

Bevegelsene i finansmarkedene tiltok gjennom november, der endrede markedsforventninger til den amerikanske pengepolitikken stod sentralt. Fed-sjefens uttalelser i slutten av oktober, i kombinasjon med kontraktive signaler fra enkelte Fed-representanter ved inngangen til måneden, medførte økt tiltro til at de forespeilede rentekuttene ville bli skjøvet ut i tid. Gjenåpningen av offentlig sektor, samt indikasjoner om et noe svakere moment i amerikansk økonomi, medførte imidlertid et nytt markert skifte i renteforventningene utover i måneden. Dette ble forsterket av uttalelser fra øvrige Fed-medlemmer som understøttet snarlige rentekutt. Markedet priser nå inn rundt 85% sannsynlighet for at sentralbanken kutter styringsrenten i desember med 25 rentepunkter til intervallet 3,5-3,75%. Den toneangivende amerikanske 10-års statsrenten falt 8 rentepunkter til 4,02% i november. I euroområdet har bevegelsene vært mindre fremtredende. Dette må sees i sammenheng med at markedsforventningene sammenfaller med sentralbankens (ECB) indikasjoner om at dagens rentenivå på 2,0% er forenlig med inflasjons- og vekstutsiktene. Den europeiske 10-års statsrenten steg fem rentepunkter til 2,69% i perioden.

Internasjonal aksjeutvikling

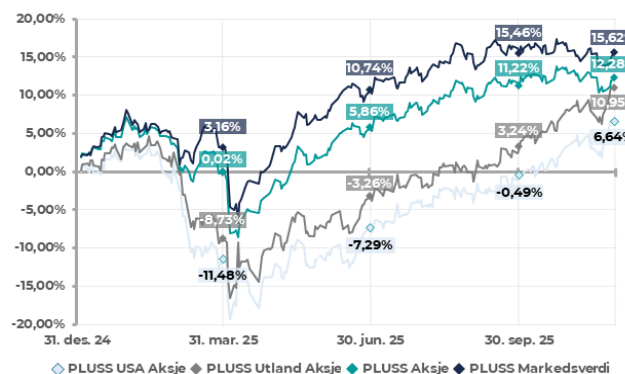
Flere forhold bidro til økte svingninger og rotasjoner i aksjemarkedene gjennom november. Overordnet ble sentimentet drevet av endrede renteforventninger, resultatfremleggelse og selskapsespesifikke begivenheter, samt tiltakende frykt tilknyttet tematikken rundt AI. I lys av den mer eller mindre sammenhengende aksjeoppgangen i enkelte segmenter siden inngangen til april har trolig gevinstsikring forsterket bevegelsene. Utviklingen var imidlertid todelt; markedet korrigerte ned gjennom første halvdel av måneden, for deretter å stige i andre. Bevegelsene ble derfor marginale, sett november under ett.

Det globale aksjemarkedet, representert ved MSCI World-indeks, steg 0,3% i perioden, men som følge av krone-svekkelse endte indeksen opp 1,2% målt i norske kroner. Av de toneangivende sektorene utpekte *Helsetjenester* seg klart positivt, etterfulgt av *Kommunikasjonstjenester*. På motsatt side var *Informasjonsteknologi* og *Forbruksvarer* blant de svakeste. Utviklingen i sistnevnte må riktignok sees i sammenheng med Tesla (-5,7%) og Amazon (-4,5%) som er betydelige komponenter i sektoren.

Flere av de toneangivende farmasiselskapene fortsatte det sterke momentet fra forrige måned. Relativt attraktiv verdsettelse og bedre visibilitet på rammebetingelsene for industrien i USA, som tidligere i år har vært forbundet med svært høy usikkerhet, var trolig sentrale drivere. Sentimentet ble også understøttet av oppløftende resultatfremleggelse, samt positiv nyhetsstrøm fra enkelte selskaper. Det er for øvrig nærliggende å tro at oppgangen ble forsterket av markedsrotasjoner, til dels drevet av gevinstsikring i «Big Tech». Eli Lilly (24,8%), Merck & Co. (21,9%) og Roche Holding (18,7%) var blant de med mest fremtredende kursutvikling.

De toneangivende IT-relaterte selskapene hadde generelt svak utvikling gjennom måneden. Tiltakende frykt for strukket verdsettelse og overinvesteringer tilknyttet AI-

PLUSS-fondenes utvikling YTD



Internasjonal aksjeutvikling (lokal valuta)	des. 24	okt. 25	nov. 25	%YTD	%1M
MSCI Europe (USD)	9 117	11 711	11 882	30,3 %	1,5 %
MSCI World (USD)	11 731	14 052	14 092	20,1 %	0,3 %
MSCI USA (USD)	16 804	19 719	19 718	17,3 %	0,0 %
NASDAQ - New York	19 311	23 725	23 366	21,0 %	-1,5 %
S&P 500 - New York	5 882	6 840	6 849	16,4 %	0,1 %
Nikkei - Tokyo	39 895	52 411	50 254	26,0 %	-4,1 %
DAX - Frankfurt	19 909	23 958	23 837	19,7 %	-0,5 %
CAC 40 - Paris	7 381	8 121	8 123	10,1 %	0,0 %
FTSE - London	8 173	9 717	9 721	18,9 %	0,0 %
SIX - Zürich	11 601	12 235	12 834	10,6 %	4,9 %
OMX - Stockholm	2 483	2 767	2 771	11,6 %	0,1 %

