

Mai 2025

Markedsrapport

Av makroanalytiker Svein Erik Førre
C WorldWide Asset Management Norge



Makrobildet

Trumps handelskriger fortsatte å dominere nyhetsbildet i mai, men bildet var av en general på en vikende front. Trumps «Liberation Day» den 2. april hadde vært en flopp. Den negative reaksjonen i finansmarkedene ledet til at det «handelspolitiske manifestet» hans ble underminert og de foreslåtte tariffene utsatt i 90 dager. Reaksjonene hadde svingt mellom vantro og frykt. Den enkle «teorien» bak utformingen av tariffene var absurd og rammet villkårlig. Ved å legge tariffen på praktisk talt «hele verden» var fraværet av forståelig strategi påfallende. I finansmarkedene hadde man håpet på en klargjørende strategi, i stedet presenterte Trump en «frigjøring» av USA som hadde mer til felles med Maos Kulturrevolusjon enn en industriell strategi.

Kretsen av isolasjonister rundt Trump ser ut til å ha et ønske om å gjenreise USA slik USA var i sine storhetsdager på 1960-tallet. De ser ikke at tiden da USA kunne legge premissene for global handel for lengst er forbi. De synes heller ikke ut til å forstå kompleksiteten i det globale industrielle nettverket som har utviklet seg gjennom 70 år. Det er sikkert mulig å reetablere industri i avindustrialiserte områder i USA, men dette krever en langsiktig fremtidsrettet strategi som er basert på fremtidig konkurranseevne. Kina har lyktes med dette etter å ha fulgt i fotsporene til Japan og Sør-Korea. Strategien har krevd en streng kontroll av finans-

systemet for å sikre industrirettet kreditt og et gradvis skifte av fokus fra arbeidsintensiv industri til tungindustri til kjemisk industri og så til slutt høyteknologisk industri. Trump synes å ønske å gå motsatt vei gjennom å beskytte stålindustrien bak høye tariffen, skjerme en allerede akterutseilt amerikansk bilindustri og tvinge frem produksjon av LNG-skip i USA. Fremfor å revitalisere vil dette lede USA ut i langvarig stagnasjon.

Reaksjonen i finansmarkedene kom momentant i april. Det som vakte størst bekymring var den kraftige oppgangen i lange statsrenter. Frykt for finanskrisen og resesjon spredte seg

og aksjemarkedene stupte. Renteoppgangen ble forsterket av at hedgefond dumpet statsobligasjoner for å ta ned risikoen. Dette var sannsynligvis årsaken til at tariffene innen 24 timer ble utsatt. For å dekke over denne fallitten skiftet Trump oppmerksomheten mot Kina som han anklaget for ikke å akseptere USAs ensidige rett til å pålegge tariffen. Da Kina svarte at de kom til å innføre tilsvarende tariffen på import fra USA, doblet Trump den foreslåtte tariffen. I løpet av noen dager steg tariffene dramatisk. USA økte tariffene fra 30 % til 145 % mens Kina «tit-for-tat» svarte med å øke tariffene på varer fra USA fra 25 % til 125 %. De ekstreme tariffene betydde i praksis en handelsblokade av industrielle produkter fra Kina til USA og av amerikanske jordbruksprodukter til Kina. Dette satte USA i en svært vanskelig situasjon. Mens Kina fint kunne klare seg uten soyabønner fra USA, ville USA ikke over natten kunne erstatte industrivarene fra Kina. Et enda større problem for USA var at Kina la ytterligere restriksjoner på eksport av mange sjeldne mineraler og metaller som den høyteknologiske og forsvarsindustrien i USA var helt avhengig av.

