



VIBRAND | FONDENE

MÅNEDSRAPPORT
FEBRUAR
2025



OSEBX	-1,70%	(i år 4,53%)	VIBRAND ABSOLUTT	+2,02%	(i år +7,15%)
OSEFX	-1,98%	(i år +4,60%)	VIBRAND NORDEN	+2,26%	(i år +5,97%)
S&P 500	-1,42%	(i år +1,24%)	VIBRAND KREDITT	+0,92%	(i år +1,66%)
VINX	+3,14%	(i år +8,27%)	VIBRAND BÆREKRAFT	+0,82%	(i år +5,25%)
DAX	+3,77%	(i år +13,27%)			

Litt om markedet

Det har vært en turbulent måned for aksjemarkedet. Europeiske børser har levert sterkere avkastning enn det amerikanske markedet. Vi har fått et blandet sett med makroøkonomisk data fra USA og Europa. Utenrikspolitikken til USA har tatt søkelyset, og vi forventer at dette vil fortsette å prege markedet i tiden fremover.

Resultatesesongen er godt i gang, og samlet sett er vi positivt overrasket over kvartalstallene. Industri, råvarer og materialer har levert noe bedre enn ventet, men forventningene var heller ikke veldig høye. De fleste bankene har levert bunnsolide rapporter, drevet av motstandsdyktig netto rentemargin og lavere lånetap. DNB skiller seg ut positivt, da de også klarte å vise til god lånevekst i kvartalet. Dette har ført til en reprising av hele banksektoren, hvor markedet i større grad har vært villig til å legge høyere multipler (ca. 10x vs. historisk 12x) på den ekstraordinære inntekten bankene for tiden har.

Trump har vært ekstremt aktiv i sine første uker som president. Foruten utallige presidentordrer, har vi fått et klart bilde på hvordan Trump vil føre utenrikspolitikken fremover. Tariff økningen (25%) rettet mot Mexico og Canada ble i utgangspunktet utsatt 1 måned. Siden ingen av landene i tilstrekkelig grad har klart å stoppe flyten av ulovlig innvandring og Fentanyl, innførte Trump tolløkningen 4.mars.

Den eneste tariffen som tredde i kraft med umiddelbar virkning, var rettet mot Kina (10%). Trump har også annonsert at denne tariffen skal dobles, som trolig vil tre i kraft på samme tidspunkt (4.mars). Kina har annonsert at de vil svare på tolløkninger med «alle nødvendige midler». Dette vil påvirke Kina negativt, da USA er en stor handelspartner. Lite hjelper det at den innenlandske etterspørselen fortsatt er lav i Kina. Når det er sagt, vil også USA merke effekten av at

kinesiske varer blir over 20% dyrere, da det i mindre grad finnes åpenbare substitutter for store deler av USA's import.

Videre har også EU blitt en målskive for USA. Enn så lenge har administrasjonen annonsert at tolløkningen mot EU vil bli på 25%. Det er fortsatt noe usikkerhet knyttet til hvilke varer som blir truffet av dette, men bilsektoren er spesielt utsatt. Europa importerer relativt få amerikanske biler. Noe av årsaken kan åpenbart være eksisterende tariffen, da EU i dag har 10%, sammenlignet med USA's 2.5%. Når det er sagt, skal man heller ikke glemme at europeere og amerikanere sine bilpreferanser, rett og slett er forskjellig. Europeere ønsker i større grad mindre biler med lavere utslipp, som også gir bedre forbruksøkonomi. Her stiller de europeiske bilprodusentene sterkere enn de amerikanske.

Trump har også uttrykt at han vil innføre gjensidige tollsatser mot land som pålegger toll på amerikanske varer. Årsaken til at vi trekker frem dette, er fordi vi mener det gir innsikt i hvordan Trump tenker. Her handler det ikke nødvendigvis om å straffe eller «ta igjen», men heller skape like konkurransevilkår. Dette mener vi går begge veier, da sektorspesifikke tollsatser er vanskelig å forsvare hvis ikke det begrunnes med nasjonal sikkerhet (mer relevant mot Kina enn EU). Eksempelvis, kan EU redusere tollsatsen på biler til 2.5% for å blidgjøre Trump. Dette ville for øvrig styrket EU's sak for at USA på sin side, burde redusere tollsatsene på lastebiler, hvor USA opererer med 25%, sammenlignet med EU's 10%. Trump's «Cherry picking» (selektiv utvelgelse) av tollsatser kan dermed virke mot sin hensikt. Ser vi på kjøretøysektoren i sin helhet, er tollnivået faktisk høyere i USA enn EU.





