

MARKEDSRAPPORT

Av makroanalytiker Svein Erik Førre
C WorldWide Asset Management Norge

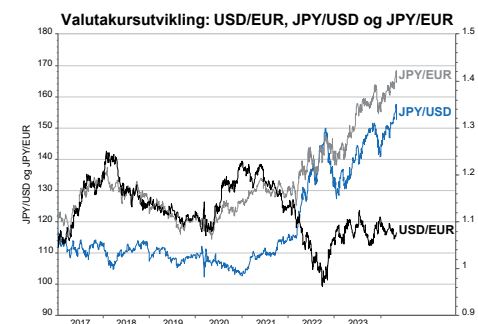
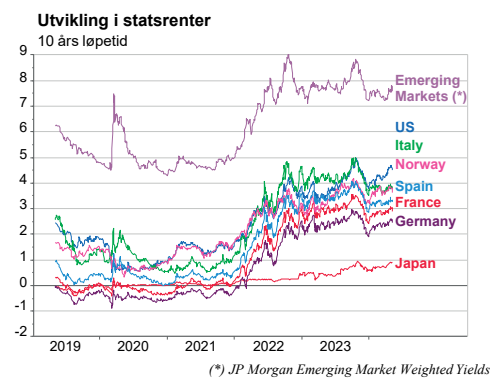
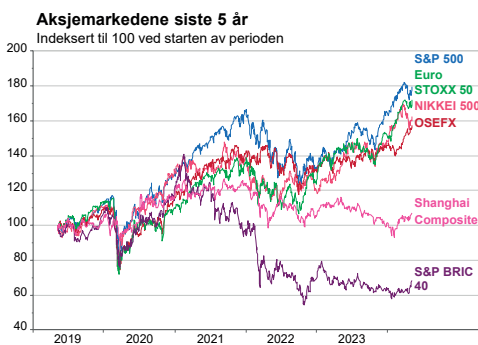
April 2024

Makrobildet

Ved inngangen til 2024 var det i finansmarkedene priset inn seks rentekutt i USA i løpet av året. Dette har endret seg markant. Fallet i inflasjonen har bremsert opp i USA og veksten har vært sterkere enn ventet. Dette har ført til at forventningene i markedet gradvis begynte å konvergere mot den amerikanske sentralbankens (FEDs) prognose om tre rentekutt, men i løpet av april skiftet forventningene ytterligere. Etter at inflasjonen i USA endte høyere enn ventet for tredje måned på rad, avtok forventningene i markedet til rentekutt ytterligere, samtidig som et økende antall analytikere spådde null rentekutt i år.

I midten av april ble det priset inn to rentekutt i USA, mens FED fortsatt opprettholdt prognosen om tre rentekutt. Sentralbanken hadde endt opp «bak rentekurven» og følte seg nå presset til å adressere den gjenstridige inflasjonen. I slutten av april endret FED renteprognosen da den signaliserte at høye renter fortsatt ville være nødvendig for å temme inflasjonen. Tidspunktet for første rentekutt ville derfor kunne bli skjøvet ytterligere ut i tid (i begynnelsen av året hadde sentralbanken presentert en prognose som indikerte at første rentekutt ville komme i mars). Siden FED og andre sentralbanker ikke har noen brukbar økonometrisk modell for inflasjonsutviklingen, men baserer rentepolitikken på sist innkomne makrodata (såkalt «data-avhengig» rentesetting), befinner vi oss i en situasjon der makroøkonomer og investorer gjetter seg frem til hvordan sentralbankene agerer på sist innkomne makrodata etter at de igjen nytter disse til å gjette på inflasjonsutviklingen. Dette kan lede til hyppige og uforutsigbare forventningsskifter i finansmarkedene. I begynnelsen av mai skiftet renteforventningene i markedet igjen, nå i motsatt retning. Da en noe svak arbeidsmarkedsrapport sammenfalt med et overraskende kraftig fall i aktivitetsmåling for tjenestesektoren i USA, ledet dette til nytt håp om et snarlig rentekutt i USA.