I løp av kort tid ble det gitt unntak fra de ekstreme tariffene både i Kina og USA. Administrasjonen i Det hvite hus innså imidlertid at det hastet å få til et handelspolitisk møte med Kina for å unngå tomme butikkhyller og nedstengninger i industrien. Etter et par uker lykkes det USA omsider å få Beijing på banen og i begynnelsen av mai møttes partene i Genève der de ble enige om å redusere de høye tariffene til 30 % og 25 % for henholdsvis USA og Kina. Det var liten tvil om at det var USA som hadde heist det hvite flagget. I løpet av noen få måneder hadde Trump avmytifisert USA som «den eksepsjonelle nasjonen». Han demonstrerte også at bjeffingen hans ikke stod i forhold til bittet. Trumps mange retretter gjorde sitt til at akronymet «TACO» (Trump Always Chickens Out) som ble konstruert av journalisten Robert Armstrong i Financial Times, ble en sannhet som resonerte sterkt i finansmarkedene. I slutten av mai demonstrerte Trump igjen TACO da han annonserte 50 % tariff på alle varer fra Eurosonen for så å trekke tariffen tilbake to dager senere. Kina hadde på sin side viste styrke ved å stå opp mot USA og en ufordelaktig handelsavtale. Kinas reaksjonsmønster var lite overraskende i lys av kinesisk historie. Opiumskrigen på 1800-tallet hadde endt i ufordelaktige handelsavtaler, kolonialisering og det kineserne betegner som «100 års ydmykelse». Kampen mot ufordelaktige handelsavtaler er en viktig del kommunistpartiets historiske narrativ og ikke minst kommunistpartiets legitimitet.

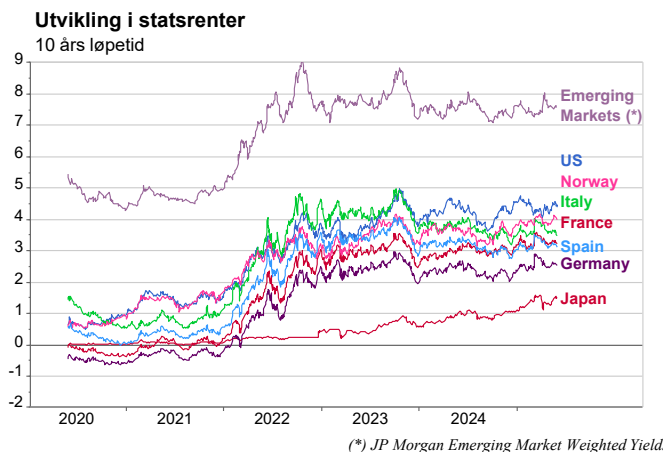
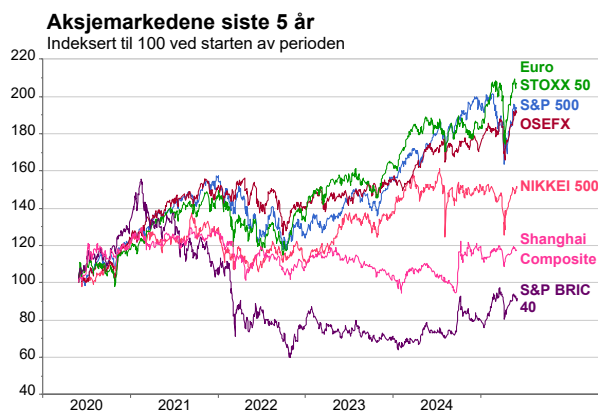
På samme måte som kommunistpartiet i Kina holder fast ved offerrollen ved å minne befolkningen om «100 års ydmykelse», forsøker Trump å skape en myte om at USA har vært offer for 70 års utnyttelse. Mens Kina kan peke på vestlig kolonihistorie er Trumps idé en ren forvrengning av virkeligheten. Realiteten er at det er USA som har vært hovedarkitekten og garantisten for det globale handelsregimet siden andre verdenskrig. Det å hevde at et lands handelsoverskudd med

