

Sentimentet i finansmarkedene gjennom september ble i stor grad preget av videre renteoppgang og økt usikkerhet om de fremtidige rentenivåene. Situasjonen i Midtøsten forble fastlåst og fremsto om noe mer anspent. Forsyningsrisikoen anses høyere med Houthi-militsens potensielle blokade av Mandebstredet i Rødehavet og angrep på oljerelatert infrastruktur i Saudi-Arabia. Dette bidro til ytterligere oppgang i energiprisene og derav inflasjonsforventningene. Brent-oljen steg rundt 15% til i underkant av 105 USD pr. fat gjennom måneden. Markedet for raffinerte produkter, heriblant diesel og bensen, har dessuten blitt strammere. På tross av mer krevende finansielle forhold og vedvarende geopolitisk usikkerhet, fremstår utviklingen i global økonomi som relativt sterk. Dette gjenspeiles i generell oppgang i sentrale aktivitetsindikatorer. Vekstimpulsene tilknyttet kunstig intelligens har tiltatt, og spesielt vært en viktig driver bak aktiviteten i amerikansk økonomi. Dette bidrar også til økt underliggende inflasjonspress.

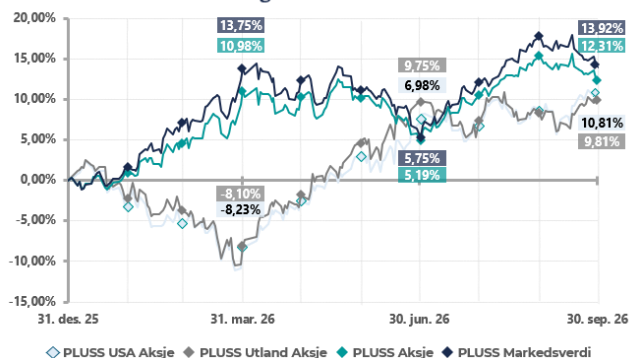
Flere av de toneangivende sentralbankene hevet sine respektive styringsrenter i september. I USA og euroområdet ble den som ventet satt opp med 25 rentepunkter til hhv. 3,75-4,00% og 2,50%. Det ble samtidig signalisert at rentene ville kunne holdes på et høyt nivå fremover, og i USA indikerte sentralbankens «Dotplot» høyere sannsynlighet for ytterligere innstramminger. Foruten potensielt økte rentedifferanser, har trolig Fed sin handling understøttet kredibiliteten i markedet, og derav tilliten til amerikanske dollar som generelt styrket seg i perioden. 10-års amerikansk statsrente steg 54 rentepunkter til 5,29%, mens den europeiske (Tyskland) steg 26 rentepunkter til 3,59%.

## Internasjonal aksjeutvikling

Det var generell nedgang i aksjemarkedene gjennom september, der renteoppgangen var en sentral katalysator bak sentimentskiftet. Utviklingen var imidlertid svært selektiv med til dels store avkastningsforskjeller mellom sektorer og regioner. Overordnet utmerket teknologi-relaterte selskaper seg positivt, mens øvrige sektorer hadde mer eller mindre negativ utvikling. Foruten fornyet rente- og inflasjonsfrykt, bidro ulike forhold tilknyttet AI-tematikken til å forsterke bevegelsene. *Finans, vareforbruk* og *stabil konsum* var blant de svakeste sektorene. I tillegg til den generelle markedsuren, ble spesielt amerikanske investeringsbanker tyngt av indikasjoner fra Bank of America (-11,6%) om svakere «trading»-inntekter i kvartalet. Frykt for svekkede marginer og redusert forbruksevne forsterket på sin side nedgangen i detaljhandelssegmentet. Det globale aksjemarkedet, representert ved MSCI World Index, falt 1,2% (i USD) i september. Den generelle dollarstyrkelsen medførte at indeksen endte opp 1,6% målt i NOK.

Det ble en svært begivenhetsrik måned tilknyttet utviklingen av kunstig intelligens. Nye milepæler og kontroverser fra Anthropic og OpenAIs mest avanserte modeller, økt fokus på «åpne» vs. «lukkede» modellvektorer, sentralisering vs. desentralisering, samt lekkasjen av det konfidensielle prospektet fra Anthropic i forbindelse med

