

MARKEDSRAPPORT

Av makroanalytiker Svein Erik Førre
C WorldWide Asset Management Norge

Mars 2024

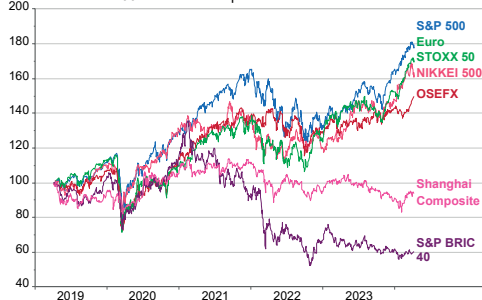
Makrobildet

Den kraftige aksjemarkedsoppgangen som begynte i november fortsatte i første kvartal i år. Det globale aksjemarkedet målt ved MSCI All Countries (i lokal valuta) steg med 10 %. Oppgangen som initielt var drevet av forventninger om rentenedgang var utover i kvartalet i økende grad drevet av vekstoptimisme. For første gang på over to tiår er ikke vekstoptimismen basert på tillit til at ekstrem pengepolitikk vil lede til høyere vekst, men derimot til forventninger om et produktivitetsløft som følge av implementering av kunstig intelligens (AI) i næringslivet. AI-revolusjonen førte til økte lønnsomhetsforventninger i første kvartal og teknologiselskaper som Nvidia (+83 %), Meta (+37 %), Amazon (+18 %) og Microsoft (+19 %) fortsatte å stige kraftig. Optimismen spredte seg også til andre sektorer: IT-sektoren endte opp med 13 %, nært fulgt av industrisektoren og finanssektoren som begge steg med 11 %.

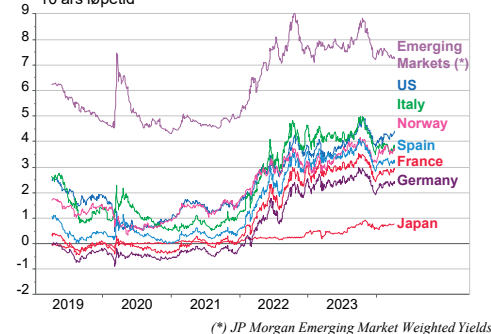
Den gryende vekstoptimismen som har slått rot i forventninger om produktivitetvekst har derfor mer til felles med optimismen som preget finansmarkedene frem mot år 2000. I de siste tiårene har sentralbankene gjennom ekstreme pengepolitiske tiltak overstyrt markedsmekanismene og bidratt til å dekkle finansmarkedene fra realøkonomien. I disse årene har ofte gode nyheter som eksempelvis en sterk arbeidsmarkedsrapport, vært fryktet fordi de ville kunne true regimet med ekstremt lave renter. Det er derfor bemerkelsesverdig at positive makroøkonomiske nyheter i første kvartal i økende grad også ble oppfattet som gode nyheter i aksjemarkedet. I mars var ikke bare sysselsettingsveksten igjen mye høyere enn ventet i USA, men i tillegg viste ISM-målingen at industrien ekspanderte for første gang siden september i 2022. Fremfor å lede til angst for nye rentehevinger, førte de gode makrotallene fra USA kun til at første forventede rentekutt ble forskjøvet noen måneder ut i tid. Til tross for at fallet i inflasjon var noe mindre enn ventet steg lange renter kun svakt, og i motsetning til renteoppgangen som preget høsten 2023 avtok volatiliteten.

