



VIBRAND | FONDENE

MÅNEDSRAPPORT  
**SEPTEMBER**  
2024





OSEBX	-1,61%	(i år +8,40%)	VIBRAND ABSOLUTT	+0,84%	(i år +13,91%)
OSEFX	-1,21%	(i år +10,72%)	VIBRAND NORDEN	+1,57%	(i år +18,24%)
S&P 500	+2,02%	(i år +20,81%)	VIBRAND KREDITT	+0,80%	(i år +7,18%)
VINX	-0,32%	(i år +15,52%)	VIBRAND BÆREKRAFT	+1,71%	(i år +12,02%)
DAX	+2,21%	(i år +15,36%)			

## Litt om markedet

Det har vært en blandet måned for det globale aksjemarkedet, preget av makroøkonomiske nøkkeltall og skiftende fremtidsutsikter. Ved inngangen til måneden var markedet usikre på den amerikanske økonomien, hvor sentimentet skiftet mellom hard og myk landing, i påvente av FED sitt første rentekutt.

Lavere enn ventet inflasjon i kombinasjon med høyere arbeidstall helte bensin på bålet, og markedet priset inn 50% sannsynlighet for dobbelt vs. enkelt rentekutt (økonomer trodde på enkelt). Resultatet ble et kutt på 0,5% (dobbel) og et tydelig skifte i prioritering av mandatet, fra inflasjonsfokus til arbeidsmarkedet. I de siste månedssrapportene våre har vi lagt vekt på realrenten, som trolig er alt for høy når aktiviteten i økonomien tenderer nedover. Nå ser FED ut til å ha tatt dette innover seg, gjenspeilet i kommunikasjonen som legger trykk på det faktum at nøytralrenten (dvs. rentenivået som hverken er innstrammende eller ekspansiv) ligger godt under dagens rentenivå.

Det har vært store bevegelser i oljeprisen den siste måneden. Ved inngangen til september handlet oljen opp på utsettelsen av OPECs reversering, positiv vekst i USA og økt geopolitisk spenning. Usikkerheten rettet mot verdens største oljeimportør (Kina) stjal etter hvert fokuset, da svake økonomiske nøkkeltall tydeliggjorde Xis utfordringer på hjemmebane. I det som skulle bli en farlig cocktail kunngjorde ulike nyhetskilder at Saudi-Arabia var villig til legge fra seg sitt uoffisielle «pris-ønske» om USD100 per fat, til fordel for økte markedsandeler (dermed lavere pris). Hvis dette stemmer vil det være negativt for markedet, da de tilfører ytterligere tilbud i en periode hvor etterspørselen er svakere. Hvorvidt landet gjennomfører denne «strategiendringen», eller om dette inngår i forhandlingsleddet med OPEC gjenstår å se, men vi kan ikke utelukke noen av alternativene.

Mot slutten av måneden har optimismen i markedet kommet tilbake, takket være FEDs rentekutt og Kina's stimuleringspakke. Selv om pakken har blitt godt tatt imot, ser vi fortsatt utfordringer for Kinas vekstambisjoner.

Stimuleringspakken inkluderer blant annet kutt i reservekravet for banker (dvs. kan låne ut mer) og rentekutt på eksisterende boliglån. I tillegg har det blitt annonsert et spekter av tiltak for det fallende aksjemarkedet, inkludert likviditetslån, tilbakekjøp av aksjer og et aksje-stabiliseringsfond. En liten andel av støttepakken tar sikte på konsumentene, hvor lavinntektshusholdninger og familier på 2 barn eller flere vil få økt støtte. Vi tror tiltakene vil ha en positiv effekt på aksjemarkedet på kort sikt, men ser liten bedring i realøkonomien som en konsekvens av dette.