## PLUSS-fondenes utvikling YTD



| Internasjonal utvikling (lokal valuta) | des. 25 | aug.26 | sep.26 | 1M %   | %YTD   |
|----------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| MSCI Europe (USD)                      | 12 346  | 13 716 | 13 091 | -4,6 % | 6,0 %  |
| MSCI World (USD)                       | 14 206  | 16 066 | 15 875 | -1,2 % | 11,8 % |
| MSCI USA (USD)                         | 19 714  | 22 235 | 22 147 | -0,4 % | 12,3 % |
| NASDAQ - New York                      | 23 242  | 26 371 | 26 861 | 1,9 %  | 15,6 % |
| S&P 500 - New York                     | 6 846   | 7 686  | 7 652  | -0,5 % | 11,8 % |
| Nikkei - Tokyo                         | 50 340  | 66 312 | 66 754 | 0,7 %  | 32,6 % |
| DAX - Frankfurt                        | 24 490  | 26 258 | 25 199 | -4,0 % | 2,9 %  |
| CAC 40 - Paris                         | 8 150   | 8 335  | 7 965  | -4,4 % | -2,3 % |
| FTSE - London                          | 9 931   | 10 824 | 10 606 | -2,0 % | 6,8 %  |
| SMI - Zürich                           | 13 267  | 14 286 | 13 830 | -3,2 % | 4,2 %  |
| OMX - Stockholm                        | 2 883   | 3 309  | 3 269  | -1,2 % | 13,4 % |

| Oslo Børs                      | des. 25 | aug.26 | sep.26 | 1M %   | %YTD    |
|--------------------------------|---------|--------|--------|--------|---------|
| Oslo Børs Fondsindeks          | 1 662   | 2 067  | 2 022  | -2,2 % | 21,7 %  |
| Oslo Børs Benchmarkindeks      | 1 688   | 2 118  | 2 075  | -2,0 % | 23,0 %  |
| OBX Indeks                     | 1 598   | 2 043  | 1 987  | -2,7 % | 24,4 %  |
| Finans                         | 5 225   | 6 338  | 6 071  | -4,2 % | 16,2 %  |
| Industri                       | 1 465   | 2 054  | 2 154  | 4,9 %  | 47,0 %  |
| Eiendom                        | 217     | 196    | 180    | -7,9 % | -17,0 % |
| Energi                         | 1 452   | 2 373  | 2 359  | -0,6 % | 62,4 %  |
| Materialer                     | 1 283   | 1 488  | 1 350  | -9,3 % | 5,2 %   |
| Forbruksvarer                  | 720     | 665    | 633    | -4,8 % | -12,1 % |
| Konsumentvarer                 | 4 154   | 3 777  | 3 683  | -2,5 % | -11,3 % |
| Helsevern                      | 358     | 439    | 398    | -9,3 % | 11,3 %  |
| Informasjonsteknologi          | 515     | 526    | 492    | -6,5 % | -4,5 %  |
| Telekommunikasjon og tjenester | 2 531   | 2 450  | 2 305  | -5,9 % | -8,9 %  |
| Forsyning                      | 867     | 833    | 811    | -2,7 % | -6,5 %  |
| SMB-indeks                     | 1 260   | 1 429  | 1 417  | -0,8 % | 12,4 %  |

| USA                       | des. 25 | aug.26 | sep.26 | 1M (bps) | YTD (bps) |
|---------------------------|---------|--------|--------|----------|-----------|
| 3-mnd. SOFR               | 3,65    | 3,80   | 4,08   | 28       | 43        |
| 10-års stat               | 4,15    | 4,76   | 5,29   | 54       | 114       |
| 30-års stat               | 4,83    | 5,25   | 5,64   | 39       | 81        |
| 10-års stat - 3-mnd. SOFR | 0,50    | 0,96   | 1,21   | 26       | 71        |

| Euroland                         | des. 25 | aug.26 | sep.26 | 1M (bps) | YTD (bps) |
|----------------------------------|---------|--------|--------|----------|-----------|
| 3-mnd. EURIBOR                   | 2,03    | 2,59   | 2,62   | 2        | 59        |
| 10-års stat                      | 2,86    | 3,32   | 3,59   | 26       | 72        |
| 10-års stat - 3-mnd. EURIBOR     | 0,84    | 0,73   | 0,97   | 24       | 13        |
| 10-års stat EU - 10-års stat USA | -1,29   | -1,43  | -1,71  | -27      | -42       |