Rentepolitikken i USA har selvfølgelig fortsatt stor betydning, men for øyeblikket kan den amerikanske sentralbanken tillate seg å være tålmodig. Dette uttrykte sentralbanksjefen Jay Powell i mars da han viste til at veksten i USA er robust samtidig som inflasjonen nærmer seg inflasjonsmålet. Til tross for at enkelte frykter at fallet i inflasjon kan komme til å bremse opp et sted mellom 2 og 3 prosent, sto hans fast på at sentralbanken forventer å kutte styringsrenten med 0,75 % i løpet av året. Dette kan endre seg raskt siden sentralbankene som kjent baserer rentesettingen på

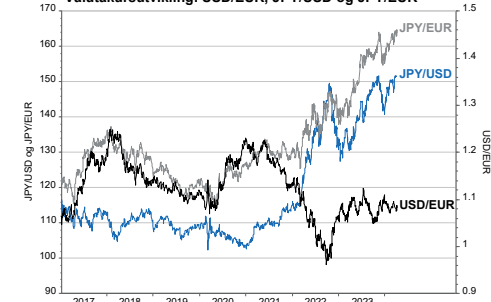
Aksjemarkedene siste 5 år
Indeksert til 100 ved starten av perioden

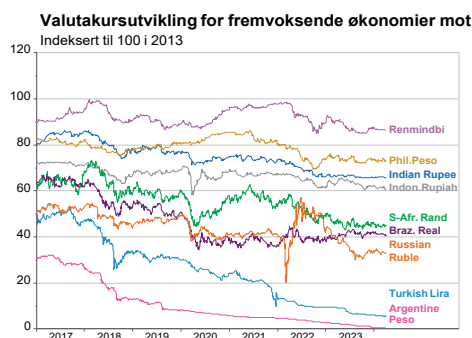
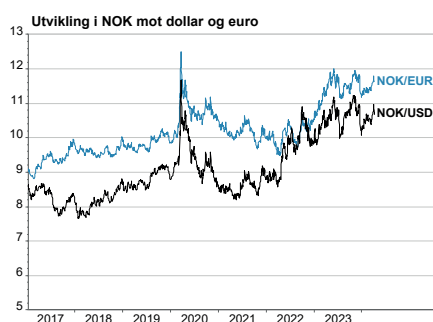


Utvikling i statsrenter
10 års løpetid



Valutakursutvikling: USD/EUR, JPY/USD og JPY/EUR





sist innkomne makrodata, men investorer har åpenbart tillit til at FED vil klare kunststykket med å sikre både god vekst i økonomien, lav ledighet og fallende inflasjon i år. Mens 2023 var preget av forventningsskifter der resesjonsfrykt i perioder preget finansmarkedene, ser nå et økende antall investorer ut til å forvente at veksten i USA ikke svekkes i det hele tatt. Det hører også med til sjeldenhetene at en sentralbank reviderer opp inflasjons- og vekstutsiktene samtidig som den betrygger markedet med at rentekuttene kommer. Dette skjedde under rentemøtet til FED i mars. Sentralbanken oppjusterte forventningene samtidig som den signaliserte at den ikke bare var villig til å akseptere at inflasjonen er høyere enn inflasjonsmålet i en overgangsperiode, men i tillegg åpnet den opp for å redusere de kvantitative innstrammingsene. Ikke overraskende ledet dette til oppgang både i aksjemarkedet og i lange renter.

AI og utsikter til lavere styringsrenter har vært viktige drivere bak aksjemarkedsoppgangen, men en tredje faktor har også stor betydning: Likviditeten i det globale finanssystemet. Den har økt og vil fortsette å øke i tiden fremover. Den overraskende gode veksten i USA skyldes den ekstremt ekspansive finanspolitikken som føres. Den har to viktige effekter: På den ene siden gir den et viktig bidrag til etterspørselen i USA, men den leder også til at mer penger kommer i omløp som tilflyter finansmarkedene. Kinesiske myndigheter har samtidig også økt ekspansiviteten i både penge- og finanspolitikken i år i et forsøk på å stimulere til økt vekst. Både USA og Kina bidrar dermed til økt likviditet i globale finansmarkeder og dermed til mer risikovillig kapital.