Statistikken viser at spareraten i Kina har økt betydelig sammenlignet med perioden før COVID. Ettersom bolig og aksjemarkedet har vært essensielle spareverktøy for Kinas befolkning, er det ikke rart at bankinnskudd har skutt været når boligsektoren og børsen har pekt nedover i flere påfølgende år. Selv om tiltakene kan flytte deler av innskuddene til aksjemarkedet på kort sikt, øker ikke aktiviteten med mindre overskuddslikviditeten går til konsum, fremfor spekulering. Xi er dermed avhengig av å øke forbrukertilliten slik at pengene som står i banken kan brukes på varige goder og innenlands konsum. Signalet stimuleringspakken sender kan spille en viktig rolle, men det er først mot slutten av året vi kan måle effekten av stimuleringen.





## Markedssyn

Markedssynet vårt forblir uendret, med en overvekt i aksjer og høyrenteobligasjoner. Den amerikanske økonomien fortsetter å levere robuste nøkkeltall, selv om veksten tenderer nedover. Europa ser ut til å ha kontroll på inflasjonen, men den svake aktiviteten er fremtredende. Vi tror fortsatt at markedet og sentralbankene undervurderer svakhetstegnene i økonomien, noe som vil føre til hyppigere og større rentekutt.

Sentralbankene har lyktes med å få ned inflasjonen uten at økonomien og arbeidsmarkedet har falt utfor stupet. Den overordnede inflasjonen har falt fra toppen på 10,6% i oktober 2022 (9,1% i USA) til lave 1,8% (2,5% i USA). Kjerneinflasjonen har derimot vist seg å være mer etterslepene, fordi den ekskluderer de mest variable elementene, som også bidro til enorme oppgangen i første omgang.

Kjerneinflasjonen i USA og Eurosonen er for øyeblikket på 3,2% og 2,7% henholdsvis, og det er nettopp denne indeksen som må ses opp mot inflasjonsmålet på 2,0%. Den siste tiden har vi derimot sett betydelig fremgang, med lavere prisstigning måned for måned, selv om års takten har vist seg å være motstandsdyktig. Selv om kjerneinflasjonen ligger godt over inflasjonsmålet nå, mener vi dette gir et unyansert bilde, nettopp fordi stigningstakten vi nå ser, er godt under det vi så for 1 år siden. For å få et mer korrekt bilde av progresjonen vi har sett den siste tiden, har vi sett på kjerneinflasjonen på 3 - og 6 måneders annualisert basis, og resultatene er oppmuntrende. Kjerneinflasjonen (Core-PCE) i USA var 2,06% og 2,39%, i Eurosonen var den (HIPC Core) 2,33% og 2,63%, henholdsvis siste 3 og 6 måneder. Vi kan dermed konkludere med at stigningstakten vi har sett de siste månedene samsvarer med inflasjonsmålet på 2%.

Arbeidsmarkedet er fortsatt sterkt i Europa og USA. Lønnveksten har startet å tendere nedover og arbeidsledigheten er fortsatt lav. I USA har ledigheten begynt å krype oppover, samtidig som vi har fått lavere non-farm payrolls (skapte jobber utenfor landbruket). Hvis vi analyserer trenden, er den fortsatt forenelig med en myk landing, med svakhetstegnene blir stadig tydeligere, spesielt i reviderte tall. I store deler av 2024

har non-farm payrolls blitt revidert nedover (forrige måned revideres når denne måneden publiseres), men utviklingen har eskalert den siste tiden. Siden april har vi sett færre skapte jobber i USA, kombinert med større nedrevidinger av foregående måned. Selv om nivået isolert sett fortsatt ser bra ut, er det viktig at utviklingen ikke forverrer seg. Den siste rapporten vi fikk var sterk, noe som bidro til å redusere frykten som hadde bygget seg opp siden april.

Innkjøpsseksindeksene (PMI) for industrien og service har vist lignende utvikling globalt over en lengre periode. Industri PMI-en har kommet ned fra høydene vi så under COVID og befinner seg nå under 50 (dvs. lavere aktivitet). Aktivitetsnivået i USA har ligget noe høyere sammenlignet med Europa, men også her ser vi verdier under 50-tallet. På den andre siden har service PMI holdt seg sterkt på tvers av økonomier, med verdier over 50-tallet i de fleste observasjonene. Følgelig ser vi at majoriteten av dagens inflasjon ligger i service leddet. Sentralt i beregningen av service inflasjonen, finner vi boligkostnader (shelter), som står for brorparten av beregningen.