Om markedet

Det var en svært uheldig seanse som utspilte seg i det Hvite Hus, når Ukraina og USA skulle signere en revidert mineralavtale. Selv om den reviderte avtalen i større grad sikret et (finansielt) bånd mellom USA og Ukraina, var det ingen sikkerhetsgarantier på bordet, foruten den implisitte støtten USA ville gi til amerikanske selskaper og arbeidere som skal gjenoppbygge landet (dvs. fortsatt EU som skulle stille med styrker). Zelenskyj, har siden krigen startet vært klar på at sikkerhetsgarantier er alfa og omega. Uten slike garantier er det ingenting som stopper Putin fra å ta over ytterligere landområder (til og med nye land).

Dette er forståelig, ettersom det strengt tatt var ulike avtaler (inkl. våpenhvile og fangeutveksling) på plass når Russland invaderte i utgangspunktet.

Hele seansen har derimot sørget for at Europa står mer samlet enn de har gjort på lenge. Videre er det større sannsynlighet for at de største europeiske landene (inkl. Norge) vil mobilisere ytterligere kapital og forsvarsmateriell til Ukraina. Vi tror fortsatt at mineralavtalen kommer til å bli signert, i en eller annen form.

Makro

Vi har fått flere makroøkonomiske datapunkter fra USA. Arbeidsmarkedet avsluttet året sterk, med +307k nye jobber utenfor landbruket. Samme tall (non-farm payrolls) viste derimot kun +143k nye jobber i januar, betydelig lavere enn ventede +170k. Arbeidsledighet er fortsatt lav (4%) og lønnsveksten har kommet noe ned, men nivået er fortsatt sterkt. Som vi har trukket frem tidligere, har BNP veksten fortsatt å tendere nedover (Q4 2.3%), noe vi tror vil fortsette. Innkjøpsjefsindeksen (PMI) for industrien peker igjen oppover, etter en relativt svak avslutning på 2024 (siste 2 målinger over 50). Service PMI har beveget seg i motsatt retning, hvor februar tallene viste kontraksjon (negativ vekst) for første gang på over 2 år.

Europa sliter fortsatt med å få fart på økonomien. Kjerneinflasjonen har stagnert rundt 2.7%, vekstfaktoren vipper rundt nullpunktet og PMI for service og industri viser få tegn til kortsiktig bedring. På den andre siden, har rentenivået kommet

betraktelig ned, noe som taler for høyere kjøpekraft fremover, gitt fortsatt god lønnsvekst og lav arbeidsledighet. Foreslåtte tollsatser vil forverre situasjonen ytterligere, spesielt fordi Europa trenger flere vekstområder, noe som rimer dårlig med lavere global vekst.

I Norden har vi fått en del blandede signaler i løpet av måneden. Inflasjons og rentenivået er noe høyere i Norge, sammenlignet med Sverige, Danmark og Finland. Arbeidsledigheten er relativt lav på tvers av landene, men svenskene skiller seg ut negativt. Lønnsveksten er derimot fortsatt sterk, og aktiviteten ser ut til å tendere svakt oppover. Der vi ser størst ulikhet, er innenfor boligmarkedet. Boligmarkedet i Norge og Danmark ser ganske sterkt ut, mens det svenske markedet fortsatt er preget av usolgte boliger. Dette har lagt press på prisene, som igjen gjør det vanskelig å forsvare nybygg, da byggepris er høyere enn salgspris.

KPI Februar (Januar):

EMU: 2.4% YoY (+2.50%)

USA: N/A YoY (+3.00%)

Norway: N/A YoY (+2.30%)

China: N/A YoY (+0.50%)

PMI Manufacturing Februar (Januar):

EMU: 47.60 (46.60)

USA: 52.70 (51.20)

Norway: 51.90 (51.30)

China: 50.80 (50.10)

PMI Service Februar (Januar):

EMU: 50.60 (51.30)

USA: 51.00 (52.90)

China: 51.40 (51.00)

Retail Sales Januar (Desember):

EMU: N/A m/m (-0.20%)

USA: -0.90% m/m (+0.70%)

