2,5	1,5	22,9
IBX 50 (Brasil)	-3,3	-0,2	16,6
Kospi (Sør-Korea)	-4,5	-4,0	8,3
KFX (Danmark)	-8,3	10,0	17,5

kombinasjon med signaler fra sentralbanken ledet til forventningskiftet. Styringsrenten i USA befinner seg nå i intervallet 4,75–5,00 %. Tidligere i måneden hadde den europeiske sentralbanken kuttet innskuddsrenten for andre gang i år med 0,25 prosentpoeng til 3,50 %. Norges Bank holdt renten som ventet uendret. En god arbeidsmarkedsrapport for september og oppjusterte sysselsetningstall for de to foregående månedene gjør at investorer ikke lenger er like sikre på om det kommer ytterligere rentekutt fra FED i år, tross at det i begynnelsen av september var priset inn ytterligere 0,5 prosentpoeng kutt i styringsrenten i USA. Svak vekst i Eurosonen i kombinasjon med et større fall i inflasjonen enn ventet de siste månedene gjør at markedet priser inn ytterligere to rentekutt på 0,25 prosentpoeng i år. Det er ikke ventet rentekutt i Norge før i begynnelsen av 2025. 10-års statsrente i USA steg i september med ytterligere 10 basispunkter til 4,02 %. I Norge steg styringsrenten med 25 basispunkter til 3,53 %, mens den i Tyskland var tilnærmet lik uendret på 2,3 %.

Valutamarkedet

Det var relativt rolig i valutamarkedene i september. Dollaren styrket seg litt mot euro fra 1,11 til 1,12. Mot kinesiske yuan og japanske yen svekket imidlertid dollaren seg fra henholdsvis 7,09 til 7,02 og 146 til 143. Yenen fortsetter å svekke seg som en følge av at carry-traden i yen ikke lenger er like attraktiv, mens den kinesiske renminbien styrket seg som følge av den kraftige økte interessen for kinesiske aksjer i september. Norske kroner styrket seg litt mot euro fra 10,59 til 10,53, mens den svekket seg mot dollar fra 11,76 til 11,72. Sannsynligvis en noe skuffende utvikling for Norges Bank som antageligvis håper at mer restriktive signaler fra Norge i forhold til sentralbankene i Europa og USA skal lede til en sterkere krone.

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 aksjemarkedsboble innen IT. I juli begynte investorer å ta profit 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. Troen på en



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.

«myk landing» vil komme til å bli utfordret ved flere anledninger i månedene fremover. Dersom imidlertid vekstutviklingen skulle bli radikalt forverret de neste månedene eller om den finansielle stabiliteten trues, vil sentralbankene stå klare med kraftige rentekutt og nye kvantitative lettelsler, noe som i hvertfall på kort sikt vil gi et nytt løft i aksjemarkedene.

Fondskommentarer

C WorldWide Norge falt med -2,0 % i september, mens referanseindeksen, OSEFX, falt med -1,2 %.

Globale finansmarkeder var unormalt volatile i september. Tre sentralbanker, den europeiske (ECB), den danske og den svenske, kuttet renten med 0,25 prosentpoeng. Den norske sentralbanken holdt seg i ro, sannsynligvis i håp om at dette ville styrke kronen. Senere i måneden kuttet den amerikanske sentralbanken (FED) renten med 0,5 prosentpoeng. Rentekuttene fulgte etter flere måneder med resesjon i industrien i «vesten». Sist ut var den kinesiske sentralbanken (PBoC) som iverksatte en rekke ekspansive tiltak i pengepolitikken, deriblant rentekutt. Oljeprisen holdt seg relativt svak etter at Saudi Arabia annonserte at de sto klare til å forlate det uoffisielle målet om en oljepris på \$100 per fat for å kunne ta tilbake tapte markedsandeler. I september kom det profittvarsel fra ulike selskaper i Europa, deriblant tyske bilprodusenter som VW og BMW.

Vi deltok på flere kapitalmarkedsdager i september:

- Borregaard hadde kapitalmarkedsdag i Oslo. Selskapet er interessant siden det profitterer på trenden vekk fra oljebaserte materialer til avanserte og miljøvennlige biokjemikalier og biomaterialer som kan erstatte oljebaserte produkter. Fokuset på møtet var vekstutsiktene som drives av økt spesialisering i den eksisterende porteføljen og fjerning av flaskehalser i produksjonen. Dette vil lede til mer stabile marginer, men de presenterte imidlertid ikke noe nytt mål for marginene fremover.
- Autostore holdt kapitalmarkedsdagen hos en av klientene. Her kunne deltakerne oppleve Autostores utstyr i bruk. Selskapet hadde en god langsiktig visjon, men presenterte samtidig et profittvarsel for 2024. Vi ser gode muligheter for vekst i selskapets markedsandel, og vi har en overvekt i selskapet på 0,7 %. Vi vil imidlertid ikke øke vår investering ytterligere før vi ser klare tegn på et oppsving innen logistikksystemer.
- På kapitalmarkedsdagen presenterte Nordic Semiconductor ambisjonen om topplinjevækst på mer enn 20 % det neste tiåret, men indikerte relativt beskjeden kortsiktig vekst. Markedet reagerte negativt på guidningen og



selskapet stupte med 15 % på børs. Vi har likevel fortsatt tro på selskapets langsiktige potensiale og har derfor beholdt en overvekt på 1 %.

- MOWI overrasket markedet da de økte den målsatte produksjonen av fisk til 600 ktonn i 2029. Dette impliserer en organisk vekst på 20 %. Produksjonsøkningen vil fordeles med 50 % i Norge, 15 % i Skottland, 15 % på Island og 20 % andre steder.