Aksjemarkedet

Det globale aksjemarkedet målt ved MSCI All Countries i lokal valuta, steg 2 % i mars. Oslo Børs hadde i årets første måneder lagget vestlige aksjemarkeder, men steg i mars med 4 % og endte dermed opp med 3 % totalt i første kvartal. Det amerikanske aksjemarkedet fortsatte å stige til nye rekordnivåer. S&P500 steg 3 % i mars og endte første kvartal opp 10 %. Vesteuropeiske markeder var også opp 3 % i mars. Beste sektor var energi som steg med hele 9 % i takt med at oljeprisen steg til over 90 dollar fatet. De nest beste sektorene var materialvarer og infrastrukturtenester som begge var opp 6 %. Svakeste sektor var diskresjonært konsum som steg med 1 %. Hittil i år er fortsatt IT og telekom de beste sektorene med en oppgang på 13 %, mens infrastruktur er svakeste sektor med en oppgang på 2 %.

Rentemarkedet

Som ventet holdt både Norges Bank, den amerikanske sentralbanken (FED) og den europeiske sentralbanken (ESB) renten uendret i mars.



markedsføring markedsføring

Avkastningstall

Avkastning Aksjefond

	Mars		HiÅ	
	Fond	Indeks	Fond	Indeks
C WorldWide Aksje Norge	5,3	4,5	4,6	3,2
C WorldWide Stabile Aksjer	5,0	3,3	10,1	10,8
C WorldWide Healthcare Select	4,7	3,1	12,2	12,7
C WorldWide Aksje Norden	4,3	4,1	11,0	9,9
C WorldWide Emerging Markets	3,7	4,2	9,9	8,6
C WorldWide Globale Aksjer Etisk	3,5	4,6	12,3	14,5
C WorldWide Globale Aksjer	3,3	4,6	12,0	14,5
C WorldWide Asia A	3,3	4,4	10,3	8,8

Aksjeindekser (lok. valuta)

	Mars	Hittil i år	Siste år
Taiwan 50 (Taiwan)	10,3	19,1	31,4
MSCI i USD (Verden)	5,4	15,8	29,0
Kospi (Sør-Korea)	5,3	5,0	17,9
DAX 30 (Tyskland)	4,6	10,4	18,7
OSEFX	4,5	3,2	10,5
OMX Stockholm	4,5	6,7	15,0
FTSE 100 (UK)	4,2	2,8	3,6
KFX (Danmark)	4,2	14,6	26,2
MSCI Europa (USD)	4,0	7,6	10,9
CAC 40 (Frankrike)	3,5	8,8	11,7
S&P 500 (USA)	3,1	10,2	27,4
Nikkei 225 (Japan)	3,1	20,6	43,2
Straits Times (Singapore)	2,4	-1,3	-3,1
Dow Jones (USA)	2,1	5,6	18,5
S&P Technology (USA)	1,9	12,5	44,9
Nasdaq Comp (USA)	1,8	9,1	34,4
SENSEX(India)	1,6	2,0	24,6
Shanghai Composite (Kina)	0,9	2,2	-7,7
MSCI i USD (Øst-europa)	0,3	4,0	32,2
Hang Seng (Hong Kong)	0,2	-3,0	-19,0
Nasdaq Biotech. (USA)	0,0	1,4	6,8
Composite (Indonesia)	-0,4	0,2	6,8
ISE National 100 (Tyrkia)	-0,6	22,4	88,9
IBX 50 (Brasil)	-0,8	-4,1	25,2
Hex (Finland)	-0,9	-3,5	-8,9

10-års statsrente i USA steg med 10 basispunkter til 4,35 %. I Norge og Tyskland endret tilsvarende renter seg med hhv. -14 og +1 basispunkter til 3,72 % og 2,43 %.

