



# MARKEDSRAPPORT

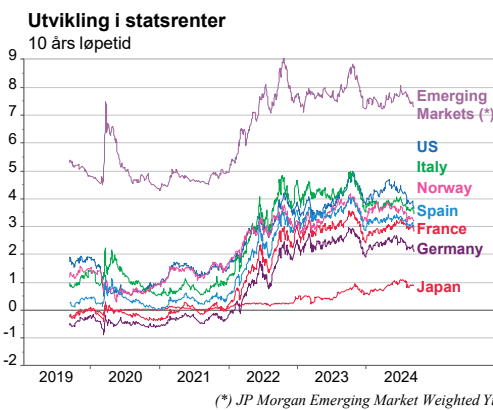
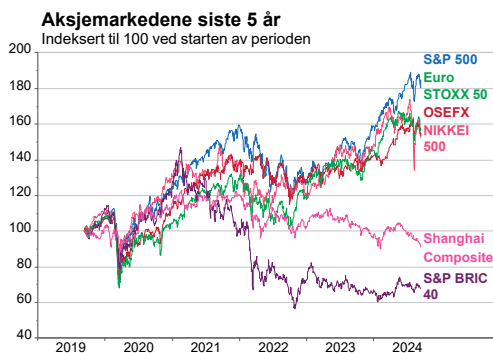
Av makroanalytiker Svein Erik Førre  
C WorldWide Asset Management Norge

## August 2024

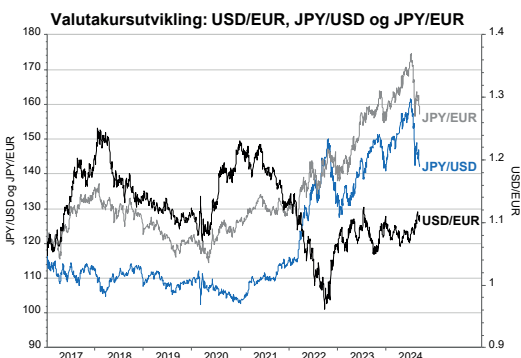
### Makrobildet

På mindre enn 30 dager var vi vitne til et skifte i konsensus i finansmarkedene fra tro på en «soft landing» til frykt for resesjon og behov for krisekutt i styringsrentene, og så tilbake til tro på en «soft landing». I løpet av denne perioden falt og steg globale aksjemarkeder. MSCI All Countries endte tilslutt på et nytt rekordnivå etter å ha steget 3 % i lokal valuta (målt i norske kroner falt indeksen). Resesjonsfrykten slapp taket da den amerikanske sentralbanken sa noen beroligende ord om rentekutt samtidig som andre tilkomne makrotall tegnet et mer sammensatt bilde av situasjonen i USAs økonomi. Investorer konkluderte til slutt med at litt mer årvåkenhet var på sin plass, men at å basere et resesjonsvarsel på én observasjon fra en tidserie som er kjent for sine hyppige og signifikante revisjoner (non-farm payrolls) er lite rasjonelt.

Investorer hadde våknet brått, og de var igjen blitt oppmerksomme på det svake vekstpotensialet, ikke bare i vestlige økonomier, men også i Kina, og erkjente sårbarhet i det globale finansielle systemet som er preget av år med eksperimentell pengepolitikk. Siden finanskrisen i 2008 har kombinasjonen av nullrenter og ekstrem likviditetstilførsel i finansmarkedene ledet til at aksjemarkedene har blitt helt dekoblet fra realøkonomien. Selv om styringsrentene har blitt hevet kraftig, er de kvantitative innstrammingerne knapt begynt. Ekstremt ekspansiv finanspolitikk i kjølvannet av koronapandemien har gitt en midlertidig vekstimpuls som har holdt resesjonen på avstand. Forbrukere har blitt skjermet mot høy prisvekst og dramatisk høyere rentenivåer. Nå er imidlertid denne ekspansive finanspolitikken i ferd med å bli kontraktiv fordi krisepakken er brukt opp. Ingen vet hvordan dette negative sjokket kommer til å ramme allerede sårbare nasjonaløkonomier. De fortsatt høye rentenivåene betyr at risikoen er stor for at sentralbanker som er redde for å trå feil ender opp bak rentekurven. Rentepolikk virker over tid og den fulle effekten er først synlig etter flere måneder, i enkelte tilfeller flere år. Et kompliserende element er at både tidsaspektet og rentesensitiviteten varierer mellom land. I land som Norge, der flertallet av husholdninger har flytende rente på boliglånene, merkes økte styringsrenter umiddelbart for befolkningen. I USA har derimot flertallet av boligeiere fastrentelån med opp mot 30-års bindingstid og effekten av økte styringsrenter vil dermed ha mindre innvirkning på forbruket. Felles for Norge og USA er imidlertid at nybygg av boliger har stoppet opp og at førstgangskjøpere er priset ut av boligmarkedet.