De fleste boligeierne i USA har finansiert seg med 30-års fastrente boliglån. Renten toppet seg på ca. 7,8% i oktober 2023, og har siden falt til ca. 6%. Det som skiller boligmarkedet i USA fra mange andre økonomier er at låntakere kan refinansiere boliglånet uten å betale «straff». Derfor ser vi nå at flere boligeiere er villig til å refinansiere lånet, som i nevnte scenario allerede ville redusert utgiftene til en gjennomsnittlig amerikaner med 7,2% i året. Etter hvert som renten kuttes ytterligere, vil flere følge på og besparelsene blir enda større. Dette vil ikke slå ut i inflasjonsindeksene fordi boligkostnaden regnes om til en teoretisk leiepris (selv om du eier boligen). Nøkkelen til lavere boliginflasjon er dermed lavere leiepriser. Lavere renter og overordnet inflasjon vil redusere leieprisene fordi flere får anledning til å kjøpe, noe som reduserer presset i leiemarkedet. Økt boligbygging vil også redusere leiepriser. Derfor mener vi statistikken vi fikk i løpet av sommeren er veldig positiv, hvor rekordmange familieboliger ble ferdigstilt, kombinert med økt fokus på affordable housing fra myndighetene.





## Markedssyn

Metodikken USA benytter skaper veldig lange etterslep. Dette så vi under pandemien hvor etterspørselen etter leieobjekter gikk i taket samtidig som tilbudet var lavt. Indeksen som måler prisen for nye leietakere toppet seg i Q2 2022 (12,9%!), mens shelter inflasjonen toppet seg ganske nøyaktig 1 år senere. Nedkjølingen i boliginflasjonen vi nå ser, er dermed trolig et resultat av nedgangen i leieprisene vi så for 1 – 1,5 år siden. De gode nyhetene, er at den samme indeksen, med unntak av et lite hopp i starten av 2023, bare går rett nedover. I Q1 2024 var den faktisk marginale 0,4%, betydelig under det vi så før COVID. Det vil dermed ta tid, men alt tilsier en god utvikling fremover. Gitt størrelsen på shelter i inflasjonsberegningen (ca. 40%), nevnte etterslep, nåværende leiepriser og den kortsiktige annualiserte kjerneinflasjonen, ser vi flere rentekutt i tiden fremover.

I tråd med overnevnte markedssyn så opprettholder vi en defensiv yield basert portefølje, som vi tror kommer til å utvikle seg bedre enn markedet fordi vi tror på en periode med en serie av rentekutt samtidig som global vekst viser noe svakere utvikling.

Videre er vi også klar over at en vesentlig lavere rente kan bidra til høyere vekst, noe vi tror kommer blir synlig i andre kvartal 2025. Det er flere sektorer som kan få et større løft når dette materialiserer seg og kanskje aksjer generelt. Bolig, bil og relaterte bransjer vil høyst sannsynlig se høyere aktivitet. Hvor stort dette blir er avhengig av arbeidsmarkedet. Majoriteten av bilparken skal skiftes fra fossil til elektrisk, slik vi allerede har sett i Norge, og starter å se i spesielt Kina. Så langt ligger det an til en global omsetning på 90 millioner biler i 2024 (en nedgang på 0.2% fra i fjor), som vi tror stiger til 100 mill. i løpet av andre halvår 2025 (run-rate). Aksjene innen bilsektoren er veldig lave på grunn av frykt for lavere omsetning og tollavgifter mellom de ulike regionene. Fordi konkurransen fra Kina bare blir tøffere, ser vi på underleverandører som mest attraktive, gitt agnostiske egenskaper (eksponert for «alle» regioner og merker).

Bygging av nye boliger har mer eller mindre stoppet opp, samtidig som eksperter hevder at behovet for nye boliger i tettbygde strøk er klart stigende. Dette kan verifiseres ved å se på prising av mindre objekter i de store byene som ligger veldig høyt, ikke bare Norge, men også resten av Europa.