| Norge                         | des. 25 | aug.26 | sep.26 | 1M (bps) | YTD (bps) |
|-------------------------------|---------|--------|--------|----------|-----------|
| 3-mnd. NIBOR                  | 4,07    | 4,61   | 4,80   | 19       | 73        |
| 2-års SWAP                    | 4,11    | 4,97   | 5,22   | 25       | 111       |
| 5-års SWAP                    | 4,07    | 4,67   | 4,91   | 24       | 84        |
| NST480 - 26/04/28             | 3,88    | 4,62   | 4,83   | 21       | 95        |
| NST483 - 17/09/31             | 4,00    | 4,46   | 4,71   | 25       | 71        |
| NST486 - 15/08/33             | 4,08    | 4,42   | 4,63   | 21       | 55        |
| NST488 - 12/06/35             | 4,19    | 4,45   | 4,60   | 15       | 41        |
| NST488 - 10 års EU            | 1,33    | 1,12   | 1,02   | -11      | -31       |
| 3-mnd. NIBOR - 3-mnd. EURIBOR | 2,04    | 2,02   | 2,18   | 17       | 14        |

|                  | des. 25 | aug.26 | sep.26 | 1M %   | %YTD   |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| USD/NOK          | 10,08   | 9,34   | 9,60   | 2,8 %  | -4,7 % |
| EUR/NOK          | 11,84   | 10,83  | 10,90  | 0,6 %  | -7,9 % |
| USD/EUR          | 0,85    | 0,86   | 0,88   | 2,1 %  | 3,5 %  |
| Brent Blend (1M) | 60,93   | 89,40  | 103,56 | 15,8 % | 70,0 % |

Kilde(r): LSEG, Norges Bank.

den ventede børsnoteringen, var sentrale forhold som ble mye debattert.

Mye av oppmerksomheten ble imidlertid rettet mot Meta Platforms (26,8%) sin lansering av Muse (les: personlig digital assistent). Gitt selskapets enorme skala med over 3,6 mrd. daglige brukere globalt på tvers av sine plattformer, vil monetisering av tjenesten potensielt være en sterk vekstkatalysator. Nyheten ga for øvrig ulike ringvirkninger, der spesielt økt fokus på agentisk-AI understøttet halvledersegmentet, og da i første rekke CPU-produsentene. Intel (34,3%) og AMD (30,0%) utmerket seg. Sistnevnte hevet for øvrig sitt årlige TAM-anslag (totalt adresserbart marked) fra rundt USD 2 til USD 2-3 billioner innen utgangen av 2030. Dette er følgelig ytterligere et positivt datapunkt som understøtter tiltagende etterspørsel drevet av den generelt sterke AI-adopsjonen. Blant de øvrige toneangivende selskapene innenfor segmentet, var det positive bidrag fra Micron (11,1%), ASML (10,0%), og Nvidia (3,6%). Broadcom (-5,0%) utmerket seg imidlertid negativt til tross for en sterk resultatfremleggelse ved inngangen til måneden.

Lanseringen av Muse ga imidlertid tilbakevendende disrupsjonsfrykt i øvrige sektorer. Deler av tjenestesektoren (finansielle tjenester, forsikring, booking, telekom, rubrikk etc.), samt programvareselskaper ble igjen tynget (ref. parallellen tilbake i januar / februar som følge av lanseringen av Claude Cowork og OpenClaw). Alphabet (1,6%) ble også isolert sett negativt påvirket på bekymring for effekten på Google Search, men selskapets nye anslag om tilbakebetalingstid på AI-relaterte investeringer trakk trolig motsatt (tilbakebetalingstiden på TPU og eksterne AI-servere ble indikert å være i underkant av hhv. ett og to år). Benchmarkingen av deres nye språkmodell Gemini 4 Argon var dessuten oppløftende og vil trolig redusere frykten for at Alphabet er ute av kappløpet. Ellers var det positive bidrag fra Apple (5,1%) og Microsoft (1,1%), mens Amazon (-4,1%) trakk ned.

Det amerikanske aksjemarkedet utmerket seg i relative termer gjennom september. NASDAQ-indeksen endte opp 1,9%, mens S&P 500 falt marginale 0,5%. I Europa, hvor markedene har relativt lite eksponering mot teknologi-relaterte selskaper, og samtidig større andel mot verdiorienterte og defensive sektorer, var utviklingen generelt svak. Av de toneangivende markedene klarte FTSE-indeksen (Storbritannia) seg best med et fall på 2,0%. SMI-indeksen (Sveits) endte ned 3,2%, mens DAX-indeksen (Tyskland) og CAC 40-indeksen falt i området 4,0-4,5%. I Asia steg Nikkei 225-indeksen (Japan) 0,7% (alle tall i lokal valuta).