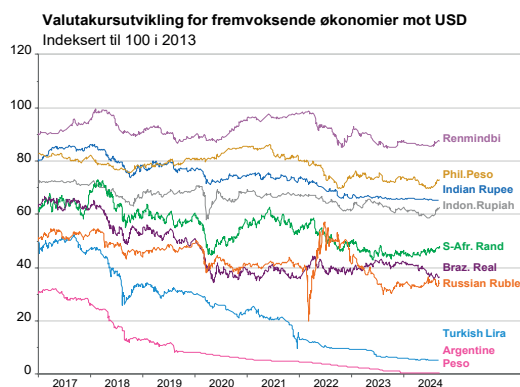
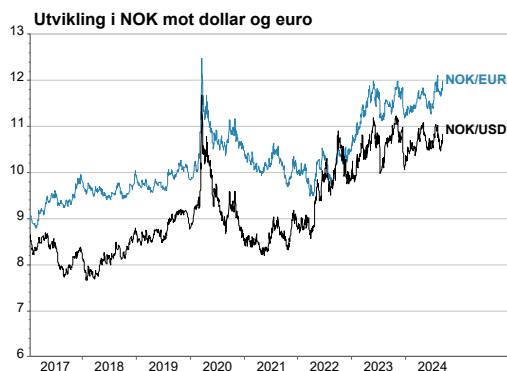


(\*) JP Morgan Emerging Market Weighted Yields





markedsføring  
markedsføring



Vekstbildet globalt kompliseres ikke bare av store skift i rentepolitikken, men av store endringer i dynamikken i verdensøkonomien de siste årene. Siden 2001 har Kina gitt det viktigste vekstbidraget til verdensøkonomien, men befinner seg nå i en dyp strukturell krise som følge av kollapsen i eiendomsmarkedet. I «vesten» er industrien i krise, noe som har ledet til økende proteksjonisme overfor kinesiske produsenter. Dette rammer global handel som var en viktig vekstdriver i verdensøkonomien inntil for få år siden. Industrien globalt er i resesjon både i USA og i Eurosonen. Et viktig eksempel er bilindustrien som i tiår har vært preget av overkapasitet. Dette har blitt enda mer prekært etter det dramatiske teknologiskiftet som nå finner sted og leder til store strukturelle problemer. Strøm av kinesiske el-biler truer hele den europeiske bilindustrien som også sliter med høye energikostnader, mens USA forsøker å skjerme seg med tolltariffer på 100 %. Tollbarrierene som etableres vil imidlertid neppe kunne demme opp for de langt mer produktive og innovative kinesiske bilprodusentene. Dessuten står kineserne klare med motreaksjoner som rammer andre industrier. Eksempelvis trues nå den viktige eksporten av svinekjøtt fra Spania til Kina med straffetoll.

Den lave risikoaversjonen som har preget finansmarkedene siden begynnelsen av dette året er oppsiktsvekkende i lys av all usikkerheten som preger vekstutsiktene. Fra begynnelsen av året og frem til panikkangsten grep om seg noen dager i begynnelsen av august, har finansmarkedene befunnet seg på en rosa sky av optimisme. Resesjonsangsten som preget 2023 har på magisk vis vært fraværende. Dette til tross for at den inverterte rentekurven, den beste ledende indikatoren på en forestående resesjon i USA, har lyst rødt i nær to år med uforminskert intensitet. Det kan virke som det ekstreme sjokket koronapandemien utgjorde for verdensøkonomien og de uforutsigbare konsekvensene ikke bare har ledet til at makroøkonomiske modeller har blitt forkastet, men at det har skapt en så fundamental usikkerhet at den eneste måten å håndtere denne på er å ignorere den.