Vi tror disse bransjene står ovenfor 2 vanskelige kvartaler med lavere omsetning, som igjen vil presse marginer. Inn i 2025 tror vi derimot at rentekuttene vil føre til høyere disponibel inntekt, som igjen fører til økt forbruk.

Det ser ut til at markedet allerede har diskontert dette inn i aksjekursene, gitt større fall så langt i år. På bakgrunn av vårt markedssyn, har vi startet å analysere ulike selskaper som vi tror kan få positiv omsetnings utvikling i 2025, når kjøpekraften økes. Vi har ikke tatt noen større posisjoner i disse selskapene enda, men vil trolig gjøre det i løpet av fjerde kvartal. I mellomtiden, tror vi våre defensive aksjer som Orkla, Storebrand, Telenor, Ericsson og lignende vil prestere bedre enn markedet for øvrig, gitt usikkerheten og den attraktive direkteavkastningen som bare blir tydeligere ved rentekutt.

Den siste tiden har vi økt eksponeringen mot fornybart. På energiprodusent siden ser vi at det implisitte avkastningskravet ligger veldig høyt, til tross for at renteutsiktene har bedret seg betydelig over de siste månedene. I tillegg, har nærmest samtlige input priser falt, flere av dem nærmest kollapset. Dette burde virke positivt på marginer for utbyggere og utstyrsleverandører. Vi liker spesielt Scatec, Vestas, Bonheur og Ørsted, hvor sistnevnte innehar noe høyere risiko ettersom betydelige nedslag trengs for å finansiere fremtidig vekst.

Vi har foreløpig ikke gjort større endringer i porteføljene på bakgrunn av eskaleringen i Midtøsten. Det er en reell sjanse for at Israel (og USA) angriper oljeproduksjonen til Iran, som vil resultere i lavere produksjon og høyere priser, alt annet like. Det er derimot verdt å merke seg at OPEC har ledig kapasitet, som enkelt vil dekke inn tilbuds forstyrrelsen. Dette vil være tilfellet så lenge Hormuzstredet holdes åpent for passasje. Demokratene vet at levekostnader (spesielt pumpeprisen) står sentralt i årets valgkamp, og de vil neppe risikere markante økninger i oljeprisen før valget. Videre eskalering vil trolig også bare øke økonomisk og militær støtte som igjen retter fokuset mot det amerikanske gjeldsnivået. En løsning på konflikten kan dermed ha positive innvirkninger på valget, noe vi tror demokratene er fullt klar over.

Den siste tiden har vi sett fordelene ved å ha en bred diversifisert portefølje. Ettersom vi fortsatt står ovenfor en periode med høy usikkerhet og mange mulige utfalls scenarioer, mener vi det er smart å unngå overdreven konsentrasjon rettet mot noen få sektorer. Inn mot slutten av året vil vi mest sannsynlig spisse porteføljene ytterligere, som nevnt ovenfor.