Oslo Børs	des. 24	okt. 25	nov. 25	%YTD	%1M
Oslo Børs Fondsindeks	1 381	1 588	1 583	14,6 %	-0,3 %
Oslo Børs Benchmarkindeks	1 425	1 612	1 610	13,0 %	-0,1 %
OBX Indeks	1 330	1 526	1 524	14,6 %	-0,1 %
Finans	3 675	4 771	4 959	34,9 %	4,0 %
Industri	1 305	1 406	1 392	6,7 %	-1,0 %
Eiendom	170	189	213	25,7 %	12,7 %
Energi	1 389	1 445	1 409	1,4 %	-2,5 %
Materialer	976	1 138	1 173	20,2 %	3,1 %
Forbruksvarer	552	657	693	25,5 %	5,4 %
Konsumentvarer	3 497	3 807	3 925	12,2 %	3,1 %
Helsevern	267	350	335	25,6 %	-4,1 %
Informasjonsteknologi	495	565	501	1,2 %	-11,3 %
Telekommunikasjon og tjenester	2 045	2 594	2 513	22,9 %	-3,1 %
Forsyning	770	840	825	7,2 %	-1,8 %
SMB-indeks	1 034	1 192	1 180	14,0 %	-1,1 %

USA	des. 24	okt. 25	nov. 25	YTD (bps)	1M (bps)
3-mnd. SOFR	4,31	3,89	3,79	-52	-10
10-års stat	4,57	4,10	4,02	-55	-8
30-års stat	4,79	4,67	4,67	-12	0
10-års stat - 3-mnd. LIBOR	0,26	0,21	0,23	-3	2

Euroland	des. 24	okt. 25	nov. 25	YTD (bps)	1M (bps)
3-mnd. EURIBOR	2,71	2,04	2,06	-65	2
10-års stat	2,36	2,63	2,69	32	5
10-års stat - 3-mnd. EURIBOR	-0,35	0,59	0,63	98	3
10-års stat EU - 10-års stat USA	-2,21	-1,47	-1,33	88	14

Norge	des. 24	okt. 25	nov. 25	YTD (bps)	1M (bps)
3-mnd. NIBOR	4,68	4,25	4,22	-46	-3
2-års SWAP	4,32	4,10	4,08	-23	-2
5-års SWAP	4,09	3,96	3,97	-11	1
NST479 - 17/02/27	3,91	3,87	3,96	5	9
NST480 - 26/04/28	3,84	3,83	3,83	-1	0
NST481 - 06/09/29	3,87	3,87	3,86	-1	-1
NST482 - 19/08/30	3,87	3,90	3,89	2	-1
NST483 - 17/09/31	3,87	3,92	3,92	5	0
NST484 - 18/05/32	3,89	3,94	3,94	5	0
NST486 - 15/08/33	3,89	3,96	3,98	9	2
NST487 - 13/04/34	3,89	3,99	4,03	14	4
NST488 - 12/06/35	-	4,02	4,08	-	6
NST486 - 10 års EU	1,53	1,36	1,34	-18	-1
3-mnd. NIBOR - 3-mnd. EURIBOR	1,97	2,21	2,16	19	-5

	des. 24	okt. 25	nov. 25	%YTD	%1M
USD/NOK	11,35	10,08	10,17	-10,4 %	0,9 %
EUR/NOK	11,80	11,65	11,76	-0,3 %	1,0 %
USD/EUR	0,97	0,87	0,86	-11,3 %	-1,1 %
Brent Blend (2M)	75,15	65,65	63,60	-15,4 %	-3,1 %

Kilde: LSEG / Norges Bank



infrastruktur, i kombinasjon med potensielt endrede konkurranseforhold, tynget generelt sentimentet. Det var imidlertid unntak, der Alphabet (13,9%) og Broadcom (9,0%) utmerket seg positivt. Oppmerksomheten rundt Googles (les: Alphabet) egenutviklede TPU-chips (applikasjons-spesifikk), co-designet av Broadcom, tiltok i november etter lanseringen av Gemini 3.0. Språkmodellen, som er bygget på nevnte TPU, oppnår blant annet sterke referanseverdier på resonnering (les: logisk tolkning) og multimodal forståelse (les: tekst, bilde, video, koding etc.) og vil således bli en betydelig større utfordrer til blant annet OpenAI's ChatGPT 5.1 enn tidligere antatt. Videre meldte The Information at Meta Platforms (-0,1%) angivelig ville supplere deres Nvidia dominerte «GPU-park» med Googles TPU'er i tiden fremover. Disse forholdene har trolig vært en medvirkende årsak (les: rotasjonseffekter) til nedgang iblant annet Oracle (-23,1%), Microsoft (-4,8%) og Amazon (-4,5%). Frykt for økt konkurranse tynget også Nvidia (-12,6%) isolert. Selskapet leverte for øvrig en meget sterk resultatfremleggelse, der veksten i datasentersegmentet re-akselererer og de relativt høye marginene tiltar.