Sentralbankene har lagt sine makroøkonomiske modeller til side og sluttet å komme med renteprognooser. I stedet baserer de pengepolitikken på ad hoc-analyser som kun er kvalifiserte gjetninger basert på sist inkomne makrodata. Investorer må i sin tur forsøke å gjette seg til sentralbankens gjetninger, mens makroøkonome kjemper om spalteplass med click-bait renteprognooser og påtatt skråsikkerhet. Resultatet er store forventnings-skift i markedene, både med hensyn til pengepolitikken som vil bli ført og vekstutviklingen, der konsensus svinger mellom tro på en soft landing, no landing og resesjonsfrykt, og tilbake igjen. De mange resesjonsvarslene som lød i finansmarkedene i 2023 gjorde til slutt investorene numne, akkurat som landsbyfolket da gjeterguttungen ropte om ulv i Æsops fabel. Da resesjonsvarselet lød igjen nå i august var dette første gang siden høsten



markedsføring markedsføring

## Avkastningstall

Avkastning Aksjefond	August		HiÅ	
	Fond	Indeks	Fond	Indeks
C WorldWide Healthcare Select	3,0	1,6	18,3	20,5
C WorldWide Stabile Aksjer	0,7	0,8	19,4	18,2
C WorldWide Globale Aksjer	0,5	-1,2	17,3	19,9
C WorldWide Asia A	-0,1	-1,7	17,2	15,5
C WorldWide Aksje Norden	-0,1	0,6	15,2	14,8
C WorldWide Globale Aksjer Etisk	-0,2	-1,2	16,5	19,9
C WorldWide Emerging Markets	-0,4	-2,1	9,9	13,3
C WorldWide Aksje Norge	-1,0	-1,5	13,2	12,1

Aksjeindekser (lok. valuta)	August	Hittil i år	Siste år
IBX 50 (Brasil)	6,5	3,1	17,1
Composite (Indonesia)	5,7	5,5	9,9
Hang Seng (Hong Kong)	3,7	5,5	-2,1
Hex (Finland)	2,7	1,5	4,0
S&P 500 (USA)	2,3	18,4	25,1
DAX 30 (Tyskland)	2,2	12,9	19,4
Dow Jones (USA)	1,8	10,3	19,1
CAC 40 (Frankrike)	1,3	1,2	4,6
S&P Technology (USA)	1,2	26,5	38,2
MSCI Europa (USD)	1,1	9,2	13,1
Nasdaq Biotech. (USA)	0,8	11,7	17,6
SENSEX (India)	0,8	14,0	26,0
KFX (Danmark)	0,7	20,0	24,8
Nasdaq Comp (USA)	0,6	18,0	26,4
Taiwan 50 (Taiwan)	0,2	34,5	45,3
FTSE 100 (UK)	0,1	8,3	12,2
OMX Stockholm	0,0	11,1	23,5
Straits Times (Singapore)	-0,3	4,7	5,6
MSCI i USD (Verden)	-0,7	20,5	22,7
Nikkei 225 (Japan)	-1,2	15,5	18,2
MSCI i USD (Øst-europa)	-1,3	4,0	15,8
OSEFX	-1,5	12,1	16,5
Shanghai Composite (Kina)	-3,3	-4,5	-9,3
Kospi (Sør-Korea)	-5,2	0,5	6,8
ISE National 100 (Tyrkia)	-7,6	31,6	22,1

2023. I mellomtiden hadde konsensus i finansmarkedene skiftet til det tvilsomme mantraet «This time is different!». Rentesjokk til tross, USAs økonomi kommer til å klare seg utmerket!

Den amerikanske sentralbanksjefen som hadde blitt latterliggjort for å ha kalt den amerikanske inflasjonen i 2021 for uproblematisk og forbigående, var nå helten som ikke bare hadde jaget bort inflasjonsspøkelset, men også lyktes med å styre USAs økonomi inn for en svært myk landing. Det er imidlertid på sin plass med en liten advarsel. Det er et kjent fenomen i finansmarkedene at i månedene eller årene før dramatiske markedsfall vil volatiliteten avta signifikant. Men akkurat når alt er på sitt roligste og risikoaversjonen er nær fraværende, inntreffer det såkalte Minsky momentet og alt er plutselig i fritt fall. Minsky momentet inntraff ikke i begynnelsen av august slik mange så ut til å frykte, heller ikke i begynnelsen av september. Det som imidlertid er sikkert er at investorer ikke lenger sover like godt som i sommer.