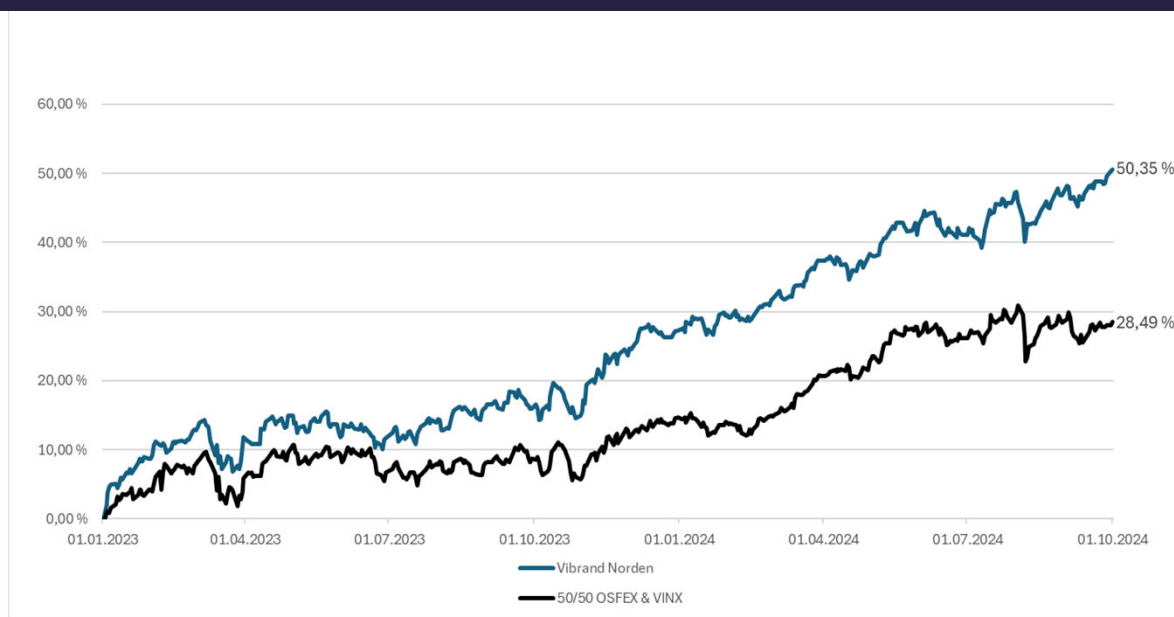
## Makro nøkkeltall

<p><b>KPI September (August):</b></p> <p>EMU: 1.8% YoY (+2.2%)</p> <p>USA: N/A YoY (+2.5%)</p> <p>Norway: N/A YoY (+2.60%)</p> <p>China: N/A YoY (+0.60%)</p> <p><b>PMI Manufacturing September (August):</b></p> <p>EMU: 45.00 (45.80)</p> <p>USA: 47.30 (47.90)</p> <p>Norway: 51.80 (52.00)</p> <p>China: 49.30 (50.40)</p>	<p><b>PMI Service September (August):</b></p> <p>EMU: 51.40 (52.90)</p> <p>USA: 55.40 (55.70)</p> <p>China: 50.30 (51.60)</p> <p><b>Retail Sales <u>August (Juli)</u>:</b></p> <p>EMU: N/A m/m (+0.10%)</p> <p>USA: +0.10% m/m (+1.10%)</p> <p>Norway: 0.1% m/m (+1.20%)</p> <p>China: N/A m/m (+0.35%)</p>	<p><b>GDP Growth Q2 (Q1):</b></p> <p>EMU: +0.20% Y/Y (+0.30%)</p> <p>USA: +3.00% Y/Y (+1.60%)</p> <p>China: +0.70% Y/Y (+1.50%)</p> <p>Norway: +1.40% Y/Y (+0.30%)</p> <p><b>Rate Policy September (August):</b></p> <p>ECB: 3.50% (3.75%)</p> <p>USA: 5.00% (5.50%)</p> <p>China: 3.35% (3.35%)</p> <p>Norway: 4.50% (4.50%)</p>
--	---	---





## Vibrand Norden



### Topp 10 aksjeposisjoner

Orkla ASA	6,14 %
Storebrand ASA	5,25 %
DNB Bank ASA	5,05 %
Telia Company AB	4,52 %
Scandic Hotels Group AB	4,25 %
Telenor ASA	3,83 %
Ericsson B	3,51 %
Pandox AB	3,29 %
Yara International ASA	2,85 %
Scatec ASA	2,58 %

<b>Resterende Posisjoner</b>	<b>54,46 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>95,73 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>4,27 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100 %</b>

### Vibrand Norden

Porteføljen har hatt en positiv utvikling i måneden med en oppgang på +1,57%. Referanseindeks 50/50 OSEFX/VINX endte ned -0,87%.

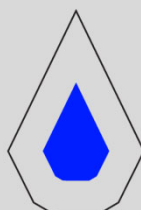
### Endringer i porteføljen

Vi har kjøpt oss videre opp i Xplora, Volvo AB, NAS, Fasadgruppen, Autoliv, Subsea 7, DNB, Crayon, Aker BP, Pandox og Scatec.

Vi har redusert beholdningen i Husqvarna og NKT.