Vi solgte vår investering i softwareselskapet Volue etter at det kom bud på selskapet på NOK 42. Arendals Fossekompani eier 60 % av selskapet og vi ser ingen sannsynlighet for et motbud. Det ble ikke gjort øvrige endringer i porteføljen i september.

C WorldWide Globale Aksjer Etisk falt med -0,2 % i september mens referanseindeksen MSCI All Countries World Index (ND) steg med 2,2 %.

Diskusjonen om vi står overfor en hard eller en myk landing fortsatte i finansmarkedene i september, samtidig kuttet den amerikanske sentralbanken (FED) renten for å sikre et fortsatt godt arbeidsmarked. Vi er mer opptatt av utviklingen på lang sikt og fokuserer i stedet på temaer som eksempelvis konsekvensene av den pågående digitale transformasjonen. I den sammenheng er vi opptatt av den forventede avkastningen på de ekstreme investeringene som gjøres i kunstig intelligens (AI). Disse investeringene i AI er drevet av konkurransen mellom de store globale teknologigigantene, og dynamikken mellom disse vil fortsette å spille en sentral rolle i markedene de neste kvartalene.

Blant de viktigste bidragsyterne til avkastningen i september var AIA Group, HDFC Bank og Amazon. Aksjekursen til AIA Group gjorde et byks på 25 %. Den skuffende avkastningen til AIA Group (og HDFC Bank) har vært en viktig årsak til mindreakstningen til fondet i år. I tillegg har vår beslutning om ikke å investere i Nvidia gitt et viktig negativt bidrag. Vi har vært skeptiske til finansielle institusjoner i utviklede land siden vekstgrunnlaget her er svakt. Dette resulterer i at finansselskaper må ta mer kredittrisiko dersom de ønsker å vokse, og konsekvensene av dette vil først bli synlige ved en resesjon. I år har imidlertid banker i utviklede land hatt en svært god utvikling, mens våre investeringer i HDFC og AIA Group som har et stort vekstpotensiale, ikke har klart å holde følge. Når det gjelder AIA skyldes den svake utviklingen at investorer har ønsket å vekte seg ned i selskaper med eksponering mot den kinesiske økonomien. I flere måneder i år har AIA vært blant de største negative bidragsyterne i fondet og dette har vært frustrerende for oss siden selskapet har levert svært solide resultater. I august førte imidlertid resultatfremleggelsen til en signifikant oppgang i aksjen. Inntjeningen fra selskapets nye virksomheter steg med 25 % i første halvår og i Kina med hele 36 %, drevet både av volumvekst



og bedre marginer. Før selskapet steg i verdi hadde det handlet på P/B på 2 og P/E på 11, de laveste nivåene siden Finanskrisen. Utviklingen i aksjekursen til HDFC Bank har vært flat i år som et resultat av den pågående fusjonen med HDFC. I september steg imidlertid aksjekursen med 25 % når selskapet omsider kunne vise til tall som viste ny vekst. Investorer har nå fokus på 2026 og forventer både bedre rentemarginer og vekst i utlån på 10-15 %.

De viktigste negative bidragsyterne i september var Novo Nordisk, Adobe og ASML. Etter ti måneder med positiv avkastning som er den beste utviklingen siden 2010, avtok den europeiske Stoxx 600 Healthcare Indeksen med mer enn 6 % i september. Nedgangen var primært drevet av Novo Nordisk, Astra Zeneca og Roche. Novo hadde den verste måneden siden 2016 med en nedgang på 16 %. Den svake utviklingen var et resultat av noe overdrevne forventninger til vekst i salget av Wegovy i tredje kvartal i lys av den ekstreme veksten på hele 38 % samme kvartal året før. I et lengre perspektiv anser vi fallet i september som en overreaksjon.

Når det kommer til endringer i porteføljen, bestemte vi oss i begynnelsen av september for å redusere vår overvekt i Microsoft, ASML og TSMC og i stedet øke overvekten i Nestlé og AIA.

C WorldWide Norden steg med 0,7 % i september mens referanseindeksen MSCI Nordic 10/40 var uendret på 0,0 %.

I september kom det profittvarsel fra ulike selskaper i Europa. I Norden kom disse fra blant annet Husqvarna og Dometic (varige konsumgoder), mens fra Europa var de mest bemerkelsesverdige fra tyske bilprodusenter som VW og BMW.

Vi deltok på flere kapitalmarkedsdager i september:

- Borregaard hadde kapitalmarkedsdag i Oslo. Selskapet er interessant siden det profiterer på trenden vekk fra oljebaserte materialer til avanserte og miljøvennlige biokjemikalier og biomaterialer som kan erstatte oljebaserte produkter. Fokuset på møtet var vekstutsiktene som drives av økt spesialisering i den eksisterende porteføljen og fjerning av flaskehalsen i produksjonen. Dette vil lede til mer stabile marginer, men de presenterte imidlertid ikke noe nytt mål for marginene fremover.



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

- Den finske heisprodusenten Kone presenterte en ny strategi med navn «Rise» for 2025-30 som fokuserte på: (1) den akselererende digitaliseringen som vil bety fundamentale endringer i tjenestesektoren, (2) moderniseringen av selskapet som vil gi nye vekstmuligheter, (3) hvordan ta markedsandeler innen privat eiendomsutvikling og (4) hvordan kutte karbonavtrykket.

- MOWI overrasket markedet da de økte den målsatte produksjonen av fisk til 600 ktonn i 2029. Dette impliserer en organisk vekst på 20 %. Produksjonsøkningen vil fordeles med 50 % i Norge, 15 % i Skottland, 15 % på Island og 20 % andre steder.

Porteføljen steg mer enn indeksen i september. Dette skyldtes vår signifikante overvekt i skadeforsikrings selskapet Tryg. I tillegg ga Munters og Atlas Copco et positivt bidrag.