## Aksjemarkedet

Det globale aksjemarkedet målt ved MSCI All Countries i lokal valuta steg med 3 % i august. Beste aksjemarked i august var nok en gang det brasilianske som steg med 7 %. Det brasilianske aksjemarkedet har vært ett av de svakeste i år og har til tross for oppgangen i august kun steget med 1 %. Bakgrunnen er bekymring for at den ekspansive finanspolitikken som føres vil lede til høy inflasjon, samtidig som et høyt og vedvarende budsjettunderskudd skaper bekymring for Brasils gjeldsgrad som allerede er høy sammenliknet med andre fremvoksende økonomier (den utgjør 76 % av BNP). Aksjemarkedet i USA endte opp 2 % målt ved S&P500 til tross for det kraftige aksjemarkedsfallet i begynnelsen av måneden. Vesteuropiske markeder steg også med 2 %. Oslo Børs var en av de svakeste børsene med et OSEFX-fall på 1 %, kun det kinesiske aksjemarkedet utviklet seg svakere med et fall på 3 %. IT-sektoren hentet seg inn i igjen i august og var igjen beste sektor med en oppgang på 4 % i løpet av måneden og har totalt steget med 24 % i år. Nest beste sektor var finans som steg med 4 % og som dermed er opp 19 % i år.

## Rentemarkedet

Den amerikanske sentralbanksjefen signaliserte i slutten av august at han står klar til rentekutt i september, dette var for lengst konsensus i rentemarkedet. Bakgrunnen for at han vil kutte er at han anser at risikoen for en svekkelse i arbeidsmarkedet har økt. Jerome Powells budskap var at antall rentekutt resten av året vil avhenge av strømmen av makrodata,



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.

men at sentralbanken vil gjøre alt den kan for å sikre et sterkt arbeidsmarked i en situasjon der risikoen for økende inflasjon igjen har avtatt. I finansmarkedene er det nå priset omlag 35 % sannsynlighet for et kutt på 0,5 prosentpoeng i september, og et samlet kutt på i underkant av 1 prosentpoeng innen utgangen av året. Den europeiske sentralbanken kuttet renten med 25 basispunkter i juni og kuttet renten ytterligere med 25 basispunkter i midten av september. Det er ventet ytterligere ett rentekutt innen utgangen av året. På møtet 14. august 2024 besluttet Norges Bank å holde styringsrenten uendret på 4,5 prosent og signaliserte ingen rentekutt i år. Dette vil raskt kunne endre seg dersom det kommer signifikante rentekutt i USA og Eurosonen de neste månedene. I USA er styringsrenten nå på 5,25-5,5 %, mens styringsrenten i Eurosonen er 3,75 %. 10-års statsrente i USA falt i august med ytterligere 14 basispunkter til 3,92 % i august. I Norge og Tyskland endret tilsvarende renter seg med -15 og -3 basispunkter til henholdsvis 3,3 % og 2,3 %.

## Valutamarkedet

August var preget av generell dollarsvekkelse etter at markedet tilpasset seg signalene om rentekutt i USA. Yenen startet å styrke seg kraftig mot dollar i juli og fortsatte i august med ytterligere 3 prosentpoeng og endte på 145,6. Kinesiske yuan styrket seg også mot dollar fra 7,23 til 7,09. Euro styrket seg også mot dollar fra 1,08 til 1,11 til tross for at forventningene til rentekutt også økte i Eurosonen. Norske kroner endte litt sterkere både mot dollar og euro på henholdsvis 10,59 og 11,72.

## 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 profitt 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 «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 lettelser, dette vil i hvertfall på kort sikt gi et nytt løft i aksjemarkedene.

## Fondskommentarer

**C WorldWide Norge** falt med -1,0 % i august, mens referanseindeksen, OSEFX, falt med -1,5 %.

August var preget av betydelig volatilitet i globale finansmarkeder, hovedsakelig på grunn av noe svakere enn forventede arbeidsmarkedstall i USA. Frykten for resesjon vendte tilbake og ledet til nedgang i globale renter og kraftige aksjemarkedsfall den første uken av august. Panikken gikk imidlertid raskt over og markedsfallet ble reversert da andre makrotall viste stabil vekst i detaljhandelen. Den 23. august, under sentralbankkonferansen i Jackson Hole, Wyoming, erklærte den amerikanske sentralbanksjefen Jerome Powell at kampen mot inflasjonen var vunnet og antydte at rentene nå ville kunne kuttes. Da hadde troen på en «soft landing» for lengst vendt tilbake.

Vi har nå gjennomgått kvartalsresultatene for alle selskapene i porteføljen, og planlegger å delta på de mest relevante kapitalmarkedsdagene fremover.