USA er en tilsnikelse, er ekvivalent med å kjøpe en vare i en butikk for så i etterkant å anklage butikken for å ha solgt deg produktet. Juridisk er også Trump på tynn grunn. Trump har innført tariffene ved presidentmakt ved å nytte et lovverk som krever unntakstilstand. Han har dermed kunnet unngå en tidkrevende og usikker prosess med å få vedtatt tariffene i Kongressen. Stål, aluminium og biltariffene ble innført med basis i lovgivning som knyttet seg til nasjonal sikkerhet. Dette skjedde under Trumps første periode og ble fulgt opp av Joe Biden. Tariffene Trump påla Kina, Canada og Mexico i februar var basert på et mer sviktene grunnlag: ukontrollert immigrasjon og smugling av fentanyl. Lengst tøyde Trump strikken for utøvelse av presidentmakt da han grunnga «gjengjeldelses» tariffene i april med at et land hadde overskudd på handelsbalansen med USA. I slutten av mai erklærte en føderal domstol, «The US Court of International Trade» at «gjengjeldelses» tariffene var ugyldige. Det hvite hus anket dommen og foreløpig består tariffene inntil en ny dom i en høyere juridiske instans. De vil derfor i fravær av TACO tre i kraft 9. juli. Det hvite hus har allerede gjort det klart at det finnes alternativ lovgivning som også kan utnyttes til samme formål. Blant annet finnes det en paragraf i en «Trade Act» fra 1974 som gir presidenten mulighet til å innføre tariffen, men disse tariffene kan maksimalt å utgjøre 15 % og vil har en begrenset varighet på 150 dager, med mindre de ratifiseres i Kongressen.

Et av landene som står overfor de høyeste tariffene er Vietnam. Dette samsvarer overhodet ikke med USAs sikkerhetspolitiske interesser siden Vietnam har vært en viktig del av amerikansk næringslivs strategi for å diversifisere produksjonen bort fra Kina. Vietnam har dermed endt som den tredje viktigste eksportøren til USA og ble derfor straffet med en tariff på 46 %. Sikkerhetspolitikk er en viktig del av handelspolitikken til USA, og forsøket på å forhindre Kinas utvikling av høyteknologi må ses i lys av dette. Det USAs militære frykter er at Kina skal få et forsprang i utviklingen av kunstig intelligens (AI). USA har de siste årene kjempet en desperat kamp for å sikre at de har et forsprang på minst 2-3 år i utviklingen av AI. Dette forklarer hvorfor nyheten om Deepseek ble betegnet som et «Sputnik øyeblikk». USA har åpenbart ikke lyktes med å holde Kina tilbake teknologisk og strategien har faktisk vært kontraproduktiv idet det har forsterket Kinas insentiv til å gjøre seg uavhengig av «vestlig» teknologi. Trump fortsatte i mai å utvide restriksjonene på handel med teknologi med Kina gjennom å advare selskaper om å benytte microchips fra Huawei eller å selge chip design software til Kina samtidig som han kansellerte visum til kinesiske studenter. Det han ikke hadde regnet med var at kineserne svarte med å utvide restriksjonene på eksport av sjeldne mineraler og metaller til USA. Beijing vet dette er det viktigste kortet de har i handelskrigen med USA siden det vil ta tiår å bygge en slik industri utenfor Kina. I dag har Kina praktisk talt monopol siden de står for om lag 90 % utvinningen og prosesseringen av disse sjeldne råstoffene.

«The American Chamber of Commerce in China» har 75 % av selskapene i USA som er rammet av eksportrestriksjoner og kun tre måneder med lager før de må stenge ned aktiviteten. Det var derfor ikke overraskende at Trump i et nytt TACO øyeblikk i juni annonserte at han var villig til å lette på restriksjonene på salg av microchip dersom Kina på sin side letter på restriksjonene på eksport av sjeldne mineraler og metaller til USA. Kina kan faktisk legge enda mer press på USA ved utvide eksport restriksjonene til også inkludere viktige industrielle råvarer som titanium, magnesium og andre sjeldne lettere mineraler som de foreløpig ikke er underlagt restriksjoner. Dette er råstoffer som er helt nødvendige for produksjon av ultrasterke magneter, sterkere transistorer, energieffektive batterier og avanserte microchip.

Persepsjonen av en svekket Trump ledet til oppgang i aksjemarkedene i april og mai etter at han først ble ydmyket av finansmarkedene, deretter av kriser i næringslivet og til slutt gikk på et juridisk nederlag. Tatt i betrakning Trumps narcissistiske trekk var kanskje det verste å bli identifisert med TACO. Risikoen fremover er at tilbakeslagene vil gjøre Trump enda mer irrasjonell og utforutsigbar. Det gikk eksempelvis rykter om at hans beslutning om å doble tariffene på stål og aluminium fra EU fra 25 % til 50 % i juni kom etter å ha blitt konfrontert med akronymet TACO på en pressekonferanse dagen før.