Valutamarkedet

Det var relativt små bevegelser i valutamarkedet i mars. Euroen var uendret mot dollar på 1,08, mens den kinesiske sentralbanken holdt yuankursen stødig på rundt 7,20 mot dollar. Japanske yen fortsatte imidlertid å svekke seg mot dollar fra 149,7 til 151,4, det svakeste nivået på over 30 år. Etter en kortvarig kronestyrkelse i desember, fortsatte norske kroner å svekke seg både mot dollar og euro i mars fra 10,60 til 11,47 til henholdsvis 10,85 og 11,72.

Markedsutsikter

Etter tre måneder med volatile og fallende markeder, snudde sentimentet i november 2023. Investorer var igjen optimistiske til at sentralbankene snart ville kutte styringsrentene og dette ledet til en kraftig oppgang i aksjemarkedene og fallende rentenivåer. Oppgangen har fortsatt i 2024. Bullmarkedet har imidlertid i vesentlig grad vært drevet av «The Magnificent Seven» (Verdens syv største teknologiselskaper: Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta, Tesla, Nvidia og Apple.) Forventninger knyttet til AI (kunstig intelligens) fortsette å løfte aksjemarkedet høyere, mens nedjusterte forventninger til rentekutt i USA i mindre grad synes å bekymre investorer. Årsaken er at nedjusterte forventninger til rentekutt har vært et resultat av overraskende sterk vekst i USA samtidig som inflasjonen har fortsatt å falle. Den amerikanske sentralbanken har derfor kunnet opprettholde prognosen om at de vil kutte renten med tilsammen 0,75 prosentpoeng i år. Flere analytikere åpner nå imidlertid for muligheten for at det ikke kommer noen rentekutt i USA i løpet av året.

Vi anser at aksjemarkedet, primært i USA, er «dyrt». Deler av Nord-Europa er i resesjon og Kina befinner seg i en langvarig strukturell krise. I tillegg er risikoen for en eskalerende krig i Midtøsten til stede noe som har ledet til stadig stigende oljepris som kan begrense handlingsrommet for rentekutt.

Andre viktigste driverne bak aksjemarkedsoppgangen vil imidlertid ikke endre seg den nærmeste tiden. «AI-revolusjonen» har endret rammebetingelsene for en rekke selskaper i positiv retning. Investorer antar AI vil lede til høyere produktivitet og økt lønnsomhet innen en rekke sektorer og at dette vil kompensere for svakere privat etterspørselsvekst i tiden fremover. De første indikasjonene på dette kommer tidligst mot slutten av året. En annen viktig positiv faktor i aksjemarkedet er den robuste veksten i USA som har sammenfalt med at inflasjonen nærmer seg inflasjonsmålet på 2 %. Den overraskende gode veksten skyldes den ekstremt ekspansive amerikanske finanspolitikken som møter liten motstand i Kongressen. Den



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.

vil derfor vedvare frem mot valget i slutten av året. Robust vekst i USA, mer ekspansiv finans- og pengepolitikk i Kina og utsikter til rentekutt i USA og Europa vil derfor ventelig stabilisere aksjemarkedene på dagens nivåer de nærmeste månedene i fravær av en uforutsett geopolitisk krise.

Fondskommentarer

C WorldWide Norge steg 5,25 % i mars, mens referanseindeksen steg med 4,55 %.

Det er tegn til bedring i den globale økonomien, særlig i USA. Det er derfor fortsatt et åpent spørsmål når de ulike sentralbankene vil kutte styringsrentene. Det første rentekuttet kom imidlertid i mars da den sveitsiske sentralbanken overraskende kuttet renten med 0,25 prosentpoeng.