I august rapporterte den norske sjømatsektoren sine andrekvartalsresultater som bar preg av biologiske utfordringer. Disse inkluderte uvanlig mange angrep av neslemaneter, et atypisk høyt antall ISA-utbrudd (infeksiøs lakseanemi) og økt påvirkning av lakselus på grunn av unormalt varmt sjøvann. Disse problemene ble imidlertid ansett som midlertidige, og vi økte derfor vår eksponering mot sektoren. Overvekten økte fra 1 % til 1,8 % etter at vi kjøpte oss opp i Salmar og Bakkafrost. Etter et relativt svakt andrekvartal anser vi at disse selskapene nå har en god risiko/avkastningsprofil.

I shippingsektoren offentliggjorde Hafnia og Frontline sine kvartalsresultater. Tankredederiet Hafnia leverte bedre resultater enn forventet og det antas at dette vil lede til økt utbytte i tredje kvartal. Selskapet er optimistisk med tanke på markedsutsiktene og kan vise til høy etterspørsel drevet av lengre transportavstander og endrede raffinerilokasjoner. Selv om transport over Rødehavet gjenopptas tror vi at de fundamentale markedsforholdene vil forbli fordelaktige. Frontline leverte på sin side noe skuffende resultater som følge av svakere enn ventet VLCC-rater (Very Large Crude Carriers), men vi forventer høyere og mer stabile rater fremover.



Autostore, et selskap innen robotikk og lagerautomatisering, presenterte skuffende kvartalsresultater. Vi har likevel tro på at Autostore med sin velprøvde teknologi bør kunne dra nytte av den sterke globale trenden innen lagerautomatisering. Etter resultatfremleggelsen benyttet vi oss derfor av svakheten i aksjekursen til å øke vår overvekt fra 0,2 % til 0,7 %.

På Gjensidiges kapitalmarkedsdag kunne forsikringsselskapet vise til forbedret lønnsomhet og dette bør støtte investeringscasen. Vi økte gjennom sommeren vår investering i Gjensidige fra nøytral til en overvektposisjon på 0,7 %.

Vår porteføljeavkastning i august var 0,5 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen, drevet av våre investeringer i Vår Energy, Storebrand og Borregaard.

**C WorldWide Globale Aksjer Etisk** falt med 0,2 % i august mens referanseindeksen endte ned 1,2 %.

Til tross for en volatil start endte globale aksjemarkeder høyere i august. MSCI ACWI-indeksen endte på en ny all-time high. I de første dagene av august stupte aksjemarkedene etter at en svak arbeidsmarkedsrapport utløste resesjonsfrykt. Aksjemarkedsfallene ble forsterket av en overraskende renteheving i Japan som ledet til at spekulative lånefinansierede posisjoner i japanske yen ble terminert. Duete signaler fra den amerikanske sentralbanksjefen i kombinasjon med tall som bekreftet den avtakende trenden i inflasjonen, bidro til at det negative sentimentet raskt snudde til fornyet optimisme.

De viktigste positive bidragsyterne til avkastningen i august var Hoya, Keyence og Novo Nordisk. Våre posisjoner i japanske aksjer reverserte samtidig den negative utviklingen i juli: Hoya rapporterte sterke første kvartalsresultater med profittmarginer som var 20 % høyere enn året før. Keyence rapporterte også solide resultater som viste at profittmarginen hadde steget med 11 %. Blant de viktigste negative bidragsyterne var Amazon, Ferguson og Alphabet. Sommerens negative sentiment knyttet til AI og skytjenester ble imidlertid motbevist i kvartalsrapporteringen. Veksten til Amazon akselererte til 19 % sammenliknet med 17 % kvartalet før og 13 % i siste kvartal av 2024. Alphabet kunne rapportere at veksten i skytjenestene akselererte til 29 % år/år, men svakere vekst for YouTube skuffet investorer. I august ble Amazons negative sentimentet forsterket av



markedsføring · markedsføring · 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 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](http://www.cworldwide.no)

myndighetenes antitrust-etterforskning av selskapet. Vi tror imidlertid at det er for mye pessimisme priset inn i aksjen. Ferguson falt i likhet med andre byggevarekjeder på makrotall som indikerte svakere etterpørsel i USA i tiden fremover.

Det ble ikke foretatt noen endringer i porteføljen til C WorldWide Globale Aksjer Etisk i august.

**C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT AS**

Dronning Eufemias gate 8 · Bjørvika · Postboks 1434 Vika, 0115 Oslo

+47 22 00 98 00 · [post@cworldwide.no](mailto:post@cworldwide.no) · [www.cworldwide.no](http://www.cworldwide.no)