### Vibrand Norden vinner internasjonal pris!

Fondet er kåret til det beste Nordiske fondet over 3 år av Lipper Fund Awards



**LSEG Lipper  
Fund Awards**

2024 Winner  
Nordics







## Vibrand Bærekraft (Art. 8)



### Topp 10 aksjeposisjoner

Orkla ASA	5,69 %
Storebrand ASA	5,59 %
Inwido AB	5,53 %
Volvo AB	5,28 %
Duni AB	4,80 %
Telenor ASA	4,53 %
Aker ASA	4,27 %
DNB Bank ASA	3,30 %
Yara International ASA	3,12 %
Pandora A/S	3,01 %
<b>Resterende Posisjone</b>	<b>52,97 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>98,09 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>1,91 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100 %</b>

### Vibrand Bærekraft

Vibrand Bærekraft hadde en positiv utvikling i måneden med en oppgang på +1,71%.

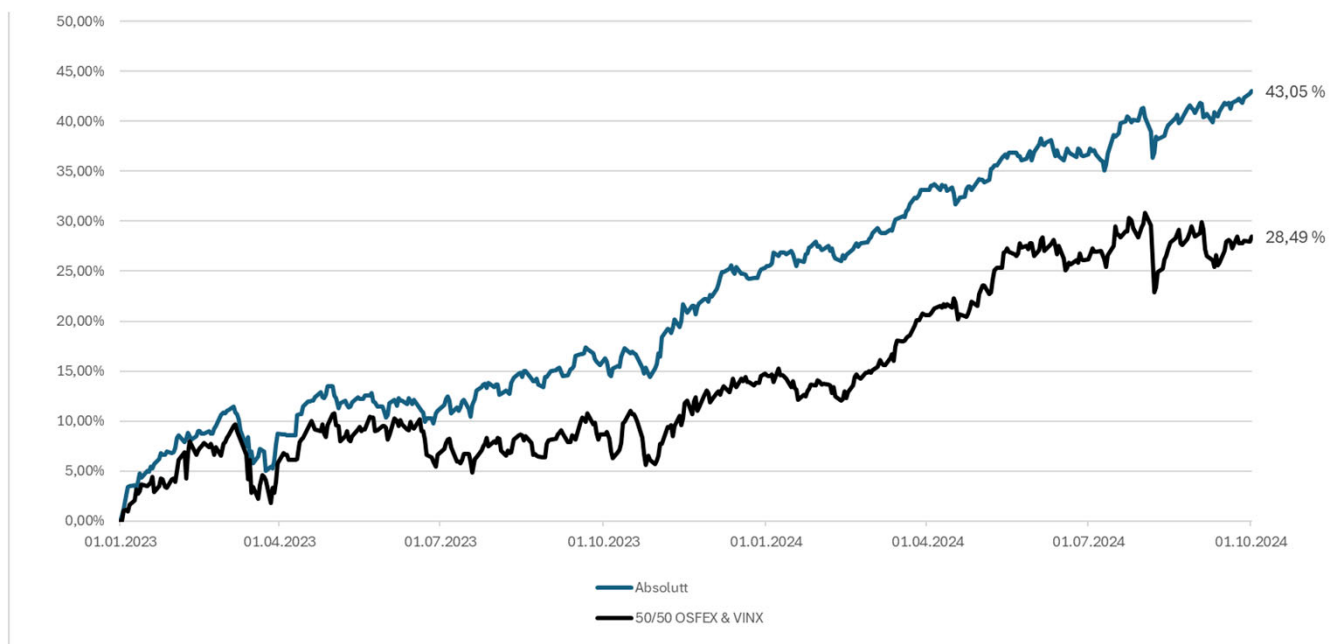
### Endringer i porteføljen

Etter en veldig positiv utvikling i Storebrand og Orkla har vi redusert litt for å opprettholde ønsket vektning. Provenyet ble brukt til å kjøpe oss opp i Crayon og Securitas. Vi har også redusert beholdningen i Husqvarna.





Vibrand Absolutt



**Topp 3 Obligasjons posisjoner**

DNB Bank ASA	1,60 %
Sparebank 1 SMN	1,69 %
Klaveness Combinatio ASA	1,50 %
<b>Totalt Obligasjoner</b>	<b>19,21 %</b>

**Vibrand Absolutt**

Porteføljen har hatt en positiv utvikling i måneden med en oppgang på +0,84%. Referanseindeksen (OSEFX) endte ned -1,21%.