## Norsk aksjeutvikling

Oslo Børs, som er mer syklisk og råvarebasert enn de øvrige markedene, klarte seg relativt bra sammenlignet med Europa for øvrig i september. Benchmarkindeksen og fondsindeksen endte ned i området 2,0-2,2%. Shipping var den sterkeste undersektoren og var samlet den sterkeste bidragsyteren, der Frontline (23,5%) var fremtredende. Videre bidro blant annet kursutviklingen i Kongsberg Gruppen (0,8%) og SalMar (0,5%) til å dempe fallet blant de toneangivende selskapene i indeksene. Til tross for den kraftige oljeprisoppgangen var det overordnet svake bidrag

fra de oljerelaterte selskapene. Vår Energi (2,3%) og Equinor (0,0%) hevdet seg best, mens Aker BP (-4,8%) og Subsea 7 (-5,7%) underpresterte. Utviklingen må sees i sammenheng med flere nedrevideringer av sektoren. Foruten generell rentefrykt tynget Muse-lanseringen blant annet Vend Marketplaces (-18,2%), Gjensidige Forsikring (-8,7%), Telenor (-6,5%) og Storebrand (-5,8%). Norsk Hydro (-12,0%) korrigerer også ned på fallende aluminiumspriser, mens kursutviklingen i Tomra Systems (-15,3%) ble spesielt forsterket av mindre visibilitet rundt den fremtidige panteordningen i det franske markedet.

## PLUSS-fondene

PLUSS-fondene har brede og balanserte sammensatte porteføljer konsentrert rundt de toneangivende og anerkjente selskapene. Våre internasjonale aksjefond leverte marginalt lavere avkastning sammenlignet med de respektive referanseindeksene i september. Overordnet bidro primært eksponeringen mot BigTech positivt. Kursutviklingen i Meta Platforms (26,8%), Micron (11,1%), Apple (5,1%) og Nvidia (3,6%) var de mest fremtredende. Innenfor helse var utviklingen også gjennomgående understøttende i relative termer. Thermo Fisher (9,5%) og Abbvie (2,0%) utmerket seg. På motsatt side bidro spesielt amerikanske finansaktører negativt, anført av Goldman Sachs (-11,7%) og JP Morgan (-7,1%). Amazon (-4,1%) og Netflix (-14,2%) trekkes også frem blant de mest negative bidragsyterne. Våre norske aksjefond leverte noe svakere avkastning enn fondsindeksen. Overordnet bidro den samlede shipping-eksponeringen positivt, samt posisjonene mot oppdrettsnæringen i relative termer. Odfjell Drilling (8,6%) trekkes også frem. Vend Marketplaces (-18,2%) og Tomra (-15,3%) var blant de svakeste bidragsyterne, i kombinasjon med Norsk Hydro (-12,0%).

Fremover tror vi AI-tematikken forblir en dominerende underliggende driver med positive ringvirkninger på øvrige sektorer. AI-boble narrativet med stadig frykt for overinvesteringer og strukket verdsettelse mener vi til dels er sterkt overvurdert, da det strider mot hva løpende datapunkter tilsier. Den koordinerte gjengangsmelodien de siste to årene er at etterspørsel etter AI-tjenester akselererer i et tempo man ikke evner å betjene. Vi anser flere av de toneangivende selskapene attraktivt priset på tvers av sektorer. Multiplene har dessuten generelt kommet ned i tråd med stadig oppjusterte konsensusestimater. Det sagt tror vi volatiliteten forblir høy i tiden fremover, og at utviklingen i rentemarkedet vil forsterke bevegelsene. Opptrappingen til mellomvalget i USA (primo november) vil dessuten også trolig påvirke sentimentet kortsiktig.

Vi tror fortsatt kvalitetsaksjer vil stå seg relativt godt i tiden fremover og at de langsiktige verdidriverne ikke gjenspeiles i dagens prising. Våre internasjonale aksjefond er eksponerte mot solide selskaper med ledende posisjoner globalt, og da primært innenfor IT-relaterte, stabilt konsum, farmasi og finans. Våre norske aksjefond er tilsvarende godt posisjonerte mot sektorene innenfor olje og sjømat. PLUSS-fondene har balanserte sammensatte porteføljer konsentrert rundt de toneangivende og anerkjente selskapene. Våre fond har mandater rettet mot de etablerte og velutviklede markedene (det vil si de vestlige



markedene). Forvaltningen er i tråd med anerkjente etiske retningslinjer nedfelt i FNs Global Compact's 10 prinsipper om menneskerettigheter, arbeidsforhold, miljø og korrupsjonsbekjempelse. Disse kriteriene er bl.a. ivaretatt gjennom de etiske retningslinjene til Statens Pensjonsfond Utland (SPU). Vi betrakter dette som benchmark for etiske retningslinjer i Norge. For øvrig forvaltes fondene i samsvar med internasjonalt anerkjente prinsipper og konvensjoner.