Norway: +1.10% m/m (+0.10%)

China: N/A m/m (+0.12%)

GDP Growth Q4 (Q3):

EMU: 0.00% Y/Y (+0.40%)

USA: +2.3% Y/Y (+3.10%)

China: +1.6% Y/Y (+1.30%)

Norway: -0.6% Y/Y (-1.6%)

Rate Policy Januar (siste):

ECB: 2.90% (2.90%)

USA: 4.50% (4.50%)

China: 3.10% (3.10%)

Norway: 4.50% (4.50%)





Markedssyn

Vi er fortsatt overvekt aksjer og høyrenteobligasjoner. Den siste tiden har vi derimot tatt opp kontantbeholdningen for aksjefondene, og allokert noe mer til obligasjoner for Vibrand Absolutt.

Vi opprettholder fortsatt en defensiv eksponering, med overvekt i bank/finans, matproduksjon, telekom og reiseliv. Denne eksponeringen har vært viktig for fondene så langt i 2025, hvor de fleste sektorene har fått en reprising. Etter hvert som oppsidepotensialet tas ut, vil vi redusere denne eksponeringen, til fordel for selskaper som drar nytte av høyere vekst.

Vi har fortsatt det samme markedssynet som vi hadde i slutten av 2024. De siste kvartalene har vi argumentert for lavere global vekst i første halvdel av 2025, før veksten tiltar i H2. Vi baserte hovedsakelig dette synet på trenden i makroøkonomisk data, som har tendert nedover i perioden. Trumps politikk kunne derimot forsterke denne effekten gjennom tariffen og/eller dempe effekten gjennom skatteletter og deregulering. Enn så lenge ser det ut til at handelspolitikken er i førersetet, noe som underbygger markedssynet om lavere vekst ytterligere. Politikken starter allerede å sette sitt preg på amerikanerne, som rapporterte den laveste forbrukertilliten på 8 måneder, mens inflasjonsforventningen for de neste 12 månedene økte betraktelig. Dette kan føre til at konsumentene holder tilbake investeringer på kort sikt, slik vi så i den siste PCE rapporten for januar, hvor disponibel inntekt øker mer enn ventet, samtidig som forbruk gikk ned.

Vår antagelse om fortsatt lavere vekst gjenspeiles i Atlanta FED's GDPNow, som estimerer BNP-veksten i USA. Modellen henter inn datapunkter som inngår i BNP-vekst etter hvert som de blir offentliggjort. Modellen er dermed svært volatil, spesielt tidlig i kvartalet, før forklaringssevne blir sterkere etter hvert som alle datapunktene har kommet. Seneste 19. februar pekte indeksen mot en BNP-vekst på 2.3% for Q1 (Q4 var 2,3%). Siste tids data (spesielt eksport og consumer spending) har derimot ført til en markant svekkelse, hvor den nå estimerer -1.5%.

Synet vårt på Europa har fått støtte fra de siste veksttallene fra Sverige. Vi har tidligere trukket frem en markedsanalyse laget av Swedbank, som vi stadig får mer tro på. Kort fortalt ser de på når konsum (i.e., varige goder) kan øke, som en funksjon av husholdningers kontantstrøm og renteutsikter. Resultatet viste at veksten i konsum burde vært ca. 0% i Q2, før den tok seg opp i Q3 og ytterligere i Q4. Ser vi på den faktiske veksten (BNP vekst), stemmer dette nokså bra med en stigningstakt på 0.2%, 0.6%

og 0.8% i henholdsvis Q2, Q3 og Q4. Denne trenden gjenspeiles i veksttallene for resten av EU for Q4, med unntak av Tyskland, som trakk seg litt tilbake (-0.2%).

Det politiske landskapet har endret seg over helgen. Europa kan ikke lenger blindt stole på at USA vil komme de til unnsetning, selv i en krigssituasjon. Siden Berlin-muren falt har forsvarsbudsjett som en prosent av totale offentlige utgifter sunket kraftig i Europa. Resultatet er en prosentvis endring på -9.1% (Italia), -27.9% (Tyskland), -35.7% (Frankrike), -39.6% Spania og -51.4% i UK. Selv om det vil ta tid å bygge opp forsvaret, ser vi økte offentlige budsjetter over de neste årene, som vil støtte veksten i regionen. Tyskland var først ute med et infrastruktur fond på hele EUR 500mrd, som skal investere i transport, energinettet og boligsektoren. Videre vil de endre grunnloven for å unnta forsvars- og sikkerhetsutgifter fra begrensningene på offentlige utgifter. Dette sender et tydelig signal til Russland og USA, hvor sistnevnte har argumentert for høyere forsvarsbudsjetter.