Aksjemarkedet

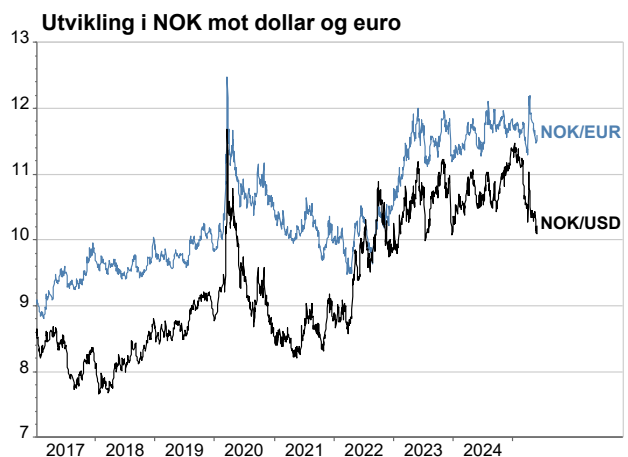
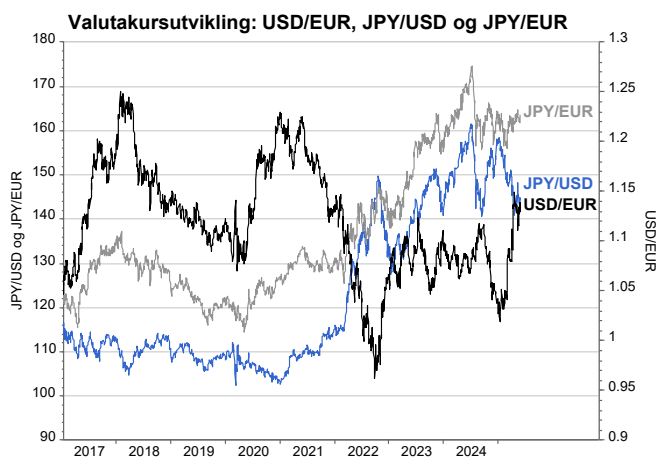
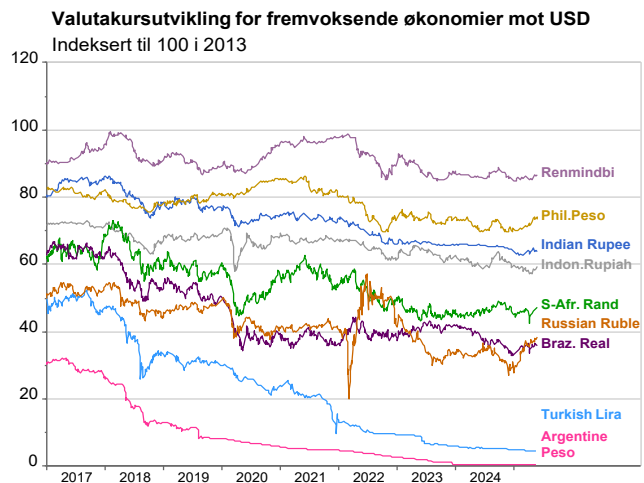
Det globale aksjemarkedet, målt ved MSCI All Countries i lokal valuta, fortsatte å stige med 5 % i mai. Den var en forlengelse av oppgangen som fulgte etter at Trump utsatte «gjengjeldelses»tariffene som han presenterte på «frigjøringsdagen» i begynnelsen av april. Oppgangen ble forsterket da Trump ble enig med Kina om å trappe ned handelskrigen noen hakk. Aksjemarkedet var kraftigst i USA som endte opp 6 %, mens det kinesiske aksjemarkedet steg 2 %. Vesteuropeiske aksjemarkeder steg med 4 % og er det ledende aksjemarkedet i år med en oppgang på 8 %, mens aksjemarkedet i USA var opp 1 %. Kina var uendret. Nedtrapingen av handelskrigen og synet på Trump som «en som raskt gir seg» i konfliktsituasjoner ledet til en rotasjon inn i sykliske sektorer i mai. IT-sektoren steg mest med en oppgang på 8 %, mens industrisektoren steg med 7 %, i likhet med diskresjonært konsum. De svakeste sektorene var helse (-2 %), energi (+1 %) og stabile konsumvarer (+2 %).