Mens både veksten og inflasjonen har holdt seg høy i USA som følge av svært ekspansiv finanspolitikk, er situasjonen annerledes i Europa. Her har både inflasjonen og veksten fortsatt å falle, særlig i Nord-Europa der den bremsert så kraftig opp at resesjonen truer i flere land. Eurosonens viktigste økonomi, Tyskland, befinner seg allerede i resesjon. Den divergerende utviklingen gjør at det er en viss sannsynlighet for at den europeiske sentralbanken kan komme til å kutte renten før FED. Dette ville i såfall være mot normalt, siden FED vanligvis leder an og europeiske sentralbanker følger etter i rentesettingen.





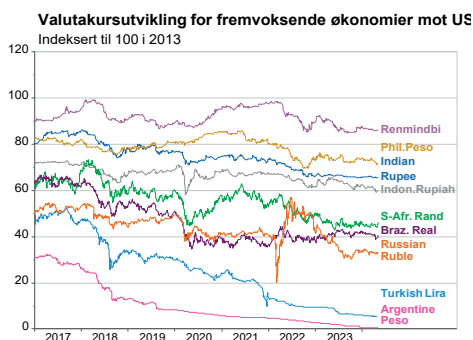
markedsføring
markedsføring



Signalene fra USA ledet i april til en signifikant oppgang i rentenivået både i USA og Europa, men dette hadde bemerkelsesverdig liten betydning for aksjemarkedet. Dette er noe overraskende siden bullmarkedet som startet i november i fjor og har fortsatt i år, i utgangspunktet var drevet av forventninger om at rentetoppen var nådd og at styringsrentene ville bli kuttet med rundt 1 prosentpoeng i år både i USA og Eurosonen. En forklaring på det robuste aksjemarkedet har vært revolusjonen innen bruken av kunstig intelligens (AI) og forventninger om at dette vil lede til et produktivitetsløft i næringslivet. I april kom dessuten overraskende gode inntjeningsresultater til å understøtte aksjemarkedet.

Aksjemarkedet

Det globale aksjemarkedet, målt ved MSCI All Countries i lokal valuta, falt 3 % i april. I USA falt S&P500 med 4 %, mens vesteuropeiske markeder falt 1 %. Oslo Børs var en av de beste med en oppgang på 3 %. Andre børser som steg var børsen i Mumbai som også steg 3 %, og børsen i Shanghai som steg med 2 %. Oppgangen på Oslo Børs var dels forklart av oppgang på i underkant av 1 % for energisektoren, som var en av få sektorer som opplevde oppgang. Den andre sektoren som steg i verdi var infrastruktur tjenester som endte opp i overkant av 1 %. IT-sektoren falt mest med -6 %, nedgangen her hadde nær sammenheng med reduserte forventninger til rentekutt og stigende renter i april.



Rentemarkedet

Forventningene til rentekutt fortsatte å avta i april og den amerikanske sentralbanken, som ikke ønsker for store avvik mellom markedet og det de til enhver tid signaliserer, uttrykte for første gang at det kunne komme færre rentekutt enn tidligere signalisert. Stadig flere i finansmarkedene heller nå mot at det ikke kommer noe rentekutt fra den amerikanske sentralbanken i år. Dette er et dramatisk skifte i forhold til begynnelsen av året da det var ventet at renten ville bli kuttet med over ett prosentpoeng i år i USA. 10-års statsrente i USA steg med 29 basispunkter til 4,49 %. I Norge og Tyskland endret tilsvarende renter seg med 9 og 17 basispunkter til henholdsvis 3,65 % og 2,49 %.