Vi mener fortsatt at investorer som kjøper USA i dag, betaler en høy inngangsbillett. Det amerikanske aksjemarkedet prises i dag nær rekordhøye verdsettelsesmultipler. Videre, ligger det en forutsetning om høyere vekst fremover, underbygget av den sterke amerikanske økonomien, og Trumps ventede politikk. Problemet, er at de fleste tiltakene som støtter kortsiktig vekst har blitt utsatt (deregulering, skattelett for bedrifter og privatpersoner), samtidig som de vekst-hemmede tiltakene (tariffer, høy USD, deportering) har økt i omfang.

I Europa er situasjonen nesten den motsatte. Aksjemarkedet er rimelig i absolutte og historisk termer. I tillegg, har styringsrenten nesten halvert seg fra toppen. Resultatet, er at man kan kjøpe seg inn på en relativt rimelig verdsettelse, hvor det kun ligger marginale bedringer i estimater fremover. Europa prises dermed billig på forsiktige estimater, hvor USA ser dyrt ut på optimistiske estimater.

Handelskrigen som nå har startet å utspille seg vil få betydelige negative konsekvenser for samtlige parter involvert. Europa, Canada, Mexico og Kina vil oppleve lavere vekst etter hvert som produktene deres mister konkurranseevne i sitt viktigste marked. Handelskrigen vil også ha negativ innvirkning på USA's økonomi, da de nå sikter seg inn på sine viktigste handelspartnere, og tariffene dekker et bredt spekter av produkter.





Markedssyn

Annonserede tariffen (inkl. EU som ikke har tredd i kraft) vil treffe ca. 51% av USA oljeimport, 72% av biler og bildeler, 77% av elektronikk, 57% av maskineri og industrivarer, 62% av landbruksprodukter og matvarer, 82% av legemidler og kjemiske produkter, 52% av tekstiler og 55% av alkohol importen. USAs handelspartnere er i større grad avhengige av USA enn det USA er av sine handelspartnere. Det sagt, mener vi også at dette vil redusere veksten i USA, og på sikt, medføre høyere inflasjon. Eksempelvis kan prisen på amerikansk produserte biler øke med 18% - 20%. Kombinerer vi dette med utviklingen i de makroøkonomiske indikatorene vi har sett så langt i 2025, kan USAs økonomi bevege seg mot et stagflasjonsscenario hvis tariffene blir værende, dvs. lavere vekst og vedvarende høy inflasjon.

I det korte bilde tror vi utslagene vil bli størst fra et vekstperspektiv. Nedadgående vekst vil i utgangspunktet bli «godt» mottatt av FED, som i større grad har muligheten til å kutte renten. Dette vil redusere den amerikanske 10-åringen og senke USD, noe vi allerede ser tendenser til. I et slik scenario, kan bortfallet av tariffen være tilstrekkelig for å unngå stagflasjon og øke aktiviteten.

Fordi vi fortsatt står ovenfor en volatil periode, hvor markedet kan svinge litt frem og tilbake, vil vi beholde vår defensive eksponering. Mange investorer (inkl. oss) ser på disse selskapene som en slags obligasjon, fordi utbytte avkastningen konkurrerer med

obligasjonsavkastningen. I tillegg, er flere av disse selskapene relativt skånet mot lavere global vekst og tariffen, noe som fører til lavere volatilitet. Når disse aksjene treffer våre kursmål, vil vi starte å redusere eksponeringen, slik vi allerede har gjort i bank/finans, matproduksjon og telekom (fortsett betydelige posisjoner).

De kortsiktige inflasjonsforventningene i USA vil i stor grad bli drevet av Trumps politikk. Når det er sagt, har inflasjonen kommet betraktelig ned fra høydene, selv om den ikke har truffet inflasjonsmålet helt enda. Arbeidsmarkedet ser fortsatt ut til å holde seg bra, samtidig som veksten i BNP, nesten holder trendnivået (ca. 3,1% historisk). Det økonomiske utgangspunktet er dermed veldig bra, noe som betyr at ballen egentlig ligger hos Trump.