Rentemarkedet

Trump fortsatte å sjikanere sentralbanksjefen i USA i mai for ikke å kutte styringsrenten, men Trump ser sannsynligvis verdien av Jay Powell som syndebukk dersom handelskrigen utløser en resesjon i USA. Han har i hvertfall sagt at han ikke lenger har intensjon om å sparke ham. Til tross for at Trump reverserte de ekstreme tariffene på kinesiske produkter fra 145 % til 30 % er de betydelig høyere enn før, og vil derfor lede til høyere priser i USA. Forventninger om økt inflasjon var sannsynligvis den viktigste årsaken til at lange renter i USA steg 24 basispunkter til 4,39 %. En annen medvirkende årsak var økt risikoaversjon etter de massive skattekuttene som Trump fikk gjennomslag for i Representantenes Hus. Dersom disse blir godkjent i Senatet vil skattelettelsene forverre USAs gjeldsposisjon med \$3,3 trillioner de neste 10 årene. Vedtaket førte til at kredittrating byrået Moodys omsider fulgte etter S&P og Fitch ved å kutte ratingen til USA fra AAA til AA. Oppgangen i statsrentene i USA spredte seg over Atlanterhavet og førte til at høyere rentenivåer også i Europa. Tilsvarende tyske og norske statsrenter steg henholdsvis 6 og 11 basispunkter til 2,51 % og 3,98 %.

Valutamarkedet

Mai var en relativt rolig måned i valutamarkedet. Dollaren var uendret mot euro på 1,14, og styrket seg litt mot japanske yen fra 142,6 til 144,3. Kinesiske yuan endte opp med å styrke seg mot dollar fra 7,26 til 7,20, etter å ha svekket seg til 7,36 i midten av mai, før beslutningen om å trappe ned handelskrigen ble tatt. Norske kroner styrket seg litt både mot dollar og euro fra henholdsvis 10,37 til 10,22 og 11,79 til 11,60.



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 oppgangen har delvis blitt reversert i takt den tiltakende handelskrigen med USA. Den 2. april presenterte Trump et manifest for utforming av tariffen som sjokkerte markedene i den grad at han ble tvunget til å utsette dem i 30 dager. Unntaket var Kina. I løpet av mai eskalerte først Trump handelskonflikten med Kina før han to uker senere kom til en slags enighet med Kina om å redusere dem igjen fra 145 % til 30 %. I finansmarkedene har man nå sett et mønster der Trump går kraftig ut med trusler og skyhøye tariffen som blir utsatt fordi de skaper sterke negative markedsreaksjoner. I mai ble dette fenomenet kjent som TACO (Trump Always Chickens Out). Det er likevel grunn

til å tro at Trumps handelskriger har gitt varig skade på USAs omdømme. 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). En viktig årsak til dette var også synet på USA som «den eksepsjonelle nasjonen». Etter å ha nå nådd svært luftige nivåer har kombinasjonen av Trump og konkurransen fra DeepSeek i Kina ført til at investorer er mer skeptiske til videre aksjekursvekst. Generelt befinner vi oss i en situasjon der aksjemarkedene er priset høyt og veksten fremover forventes å avta, det er også en betydelig økt sannsynlighet for resesjon i USA i år. Høye tariffen innebærer høyere priser og kostnader som vil bety en ytterligere inndragning av kjøpekraft for amerikanske og europeiske husholdninger. Det er derfor ventet 3-4 ytterligere rentekutt i USA og i Eurosonen i år.

Avkastningstall

Avkastning Aksjefond	Mai		HiÅ	
	Fond	Indeks	Fond	Indeks
C WorldWide Norden	2,2	1,9	-0,2	2,3
C WorldWide Stabile Aksjer	0,4	-1,5	1,1	-2,8
C WorldWide Emerging Markets	0,3	-0,4	-10,1	-4,7
C WorldWide Norge	-0,7	-1,0	3,1	4,9
C WorldWide Healthcare Select	-1,7	-5,6	-15,0	-8,3
C WorldWide Globale Aksjer Etisk	-2,2	-0,5	-12,6	-8,8
C WorldWide Globale Aksjer	-2,9	-0,5	-12,8	-8,8
C WorldWide Asia A	-3,6	-0,9	-11,3	-6,2