Valutamarkedet

Japanske yen fortsetter å svekke seg etter å ha nådd det svakeste nivået på 30 år. Den japanske sentralbanken frykter økt spekulativ aktivitet og planlegger tiltak for å demme opp for den økende svekkelsen. Flere andre asiatiske land ser med bekymring på valutaer som i det siste har svekket seg kraftig mot dollar. Sør-Koreas valutareserver stuper og nådde det laveste nivået på 19 måneder i slutten av april. Bakgrunnen for valutaveskelsene i Asia var forventningene om at rentene i USA ville bli holdt høye lenger og understøtte en sterk dollar. Japanske yen svekket seg med 4 % mot dol-



Avkastningstall

Avkastning Aksjefond	April		HiÅ	
	Fond	Indeks	Fond	Indeks
C WorldWide Asia A	4,4	3,3	15,2	12,3
C WorldWide Aksje Norge	2,6	3,3	7,4	6,6
C WorldWide Emerging Markets	2,0	2,6	12,1	11,4
C WorldWide Aksje Norden	1,9	0,1	13,1	10,0
C WorldWide Globale Aksjer	1,4	-1,3	13,5	13,0
C WorldWide Globale Aksjer Etisk	1,1	-1,3	13,6	13,0
C WorldWide Stabile Aksjer	1,0	-0,4	11,1	10,4
C WorldWide Healthcare Select	-0,3	-1,1	11,9	11,4

Aksjeindekser (lok. valuta)	April	Hittil i år	Siste år
ISE National 100 (Tyrkia)	9,9	34,5	128,3
Hang Seng (Hong Kong)	7,4	4,2	-11,4
OSEFX	3,3	6,6	14,7
FTSE 100 (UK)	2,4	5,3	4,6
MSCI I USD (Øst-europa)	2,2	6,3	25,6
Shanghai Composite (Kina)	2,1	4,4	-6,9
Straits Times (Singapore)	1,8	0,6	-0,8
SENSEX (India)	1,1	3,1	22,0
Hex (Finland)	1,1	-2,4	-7,6
KFX (Danmark)	0,4	15,1	24,7
OMX Stockholm	-0,6	6,1	12,7
Taiwan 50 (Taiwan)	-0,6	18,4	35,1
IBX 50 (Brasil)	-0,6	-4,7	21,8
Composite (Indonesia)	-0,7	-0,5	6,6
MSCI Europa (USD)	-1,3	6,2	8,0
MSCI i USD (Verden)	-1,8	13,7	22,6
CAC 40 (Frankrike)	-2,7	5,9	7,4
DAX 30 (Tyskland)	-3,0	7,0	12,3
Kospi (Sør-Korea)	-3,2	1,6	11,9
S&P 500 (USA)	-4,2	5,6	21,7
Nasdaq Comp (USA)	-4,4	4,3	28,0
Nikkei 225 (Japan)	-4,9	14,8	31,7
Dow Jones (USA)	-5,0	0,3	12,3
S&P Technology (USA)	-5,5	6,3	35,5
Nasdaq Biotech. (USA)	-6,0	-4,8	-2,3

lar i april til 157. Euroen svekket seg mot dollar fra 1,08 til 1,07. Norske kroner svekket seg både mot dollar og euro fra henholdsvis 10,85 til 11,07 og 11,72 til 11,84.

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. I april fortsatte renten å stige. Kombinasjonen av god vekst i økonomien og ytterligere tegn til at inflasjonen ikke lenger faller ledet den amerikanske sentralbanken til å signalisere at det muligens ville komme færre rentekutt i år enn tidligere signalisert. Aksjemarkedet ble imidlertid skjermet mot de endrede renteutsiktene da rapporteringssesongen overgikk forventningene. Flere analytikere åpner nå for muligheten for at de ikke kommer noen rentekutt i USA i år. I begynnelsen av mai kom svekkelsen i arbeidsmarkedet og innen servicenæringene igjen til å øke optimismen for rentekutt.

De 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 finanspolitikken som føres i USA som møter liten motstand i Kongressen. Den 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 med 2,64 % i april, mens referanseindeksen steg med 3,35 %.