Over de neste 6 måneder, tror vi forbrukeradferd vil skifte fra service-sentrert til konsum-sentrert. Etter flere år med relativt lavt forbruk, har det bygget seg opp en pent-up etterspørsel, som vi tror vil utløses av lavere renter. Før dette utspiller seg, vil vi vri porteføljen mot selskaper som drar nytte av lavere renter og høyere vekst. I mellomperioden kan vi se kontantbeholdningen i fondene stige noe, etter hvert som man reduserer defensive posisjoner, før vi allokere dette mot konsum-rettede selskaper.





Vibrand Norden



Topp 10 aksjeposisjoner

NOVO NORDISK A/S	5,70 %
ORKLA ASA	5,04 %
STOREBRAND ASA	5,02 %
SCANDIC HOTELS GROUP AB	4,39 %
TELIA COMPANY AB	4,10 %
YARA INTERNATIONAL ASA	3,74 %
TELENOR ASA	3,73 %
ERICSSON AB	3,43 %
DNB Bank ASA	3,37 %
SCATEC ASA	2,89 %
Resterende posisjoner	52,1 %
Aksjer totalt	93,5 %
Kontanter	6,5 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Norden

Fondet hadde en positiv utvikling i måneden med en oppgang på 2,26%. Referanseindeksen endte opp 0,58%.

Endringer i porteføljen

Vi har økt i Volvo Car, Nobia, Husqvarna, Novo, Hexagon Composites, Equinor, Scatec, Yara, Duni, Aker, Aker BP, Subsea 7, Hufvudstaden, Hexagon Purus, Storebrand og Lerøy.

Vi har redusert i Danske Bank, DNB, AKSO, SSAB og Storskogen.

Vi har solgt oss ut av Saga Pure, Axactor, Ambea og Trelleborg.

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

INWIDO AB	5,37 %
TELENOR ASA	5,20 %
DUNI AB	5,06 %
AKER ASA	4,79 %
VOLVO AB	4,64 %
STOREBRAND ASA	4,54 %
ORKLA ASA	4,48 %
NOVO NORDISK A/S	4,35 %
DNB Bank ASA	3,26 %
YARA INTERNATIONAL ASA	3,19 %
Resterende posisjoner	47,9 %
Aksjer totalt	92,8 %
Kontanter	7,2 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Bærekraft

Fondet hadde en positiv utvikling i måneden med en oppgang på 0,82%.

Endringer i porteføljen

Vi har kjøpt oss opp i Norva24, Novo Nordisk, Yara, Hexagon Composites, Hexagon Purus og Mowi. Sistnevnte er for øvrig ny i porteføljen.

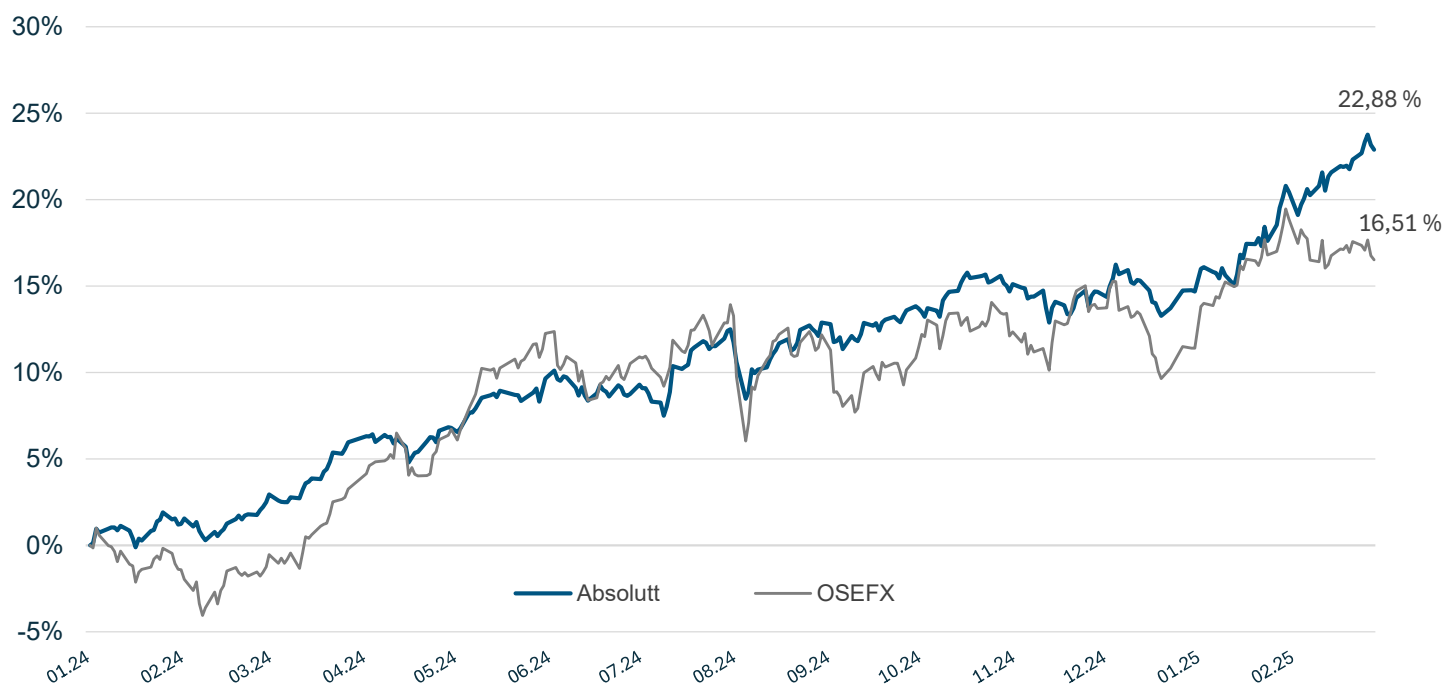
Vi har redusert i AKSO, Storebrand, SSAB, DNB og Volvo AB.