Aksjeindekser (lok. valuta)	Mai	Hittil i år	Siste år
Composite (Indonesia)	6,0	1,4	-1,1
SENSEX(India)	1,5	4,2	10,2
IBX 50 (Brasil)	1,3	12,1	11,2
MSCI I USD (Øst-europa)	1,8	25,1	19,8
S&P Technology (USA)	10,8	-1,8	13,9
DAX 30 (Tyskland)	6,7	20,5	29,7
Nikkei 225 (Japan)	5,3	-4,8	-0,2
Nasdaq Comp (USA)	9,6	-1,0	14,2
Kospi (Sør-Korea)	4,7	9,6	-2,0
Nasdaq Biotech. (USA)	-4,3	-5,4	-7,0
Hex (Finland)	4,4	10,4	2,3
S&P 500 (USA)	6,2	0,5	12,9
MSCI i USD (Verden)	4,1	-6,3	9,6
FTSE 100 (UK)	3,3	7,3	6,6
OSEFX	5,3	10,4	10,4
MSCI Europa (USD)	3,6	8,1	4,8
Taiwan 50 (Taiwan)	5,7	-8,0	4,7
OMX Stockholm	1,9	-0,6	-3,8
Shanghai Composite (Kina)	2,1	-0,1	8,3
CAC 40 (Frankrike)	2,1	5,0	-2,8
KFX (Danmark)	5,4	-11,0	-28,4
Dow Jones (USA)	3,9	-0,6	10,9
Straits Times (Singapore)	1,4	2,1	15,0
Hang Seng (Hong Kong)	5,3	16,1	27,8
ISE National 100 (Tyrkia)	-0,6	-8,2	-13,9

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 4,68 % i mai, mens referanseindeksen steg med 5,25 %.

I mai spredte det seg et nytt akronym i aksjemarkedene, TACO («Trump Always Chickens Out»), etter at Trump fortsatte å utsette tolltariffer som han enten hadde truet med eller nylig implementert. Den 12. mai kom Trump til enighet med Kina om å utsette de ekstreme tariffene på kinesisk import på 145 % i 90 dager. I mellomtiden ble tariffen satt til 30 %. Kina svarte med å redusere tariffene på varer fra USA tilsvarende. Den 25. mai erklærte Trump at han ville utsette den varslede tollen på 50 % på varer fra EU som han kun to dager tidligere hadde «anbefalt». Det skapte også en viss lettelse i finansmarkedene da Trump samtidig møtte motbør i rettssystemet etter at en føderal domstol erklærte at de fleste av Trumps tollvedtak var ugyldige (en anke domstol gjeninnførte tollene allerede dagen etter, og saken skal nå prøves høyere opp i rettssystemet). Administrasjonen i Det hvite hus har allerede varslet at det

finnes andre måter å utnytte unntakslovgivningen i USA på, slik at de kan fortsette å omgå Kongressen når de pålegger tariffen. Effekten av tollsjokket har ennå ikke nådd forbrukerne. Det vil ta ytterligere noen måneder før varer med tollpåslog når butikkskylene og dette forklarer hvorfor «harde» makrotall i USA i liten grad er påvirket av handelskrigen. Dette kommer til å endre seg i andre halvdel av 2025. Det globale makrobildet er derfor svært usikkert.

Den viktigste nyheten fra Norge i mai var det høye produksjonsnivået av oppdrettsfisk globalt. Vi har sett en volumvekst på 20 % sammenlignet med året før, men samtidig har fallende spotpriser presset marginene. Spotprisene nærmer seg nå kostnadsnivået til de mest kostnadsintensive oppdretterne. Sektoren har falt 20 % på børs siden toppen i januar. Vi tror likevel at det langsiktige bildet er positivt. Overproduksjonen forventes å bli absorbert, ettersom oppdrettsfisk nå er prisgunstig sammenlignet med andre proteinkilder som svin, storfe og kylling.