Vi vil fremheve følgende porteføljerelaterte nyheter siste måned:

- Gass og oljeselskapet Vår Energi holdt en godt besøkt kapitalmarkedsdag. Den nye CEO'en Nicholas Walker holdt en god presentasjon der VÅR Energi presenterte en plan for å utvikle mer enn 20 prosjekter, som samlet vil øke selskapets reserver med 400 mmmboe. Disse prosjektene vil øke VÅR Energis reserver fra 1,24 mrd. boe til 1,64 mrd. boe og vil være klare for produksjon mellom 2026-30. Følgelig vil VÅR Energi kunne opprettholde produksjonsnivåer nær 350 kboepd i 2030.
- Schibsted presenterte informasjon om prosessen knyttet til salget av Adeventas eierandel og News Media. Av de NOK 29 mrd. som fulgte av salget vil NOK 5 mrd. brukes til å redusere gjeldsgraden, NOK 24 mrd. vil bli tilført aksjonærene som en ekstraordinær dividende, mens 4 mrd. vil gå til tilbakekjøp av aksjer. Schibsted-aksjen steg på denne informasjonen.
- Våpen og teknologiselskapet Kongsberg presenterte informasjon om økning i kapasiteten for produksjon av raketter. NOK 640 mill. skal investeres for å øke kapasiteten i produksjonen av «navel strike missils». NOK 200 mill. vil komme fra statsbudsjettet og 10 mill. fra EU. Denne raketten er foreløpig nyttet av 14 nasjoner, herav 11 NATO-medlemmer. I slutten av mars slapp Kongsberg Defense&Aerospace nyheten om at de har signert en kontrakt på NOK 1,2 mrd. for levering av våpenstasjoner på mer enn 300 Patria CAVS farkoster som vil bli levert til Sverige og Finland.

De viktigste positive bidragene til avkastningen kom fra investeringen i Volue og vår store overvekt i olje- og gasselskapet VÅR Energi. I tillegg bidro våre to investeringer i shippingselskapene Hafnia og Frontline positivt til avkastningen.

Det viktigste negative bidraget kom fra å ikke være investert i våpenprodusenten Kongsberg som følge av vårt investeringsmandat frem til midten



av mars. Dette kostet oss 0,8 prosentpoeng i avkastning sist måned (hittil i år har dette kostet oss 1,59 prosentpoeng i forhold til referanseindeksen). Vår investering i Autostore bidro også negativt til avkastningen.

Styret i C WorldWide Asset Management i Norge vedtok 14. mars at fondet kan investere i Kongsberg Gruppen. Vi anser Kongsberg som det mest avanserte teknologiselskapet på Oslo Børs, og vi valgte umiddelbart å investere 4,2 % av porteføljen i selskapet og har nå en marginal overvekt. Vi finansierte posisjonen i Kongsberg ved å redusere vår eksponering i DNB, Gjensidige, Orkla og Salmar.

C WorldWide Globale Aksjer Etisk steg med 3,5 % i mars mens referanseindeksen steg med 4,6 %.

Aksjemarkedsoppgangen de siste månedene har blitt drevet av fallende inflasjon og økt global likviditet som følge av ekspansiv finanspolitikk i en rekke land. Europeisk økonomi er fortsatt relativt svak, men det er nå håp om at rentekutt vil gi et løft i risikoappetitten til investorer også her. I Kina har myndighetene implementert flere «pakker» med likviditetstiltak og finanspolitisk stimuli for å generere vekst i økonomien. USA skiller seg imidlertid ut med robust vekst til tross for kraftig oppgang i styringsrentene det siste året, men dette er i vesentlig grad forklart av eksepsjonelt ekspansiv finanspolitikken. Administrasjonen til Biden ønsker en sterk økonomi og det er lite fokus på å bremse de store budsjettunderskuddene verken blant demokrater eller republikanere i Kongressen.

De viktigste bidragsyterne til avkastningen i mars var Novo Nordisk, TSMC og Alphabet. Novo Nordisk hadde kapitalmarkedsdag i begynnelsen av mars og kom med flere interessante nyheter. En av viktigste var data knyttet til Amycretin. Investorer ble imponert av nyheten om at en pille ville kunne gi 13 % vekttap i løpet av 12 uker og at Novo sansynligvis ikke trengte å gjennomføre en fase 2-studie. Dette vil bety at medikamentet vil kunne slippes i markedet før utgangen av dette tiåret og før patenten på Semaglutide utgår. Novo Nordisk leverer i dag medisiner til omlag 42 millioner med diabetets eller overvekt, men har investeringsplaner som i 2024 alene vil nå \$6 mrd. Novo sikter mot å kunne betjene flere hundre millioner mennesker med medisiner på sikt.