Vi har solgt oss ut av SATS.





Vibrand Absolutt



Topp 5 obligasjoner

SPAREBANK 1 SMN	1,72 %
DNB Bank ASA	1,16 %
SCATEC ASA	0,90 %
STOREBRAND ASA	0,89 %
Sparebank 1 Nord-Norge	0,85 %
Totalt obligasjoner	13,2 %

Topp 10 aksjeposisjoner

TELENOR ASA	5,17 %
ORKLA ASA	4,98 %
STOREBRAND ASA	4,96 %
YARA INTERNATIONAL ASA	4,00 %
SCANDIC HOTELS GROUP AB	3,79 %
TELIA COMPANY AB	3,66 %
DNB Bank ASA	3,51 %
AKER BP ASA	3,09 %
MOWI ASA	3,07 %
SCATEC ASA	2,86 %
Resterende posisjoner	37,8 %
Aksjer totalt	76,9 %
Kontanter	9,9 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Absolutt

Fondet leverte veldig sterk avkastning i februar, med en oppgang på 2,02%. Referanseindeksen (OSEFX), viste en nedgang på -1,98%.

Endringer i porteføljen

Vi har kjøpt oss opp i Equinor, Hexagon Composites, Scatec, Yara, Duni, Aker, Aker BP, MOWI, Subsea 7, Hufvudstaden og Lerøy.

Vi har redusert i Telenor, AKSO, Storebrand, SSAB, DNB, Swedbank og Nordea.

Vi har tradet (kjøpt og solgt) Danske Bank, Storskogen og Novo Nordisk.

Vi har solgt oss ut av Ambea og SATS.