En viktig nyhet var Orklas kapitalmarkedsdag som i hovedsak hadde en pedagogisk karakter. Hovedbudskapet var at selskapet er i rute med å nå sine overordnede mål. Vend Marketplaces (tidligere Schibsted) kunngjorde at de vil motta 336 millioner euro fra Adevinta. Det ekstraordinære utbyttet kommer etter at Adevinta har gjennomført en ny gjeldsfinansiering og solgt sine eierandeler i Distilled (Irland) og Willhaben (Østerrike). Vend har til hensikt å returnere provenyet til aksjonærene, men tidspunkt og format vil først bli annonsert senere. Mindreavkastningen mot referanseindeks i mai skyldes i stor grad overvekt i oppdrettssektoren og vår

kontantandel på 7 % i starten av måneden. På den positive siden bidro investeringen i Nordic Semiconductor positivt.

Vi opprettholder en overvekt på 3 % i oppdrettssektoren, men har redusert investeringen i Salmar og økt eksponeringen i Bakkafrøst. Ved inngangen til mai hadde vi en kontantandel på nær 7 %, men vi har investert deler av dette i økte posisjoner i Borregaard, DNB Bank, Equinor, Frontline, Gjensidige, Mowi, Nordic Semiconductor, Orkla og Vend Marketplaces. Ved utgangen av mai var kontantandelen redusert til 4,0 %.

C WorldWide Globale Aksjer Etisk

C WorldWide Globale Aksjer Etisk steg med 3,88 % i mai, mens referanseindeksen steg med 3,45 %.

Til tross for mye volatilitet var mai en positiv måned for globale aksjer. Globale aksjemarkeder steg kraftig da USA og Kina ble enige om å redusere tariffene fra henholdsvis 145 % til 30 %, og 125 % til 10 % i 90 dager fra 12. mai. Den europeiske sentralbanken gjennomførte sitt syvende rentekutt i denne syklusen, mens den amerikanske sentralbanken holdt renten uendret. Det amerikanske aksjemarkedet ledet an i oppgangen drevet av en sterk rekyl innen teknologi og kommunikasjon.

Blant de største bidragsyterne til avkastningen i mai var Microsoft, TSMC og Amazon. Microsofts rapport for tredje kvartal overgikk forventningene. Omsetningen økte med 15 % sammenlignet med året før, drevet av sterk etterspørsel etter skytjenesten Azure som vokste med 35 % på årsbasis. TSMC fortsatte oppgangen etter tollsjokket som rystet finansmarkedene i april – bedret forhold mellom USA og Kina bidro trolig til økt investoroptimisme. Amazons aksjekurs steg kraftig etter at tollsatsene på kinesiske varer ble redusert. Estimer antyder at så mye som 60 % av tredjepartsleverandørene på Amazon er kinesiske.

Blant de største negative bidragsyterne var Thermo Fisher og Fiserv. Ved utgangen av april nedjusterte Thermo Fisher sine fremtidsutsikter som følge av økte tollsatser, makroøkonomisk usikkerhet og svakere etterspørsel innen analytiske instrumenter og genomikk. Fiservs finansdirektør uttalte at volumveksten i andre kvartal for det skybaserte betalings-systemet Clover vil være tilsvarende som i første kvartal. Siden markedet forventet akselerasjon falt aksjekursen med 16 %.

Vi etablerte i mai en posisjon i Intercontinental Exchange (ICE). ICE er en diversifisert tilbyder av finansiell infrastruktur og teknologi med virksomhet innen energi, aksjer, obligasjoner og boliglån. Selskapets strategi er fokusert på digitalisering av markeder og verdiskaping gjennom dataanalyse og referanseindekser. ICE nyter godt av økt volatilitet og av den digitale transformasjonen siden de muliggjør en bedre utnyttelse av økonomiske data. ICE er global markedsleder innen energiderivater og har en sterk posisjon i finansielle futures og NYSE-noteringer. Obligasjonssegmentet (25 %) drar nytte av overgangen til elektronisk obligasjonshandel, mens boligkredittdivisjonen (22 %) er en dominerende plattform som dekker opprinnelse, forvaltning og infrastruktur.

Vi solgte Fiserv, som vi kjøpte i mars 2021 for eksponering mot “fra kontanter til kort”-temaet. Den gang var vi spesielt positive til Clover, Fiservs betalings- og forretningsplattform som vi vurderte til å ha et differensiert tilbud sammenlignet med konkurrentene, men i det siste har svakere makroøkonomiske forhold, økt konkurranse og metning i markedet svekket markedsutsiktene for selskapet. Volumveksten for Clover har særlig avtatt. Vi var i økende grad usikre på om Clover vil klare å opprettholde sin posisjon i et marked i så rask endring. Siden kjøpet har Fiservs aksjekurs steget med 65 %, i tråd med inntjeningsveksten og dobbelt så mye som oppgangen i MSCI AC indeksen.