Aksjene til TSMC har steget kraftig i år og var opp nærmere 30 % ved utgangen av mars. Inntektene nyttet til kunstig intelligens (AI) utgjør foreløpig mindre enn 10 % av de totale inntektene til selskapet, men vi estimerer at de vil kunne utgjøre 25-30 % om tre år. Analytikere i JP Morgan forventer at TSMC vil kunne opprettholde en markedsandel på 90 % for all produksjon av AI-relatert silicon i denne perioden. Markedsposisjonen til TSMC vil



også styrkes av at Intel outsourcer deler av sin produksjon og muligens ender opp som TSMCs nest største kunde etter Apple i løpet av de neste to årene.

Blant de viktigste negative bidragsyterne finner vi Adobe, AIA Group og Hoya. Adobe slapp kvartalsvise resultater som skuffet investorer. Selskapet har opplevd avtakende inntekstvekst. Den har falt fra 23 % i FY21 til 10 % det siste regnskapsåret og ser ut til å holde seg på dette nivået det neste året. Avkastningen på selskapets investeringer i AI ventes ikke å vise seg før ved utgangen av 2024 og enkelte investorer er bekymret for at AI-modeller som tilbyr «tekst-til-video» vil kunne virke negativt på Adobes inntjening.

Aksjene til forsikringsselskapet AIA Group falt i verdi som følge av den vedvarende svakheten i kinesisk økonomi. Eiendoms krisen i Kina tynger sentimentet til investorer og ser nå ut til også å ramme de største bankene. Bloomberg rapporterte at salget av nye boliger i mars i de største eiendoms selskapene falt med 46 % i forhold til ett år tidligere. Country Garden Holdings, en tidligere gigant i boligmarkedet, rapporterte sist måned at den ikke kom til å rapportere siste års regnskapstall innen fristen, noe som svekket sentimentet i sektoren ytterligere.

Det ble ikke foretatt noen endringer i porteføljen siste måned.

C WorldWide Norden steg med 4,3 % i mars mens referansindeksen var opp 4,1 %.

Følgende nyheter var relevante for porteføljen i mars:

- Vi deltok på Novo Nordisks kapitalmarkedsdag i København. Novo Nordisk leverte ekstremt positive nyheter. De viste en sterk produktportefølje og et fokus på å skalere virksomheten slik at alle nye produkter nytter samme plattform.
- Den dansk-svenske produsenten av ørebeskyttelsesutstyr, Invisio, mottok sin største ordre noensinne. Den var på SEK 465 mill. fra en europeisk kunde.

De viktigste positive bidragsyterne til meravkastningen i mars var Invisio og GN Store Nord. Det største negative bidraget kom fra høreapparat selskapet Demant og skadeforsikringsselskapet Tryg.

Vi besluttet å selge vår posisjon i den svenske varmpumpeprodusenten Nibe. Vi ser nå at flere og flere europeiske stater reduserer eller utsetter planlagte subsidier knyttet til installasjon av varmpumper. I stedet økte vi vekten i det svenske teknologiselskapet AddTech og i det islandske medtech selskapet Ossur. I tillegg måtte vi, for å overholde compliance-regler, redusere vår posisjon med 0,3 prosentpoeng i Novo Nordisk.



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

Porteføljen slo indeksen i mars. De viktigste positive bidragsyterne var Demant, Invisio, Novozymes og Munters. De største negative bidragene kom fra Mandatum, Nibe og Tryg. I løpet av mars økte vi vår overvekt i det svenske teknologiservice selskapet Addtech.

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