Veksten i USA har fortsatt å overraske positivt og som en følge av dette har sentralbanksjefen i USA, Jerome Powell, begynt å uttrykke seg mer



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.

«haukete». I april førte dette til oppgang i rentenivåene både i USA og Europa, men sterke kvartalsresultater for første kvartal skjermet aksjemarkedene mot de stigende rentenivåene. I Norge befinner vi oss nå midt i rapporteringssesongen, og flere av selskapene i C WorldWide Norge har også levert overraskende sterke resultater.

- Storebrand overrasket positivt da de presenterte sterke solvenstall som vil resultere i høyere avkastning til aksjonærene enn ventet.
- Borregaard leverte bedre tall enn ventet som resultat av høyere produktpriser enn ventet.
- Kongsberg presenterte EPS som var 14 % høyere enn ventet. Dette skyldtes primært Kongsberg Maritime som hadde både sterke marginer og god ordreinnfang.
- Nordic Semiconductors nye ledelse var overraskende positive til utviklingen i 2024. Aksjen var i betydelig grad «shortet» og steg med hele 35 % på disse signalene fra ledelsen.
- Autostore leverte blandede resultater. Q1-rapporten skuffet både med hensyn til salg og EBITDA, men ordreinngangen overrasket positivt. I tillegg er det ventet at selskapet vil rapportere betydelige kostnadsreduksjoner i tiden fremover.
- Gjensidige leverte resultater som var bedre enn fryktet, men selskapet har fortsatt utfordringer i sine to «hjemmemarkeder» Norge og Danmark.
- DNB leverte noe skuffende resultater både med hensyn til utlånsvekst og reduserte marginer. Vi vil opprettholde vår undervekt i DNB og har i stedet valgt å ha overvekt i Sparebank 1.

Avkastningen i fondet var svakere enn referanseindeksen i april i hovedsak som et resultat av sterk avkastning i flere shippingsselskaper som ikke er i porteføljen: Golden Ocean, BW LPG og de to bilfraktrederiene Höegh Autoliners og Wilh. Wilhelmsen. Shippingsselskapene Hafnia og Frontline som vi har i porteføljen utviklet seg også bra.

Den viktigste negative bidragsyteren til mindreakstningen var fraværet av investering i bilfraktrederiet Höegh Autoliners, mens den viktigste positive bidragsyteren til meravkastning var Nordic Semiconductor.

I løpet av måneden økte vi vår investering i Nordic Semiconductor (før de presenterte Q1-resultatene) og i Kongsberg Gruppen. Disse investeringene ble finansiert ved å redusere vår andel i cash og ved å redusere våre posisjoner i Storebrand og Norsk Hydro.

C WorldWide Globale Aksjer Etisk steg med 1,12 % i april mens referanseindeksen falt med -1,27 %. Veksten i USA har vært sterkere enn ventet og gir positive vekstimpulser til resten av verden. Dette er positivt for selskapers inntjening men kan komme til å føre til mindre rentenedgang enn ventet i år, særlig i USA. I april så vi at 10-års statsrenter steg globalt.