C WorldWide Norden

C WorldWide Norden steg med 2,30 % i mai, mens referanseindeksen steg med 3,03 %.

I mai spredte det seg et nytt akronym i aksjemarkedene: «TACO» (Trump Always Chickens Out). Globale aksjer steg etter at Trump bekreftet sannhetsgehalten i dette akronymet da han fortsatte å utsette tolltariffer som var varslet eller nylig implementert: 12. mai kom Trump til enighet med Kina om å utsette de ekstreme tariffene på kinesisk import på 145 % i 90 dager, i mellomtiden vil de utgjøre 30 %. Han fulgte opp med å utsette den varslede tollen på 50 % på varer fra EU til den 25. mai. Han hadde «anbefalt» den kun to dager tidligere. Samtidig skapte det lettelse i finansmarkedene da Trump møtte motbør i rettssystemet etter at en føderal domstol erklærte at størsteparten av Trumps tollvedtak var ugyldige selv om tollen ble gjeninnført av en ankeinstans allerede dagen etter. Trumps administrasjon presser grensene for bruken av unntakslovgivning og de har allerede varslet at det finnes måter å nytte unntakslovgivning for å pålegge tariffers dersom dagens tariff blir erklært ugyldig av høyesterett. Effekten av tollsjokket har ennå ikke nådd forbrukerne siden det vil ta ytterligere noen måneder før varer med tollpåslag når butikkhyllene. Foreløpig er derfor «harde» makrotall i USA i liten grad påvirket av handelskrigen. Dette vil endre seg i andre halvdel av 2025, og det globale makrobildet fremover er derfor svært usikkerhet.

Den største nyheten fra våre selskaper i mai var oppsigelsen av Novo Nordisks CEO, Lars Fruergaard Jørgensen. Prosessen rundt avsettelsen kan ikke beskrives som god selskapsstyring. Den ble ikke tatt av styret i Novo Nordisk, men av Lars Rebien Sørensen, styreleder i Novo Fonden (hovedaksjonær i Novo Nordisk). Novo Nordisk leter nå etter en ny CEO som kan håndtere utfordringene selskapet står overfor i det amerikan-

ske markedet – blant annet konkurransen fra apoteker som blander egne varianter av medisiner og svak kommunikasjon rundt det nye fedmemiddelet CagriSema. Aksjekursen var upåvirket av oppsigelsen.

Porteføljen vår underpresterte noe i mai hovedsakelig fordi vi var undervektet i innenlandsorienterte nordiske sektorer som banker, kraftselskaper og teleoperatører, og overvektet i selskaper med global tilstedeværelse som kapitalvareselskaper.

På selskapsnivå bidro det islandsk-danske medtekselskapet Embla Medical positivt etter bedre enn forventede resultater for første kvartal. På den annen side bidro Invisio, GN Store Nord og Spotify negativt til avkastningen.

Vi gjorde noen justeringer i porteføljen i løpet av mai. Vi solgte investeringen i det finske livsforsikrings- og kapitalforvaltningsselskapet Mandatum. Investeringen ble gjort i september 2023 da Mandatum ble skilt ut fra Sampo til en aksjekurs på rundt 3,30 EUR og vi solgte aksjene for cirka 6,15 EUR. Selv om vi fortsatt liker selskapet, mener vi verdsettelsen er for høy (P/E 20, mot et snitt på 15–16 i sammenlignbare selskaper).

Inntektene fra salget av Mandatum ble reinvestert i Danske Bank og det nordiske skadeforsikringsselskapet Tryg. Vi økte samtidig vår posisjon i Embla Medical etter at selskapet leverte sterke resultater for første kvartal. Vår kontantandel var nær 8 % ved inngangen til mai men ved at vi økte våre investeringer i eksisterende beholdninger som Novo Nordisk, UPM-Kymmene, Borregaard, Yara, ABB og Volvo, var kontantandelen redusert til 4,3 % per utgangen av måneden.





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