I USA endte S&P 500-indeksen marginalt opp (0,1%), mens NASDAQ-indeksen korrigerste ned 1,5%. Av de sentrale markedene i Europa utmerket SIX-indeksen (Sveits) seg med oppgang på 4,9%, mens DAX-indeksen (Tyskland) var svakest med nedgang på 0,5%. FTSE-indeksen (Storbritannia) og CAC 40-indeksen endte begge uendret gjennom måneden. I Asia korrigerste Nikkei 225-indeksen ned 4,1% etter det betydelige løftet i forrige måned (16,6%).

Oslo Børs

Oslo Børs hadde også marginale utslag i november, med fall i området 0,1-0,3% avhengig av indeks (Benchmark-indeksen, OBX-indeksen og Fondsindeksen). I tråd med utviklingen internasjonalt var det overordnet positive bidrag fra flere av de antatt mer defensive selskapene, heriblant Orkla (5,5%), Gjensidige Forsikring (3,9%), Mowi (3,8%) og SalMar (3,8%) av de toneangivende. Videre var kursutviklingen i DNB (4,7%) og Norsk Hydro (5,6%) relativt sterk. I motsatt ende var Vend Marketplaces (-19,5%), Kongsberg Gruppen (-7,5%) og oljeprodusentene blant de svakeste. Vend Marketplaces ble i stor grad tynget av frykt for AI-dreven konkurranse, mens Kongsberg Gruppen falt videre på svekket sentiment tilknyttet forsvarsindustrien. Dette må sees i sammenheng med angivelig fremgang i re-initierte fredssamtaler mellom Russland og Ukraina, fremforhandlet av USA. Oljemarkedet ble også tynget i så måte, med frykt for at de oljerelaterte sanksjonene mot Russland tones ned / oppheves. Brent-oljen falt 3,1% til 63,6 USD pr. fat, og var trolig utslagsgivende til nedgang i Aker BP (-6,3%), Vår Energi (-3,6%) og Equinor (-3,5%).

PLUSS-fondene

Overordnet var det relativt god utvikling i PLUSS-fondene gjennom november. I de internasjonale aksjefondene var det spesielt sterke bidrag samlet fra farmasiselskapene, anført av Eli Lilly (24,8%) og Merck & Co (21,9%), samt Roche Holding (18,7%) i PLUSS Utland Aksje. Videre understøttet den øvrige defensive eksponeringen generelt oppgangen (les: stabilt konsum og deler av finanseksponeringen).

Alphabet (13,9%) var imidlertid det selskapet som utmerket seg best og som bidro mest i relative termer. På motsatt side dempet kursutviklingen blant annet i Nvidia (-12,6%), Microsoft (-4,8%) og Amazon (-4,5%) fondenes avkastning i perioden. I de norske fondene var utviklingen mer eller mindre i tråd med referanseindeksen. Generelt var Norsk Hydro (5,6%), Subsea 7 (5,5%), Odfjell Drilling (5,5%), DNB (4,7%) og Mowi (3,8%) blant de sterkeste bidragsyterne, mens Vend Marketplaces (-19,4%), Austevoll Seafood (-7,5%), AkerBP (-6,5%), Equinor (-3,5%) og Telenor (-3,0%) var blant de svakeste.

Fremover tror vi investorsentimentet vil understøttes av utsikter til ytterligere rentekutt fra Fed, i kombinasjon med utsikter til støttende aktivitet i ulike deler av global økonomi. Isolert vil dette stimulere investeringsaktiviteten, samt bidra til å forlenge det relativt sterke inntjeningsmomentet til de dominerende selskapene. «The One Big Beautiful Bill Act» vil dessuten ha forsterkende effekter, og da i første runde gagne de amerikanske. Effekten av de utvidede skattelettene vil etter alt å dømme materialisere seg gradvis i tiden fremover. Selv om forventningsverdiene til enkelte AI-relaterte selskaper syntes overvurderte, anser vi ikke prisingen generelt strukket. Vekstimpulsene har tiltatt, hvilket gjenspeiles i sterk underliggende inntjeningsvekst og økende ordreinngang. Vi oppfatter at adopsjonen av AI-relaterte tjenester er sterkt voksende og at anvendelsesområdet stadig utvides. Tiltakende investeringsaktivitet i infrastruktur må sees i sammenheng med akselererende etterspørsel etter prosesseringskraft. Videre vil inngangen til fysisk-AI, som er ved et kommersielt brytningspunkt, potensielt gi betydelig forsterkende effekter.

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 internasjonale anerkjente prinsipper og konvensjoner.