De viktigste bidragsyterne til positiv avkastning i april var Alphabet, HDFC Bank og Atlas Copco. Det var vanskelig å se noen svakheter i resultatene som Alphabet leverte. Det var tegn til en akselererende positiv utvikling både innen søk, YouTube og Google Cloud. Inntektsveksten knyttet til søk steg med 170 bp til 14 %, for YouTube var tilsvarende økning på 540 bp til 21 % og for Cloud 270 bp til 28 % vekst. Alphabet økte inntjeningen med 16 % mens kostnadene kun økte med 5 %, noe som ledet til at selskapet leverte 16 % vekst i profitt og 61 % vekst i GAAP EPS. Antallet ansatte falt med 5 % i forhold til året før. Vi har ved gjentatte anledninger argumentert for at når «skygigantene» på et tidspunkt reduserer operasjonelle kostnader etter år med kraftig vekst i antall ansatte, vil den faktiske profitabiliteten i forretningsmodellene deres bli synlig, dette så vi dette kvartalet. Alphabet introduserte også en dividende på 20 % og styret annonserte tilbakekjøpsprogram på \$70 mrd. Etter en periode med svak aksjekursutvikling steg igjen aksjekursen til HDFC kraftig etter at banken leverte en sterk kvartalsrapport. Etter fusjonen mellom HDFC Bank og HDFC arbeider det nye selskapet fortsatt med å hente ut synergier. Bankens sterke innskuddsvekst på 17 % i siste kvartal ble av investorer sett på som et steg i riktig retning. I tillegg steg nettomarginene med 4 bp siste kvartalet etter en periode med fall. Banken viste også at Gross Non-Performing Assets falt med 1,24 %.

De viktigste negative bidragsyterne var: Aon, Microsoft og ASML. Aon rapporterte svakere enn ventet organisk vekst som følge av svak utvikling i selskapet risk business. Etter å ha vært blant de viktigste positive bidragsyterne til avkastningen i flere måneder på rad endte ASML i april som en av de viktigste negative bidragsyterne. Selskapets inntjening var i tråd med forventningene, mens marginene overrasket positivt. 2024 anses som en overgangsfase for selskapet og at selskapet igjen begynner å vokse i 2025.

C WorldWide Norden steg med 1,93 % i april mens referansindeksen var opp 0,10 %. I USA var signalene fra den amerikanske sentralbanken mer haukete i april og reflekterte at veksten fortsatte å overraske positivt. Dette førte til renteoppgang både i USA og Europa. Aksjemarkedene ble imidlertid understøttet av generelt gode selskapsresultater for første kvartal. Vi er også midt i rapporteringssesongen i Norden og flere av selskapene i fondet har også levert overraskende sterke resultater.

Vi vil særlig vektlegge følgende:

- Den finske produsenten av skipsmotorer Wärtsilä presenterte svært gode resultater. Et nytt regelverk (IMO og EU) har ledet til dekarbonisering og Wärtsilä er svært godt posisjonert både for ordre knyttet til retrofits og nybygg. Det finnes en rekke måter å kutte utslipp på kort sikt: Biodrivstoff, elektriske hybridløsninger, bedre propeller og karbonfangst, og selskapet kan levere alle disse løsningene.



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

- Det svenske kapitalvareselskapet Munters leverte gode førstekvartalsresultater. Munters fortsette å vinne store ordre for kjølesystemer i USA.
- Storebrand leverte bedre resultater enn ventet og sterk solvens. Det er derfor ventet høyere utbetalinger til aksjonærene.
- De to svenske kapitalvareselskapene Alfa Laval og Atlas Copco leverte begge bedre resultater enn ventet.
- Det norske kjemiselskapet Borregaard slapp bedre enn ventede resultater som følge av høyere enn ventete priser på produktene.
- Det nordiske skadeforsikringsselskapet Tryg leverte resultater som ventet, men overrasket med sterke solvenstall.
- Det svenske stålselskapet SSAB leverte brukbare resultater, men nedjusterte forventningene for resten av året.
- Embla Medicals (tidligere Össur) organiske vekst var solid (7 % mot forventet 5,6 %). Marginene var svakere enn ventet som følge av engangstiltak for å redusere kostnader.

De viktigste positive bidragsyterne til avkastningen i april var Wärtsilä og Munters som følge av gode resultater for første kvartal. Alfa Laval, Atlas Copco og Storebrand bidro også positivt til avkastningen i likhet med livsforsikringsselskapet Mandatum. De største negative bidragene kom fra SSAB og medtech selskapet Embla. I løpet av måneden reduserte vi vår investering i ABB og i Storebrand og midlene har foreløpig blitt plassert i cash. Begge investeringene har bidratt til god avkastning i fondet.