**Endringer i porteføljen**

Vi har kjøpt oss opp i NAS, Scandic Hotels, Subsea 7, DNB, Aker BP, Scatec, Equinor og Pandox.

**Topp 10 aksjeposisjoner**

Orkla ASA	5,75 %
DNB Bank ASA	5,35 %
Storebrand ASA	5,18 %
Telenor ASA	4,99 %
Scandic Hotels Group AB	3,94 %
Telia Company AB	3,76 %
Aker BP	3,21 %
Yara International ASA	2,96 %
Mowi ASA	2,69 %
Pandox AB	2,66 %
<b>Resterende Posisjoner</b>	<b>36,70 %</b>
<b>Aksjer totalt</b>	<b>77,20 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>3,60 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100 %</b>

**Obligasjoner**

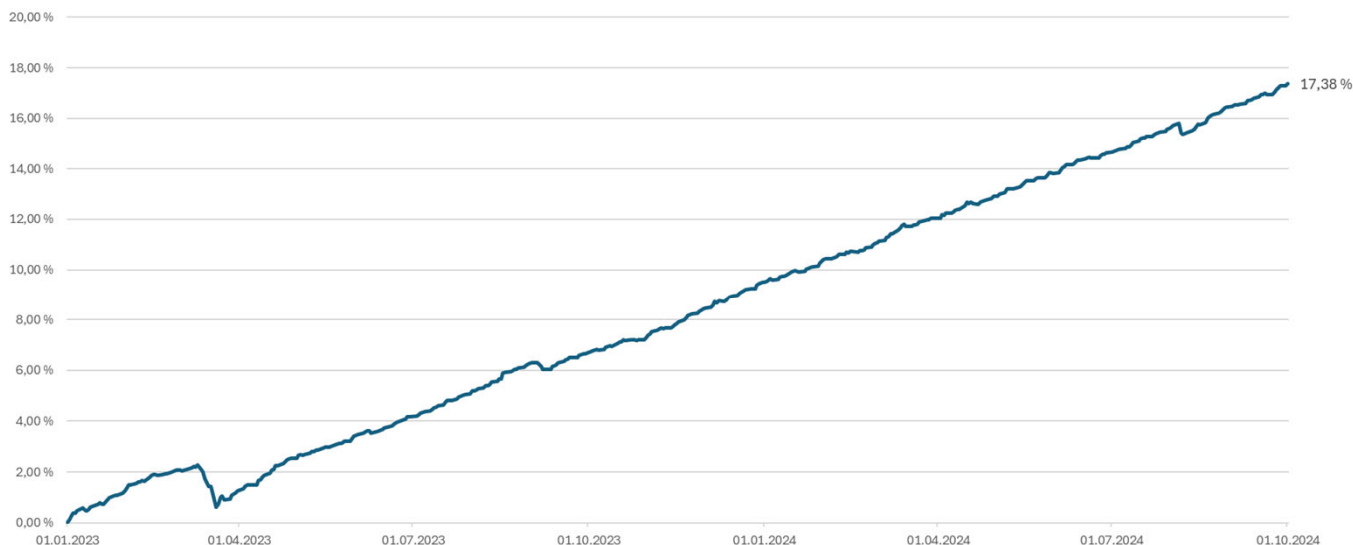
Vi har kjøpt SFL 09/29.







## Vibrand Kreditt



### Topp 10 obligasjonsposisjoner

Wallenius Wilhelmsen ASA	5,17 %
DNB Bank ASA	5,68 %
Kistefos AS	4,51 %
Ocean Yield AS	4,44 %
Stolt Nielsen Ltd	4,17 %
Hawk Infinity Software AS	3,65 %
Proector Forsikring ASA	3,19 %
Bonheur ASA	2,86 %
Klaveness Combinations Carriers ASA	2,52 %
Color Group AS	2,45 %
<b>Resterende Posisjoner</b>	<b>59,86 %</b>
<b>Obligasjoner totalt</b>	<b>96,06 %</b>
<b>Kontanter</b>	<b>2,62 %</b>
<b>Total portefølje</b>	<b>100 %</b>

### Vibrand Kreditt

Vibrand Kreditt er opp 0,80% i september. Med dette er fondet opp 7,18% per utgangen av september.