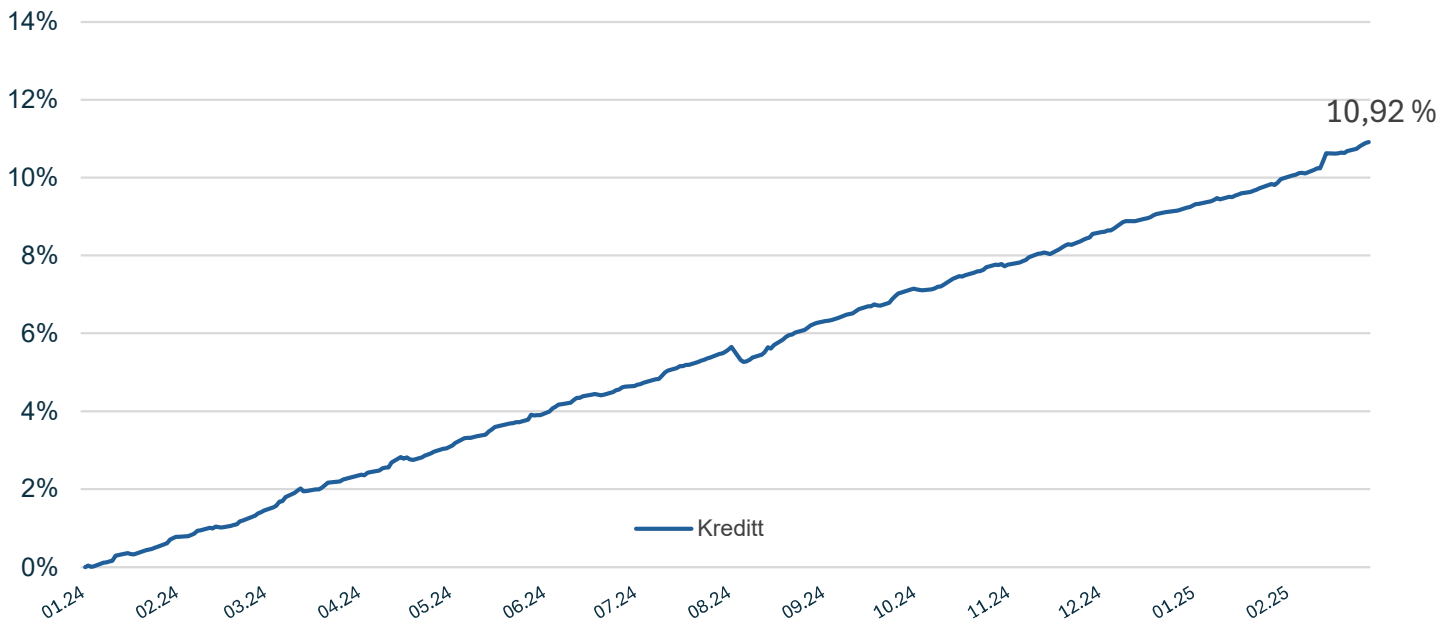
Obligasjoner:

Vi har kjøpt Storebrand T1 og Grieg Seafood.





Vibrand Kreditt



Topp 10 obligasjoner

DNB Bank ASA	5,05 %
KISTEFOS AS	4,82 %
OCEAN YIELD ASA	4,34 %
COLOR GROUP ASA	4,31 %
Wallenius Wilhelmsen ASA	4,28 %
Stolt Nielsen Ltd.	4,07 %
SPAREBANK 1 SMN	4,06 %
SCATEC ASA	3,78 %
PROTECTOR FORSIKRING ASA	3,34 %
SPAREBANKEN SØR	3,06 %
Resterende posisjoner	56,2 %
Obligasjoner totalt	97,3 %
Kontanter	2,7 %
Total portefølje	100,0 %

Vibrand Kreditt

Vibrand Kreditt er opp 0,92 % i februar og 1,66% så langt i år. Vi gjorde ingen handler i annenhåndsmarkedet i februar, men var aktiv i emisjons markedet og deltok i følgende:

- Scatec emitterte 1 mrd NOK i et papir med 4 års løpetid og rentemargin på 3,15%
- Protector Forsikring emitterte en AT2 på MNOK 800 med call i 2035 og rentemargin på 2,25%
- Storebrand Livsforsikring hentet MNOK 700 i AT1 med call i 2030 og rentemargin på 2,25%
- Hofseth International hentet 1 mrd NOK i et 5 års papir med rentemargin 7,50%
- Nortura hentet MNOK 600 i en hybrid bond, med call i 2035 og rentemargin 4,15%
- Grieg Seafood utstedte en evigvarende bond på 2 mrd NOK, med call i 2029 og rentemargin 5,75%

Alle emisjonene var godt mottatt i markedet og avkortningen i tildelingen ble til dels store. Med noen svært få unntak har det vært spread inngang på alle papirene i Vibrand Kreditt sin portefølje i februar.

Yield to maturity er 7,87 % og durasjonen 3,06. Andelen i fastrente er 11,97 %. Kontant andelen per månedsskifte var 2,69%.





VIBRAND
FONDENE

Postadresse

Fornebuveien 84
1366 Lysaker

E: post@vibrandkapital.no
W: vibrandfondene.no

Besøksadresse

Oslo

Fornebuveien 84
1366 Lysaker

Haugesund

Spannavegen 152
5535 Haugesund