Emisjons marked for high yield tok seg betraktelig opp i september, samt at omsetningen i annenhåndsmarkedet har vært bedre enn på lang tid. Generelt har vi sett bedre kurser på papirene i vår portefølje og interessante nye papirer.

Vi har ikke solgt noen papirer fra porteføljen i spetember, men Odfjell Technology benyttet opsjonen til å innløse sitt lån med forfall i februar 2026. For dette betalte de en premie på 3,05%. De refinansierte seg med et nytt obligasjonslån med 4 års løpetid. Renten på det nye lånet ble 3,5% + Nibor3m. Lånet de refinansierte hadde rente på 7% + Nibor3m. Selv om renten nesten ble halvert var interessen for det nye lånet stor og Vibrand Kreditt fikk kun tildeling på 1/5 av gammel posisjon i det nye lånet.

Vi har også tegnet i følgende lån i spetember: Ship Finance 3,25 + Nibor3m, Sparebanken Sør 2,9% + Nibor3m, Haugesund Sparebank 3,4% + Nibor3m og Hawk Infinity Software 6,5% + Nibor3m.

Yield to maturity er 8,06 % og durasjonen 3,22. Andelen i fastrente er 11,23% og kontant andelen per månedsskifte og 2,6%.





## Våre forvaltere



### Carsten Winger

Daglig Leder/Forvalter

Carsten er utdannet ved University of San Francisco, USA. Han har drevet det som nå er Vibrand Kapitalforvaltning siden 2002. Han har jobbet innen finansnæringen siden 1987 og har bred erfaring fra hedgefond, renteforvaltning og valutamegling.



### Gudbrand Fløtaker

Forvalter Vibrand Kreditt

Gudbrand er utdannet ved Handelsakademiet og har bakgrunn fra finans og shipping. Han har 12 års erfaring fra administrasjon og forvaltning av verdipapirfond og har jobbet hos Vibrand siden 2008.



### Jacob Teigland

Forvalter

Jacob jobbet deltid som analytiker hos Vibrand Kapitalforvaltning mens han fullførte sin MSc in Finance ved Handelshøyskolen BI i Oslo. Siden sommeren 2022 har Jacob jobbet fulltid hos Vibrand Kapitalforvaltning som Analytiker & Forvalter.



### Runar Jacobsen

Forvalter

Runar er utdannet ved NTNU i Ålesund. Har erfaring med aksjeforvaltning som leder for børsgruppen ved NTNU Ålesund, Alpha Finance (vinner av den nasjonale konkurransen Skoleduellen i 2021-2022), samt jobbet med valuta- og shippingmarkedet.



### Sigve Eriksen

Avdelingsleder Haugesund

Sigve har lang erfaring fra finansnæringen og startet karrieren i SR-Bank med diverse roller fra 1986 til 2000. Han har jobbet som partner i Acta Kapitalforvaltning og daglig leder ved Navigea Securities. Han var co. founder og daglig leder av Vibrand Finans AS. Etter fusjonen med Atlas Kapitalforvaltning ble navnet endret til Vibrand Kapitalforvaltning AS.



### Thomas Markhus Endresen

Key account manager / operations

Thomas har økonomiutdanning fra Handelshøyskolen BI Bergen og flere års erfaring innen forsikring og finans. Han har jobbet 2 år som forsikringsrådgiver og over 5 år som kundekonsulent i Vibrand Fondene.





**VIBRAND**  
FONDENE

### Postadresse

Fornebuveien 84  
1366 Lysaker

E: [post@vibrandkapital.no](mailto:post@vibrandkapital.no)  
W: [vibrandfondene.no](http://vibrandfondene.no)

### Besøksadresse

Oslo

Fornebuveien 84  
1366 Lysaker

Haugesund

Spannavegen 152  
5535 Haugesund