

Re-eskalering av konflikten i Midtøsten, og derav økt frykt for mer varige tilbudsforstyrrelser i regionen, dominerte sentimentet i finansmarkedene i juli. Tilbakevendende inflasjonsbekymringer trakk renteforventningene høyere, der utslagene var størst på de lengre løpetidene. Amerikanske og europeiske 10-års statsrenter steg henholdsvis 32 og 34 basispunkter. 30-års statsrenten i USA endte for øvrig på sitt høyeste nivå siden 2007. Utviklingen må også ses i sammenheng med rentemøtet i USA, hvor Fed som ventet holdt styringsrenten i ro på møtet i slutten av juli. Markedet oppfattet imidlertid signalene fra den påfølgende pressekonferansen noe mer innstrammende. Dette trakk isolert markedsrentene ytterligere opp.

Internasjonal aksjeutvikling

Det var en svært todelt utvikling i aksjemarkedene gjennom juli, der gjenopptrappingen av krigen i Midtøsten stod sentralt. Sentimentet gikk i favør av verdiorienterte og mer defensive segmenter på bekostning av selskaper med sterk vekstprofil og relativt høye verdsettelsesmultipler. Rotasjonen må til dels ses i sammenheng med prisoppgang på sentrale råvarer og økte rentenivåer. Bildet var imidlertid mer sammensatt. Halvledersektoren korrigerte kraftig tilbake etter den ekstraordinære oppgangen i andre kvartal, og preget spesielt utviklingen i USA, Japan og enkelte fremvoksende markeder. I kombinasjon med signaler om ytterligere kapasitetsutvidelser innen minne, og en tilbakevendende frykt for teknologiske AI-fremskritt med økt konkurranse fra Kina, ble nedgangen forsterket av betydelige tvangssalg av høyt belånte posisjoner.

Det globale aksjemarkedet, representert ved MSCI World Index, steg 0,5% (i USD) i juli. Den generelle kronestyrkelsen medførte at indeksen endte ned 3,5% målt i NOK. Økte olje- og gasspriser understøttet energisektoren, som hevdet seg best. Videre var det sterk utvikling i spesielt finans, helse og stabilt konsum. Teknologisektoren var i motsatt ende svakest, der primært det nevnte halvledersegmentet tyngtet. Merk at PHLX Semiconductor Sector Index falt i overkant av 20%, på tross av moderat oppgang i Nvidia (0,3%) og Broadcom (3,1%) som er blant de største enkeltkomponentene. Intel (-35,4%), Applied Materials (-29,8%) og Micron Technology (-28,7%) var sentrale negative bidragsyttere.

De foreløpige resultatfremleggelsene har igjen vært solide og fungert som en sentral motvekt til de mer anspenne geopolitiske forholdene, samt økte renteforventninger. I USA, hvor i underkant av 2/3 i S&P 500 har rapportert, har 86% av selskapene slått konsensusestimaterne. Underliggende årlig inntjeningsvekst anslås å være tett på 30% aggregert. I Europa, hvor over halvparten av selskapene i STOXX Europe 600 har levert tall, har tendensen også vært sterk, dog ikke like fremtredende.

PLUSS-fondenes utvikling YTD



Internasjonal utvikling (lokal valuta)	des. 25	jun.26	jul.26	1M%	%YTD
MSCI Europe (USD)	12 346	13 310	13 524	1,6 %	9,5 %
MSCI World (USD)	14 206	15 583	15 663	0,5 %	10,3 %
MSCI USA (USD)	19 714	21 624	21 644	0,1 %	9,8 %
NASDAQ - New York	23 242	26 214	25 374	-3,2 %	9,2 %
S&P 500 - New York	6 846	7 499	7 490	-0,1 %	9,4 %
Nikkei - Tokyo	50 340	70 062	64 362	-8,1 %	27,9 %
DAX - Frankfurt	24 490	24 996	25 629	2,5 %	4,7 %
CAC 40 - Paris	8 150	8 404	8 510	1,3 %	4,4 %
FTSE - London	9 931	10 497	10 868	3,5 %	9,4 %
SIX - Zürich	13 267	14 194	14 346	1,1 %	8,1 %
OMX - Stockholm	2 883	3 203	3 247	1,4 %	12,6 %

Oslo Børs	des. 25	jun.26	jul.26	1M%	%YTD
Oslo Børs Fondsindeks	1 662	1 877	1 969	4,9 %	18,5 %
Oslo Børs Benchmarkindeks	1 688	1 907	2 018	5,8 %	19,6 %
OBX Indeks	1 598	1 841	1 957	6,3 %	22,5 %
Finans	5 225	5 714	6 020	5,3 %	15,2 %
Industri	1 465	1 818	1 887	3,8 %	28,8 %
Eiendom	217	197	198	0,5 %	-9,1 %
Energi	1 452	1 938	2 254	16,3 %	55,3 %
Materialer	1 283	1 422	1 410	-0,8 %	9,9 %
Forbruksvarer	720	670	657	-2,0 %	-8,8 %
Konsumtvarer	4 154	3 454	3 727	7,9 %	-10,3 %
Helsevern	358	359	382	6,2 %	6,7 %
Informasjonsteknologi	515	512	498	-2,9 %	-3,3 %
Telekommunikasjon og tjenester	2 531	2 558	2 386	-6,7 %	-5,7 %
Forsyning	867	845	810	-4,1 %	-6,6 %
SMB-indeks	1 260	1 326	1 366	3,1 %	8,4 %

USA	des. 25	jun.26	jul.26	1M (bps)	YTD (bps)
3-mnd. SOFR	3,65	3,73	3,75	2	10
10-års stat	4,15	4,42	4,75	32	59
30-års stat	4,83	4,90	5,28	37	45
10-års stat - 3-mnd. SOFR	0,50	0,69	1,00	31	49

Euroland	des. 25	jun.26	jul.26	1M (bps)	YTD (bps)
3-mnd. EURIBOR	2,03	2,32	2,48	16	46
10-års stat	2,86	2,87	3,21	34	35
10-års stat - 3-mnd. EURIBOR	0,84	0,54	0,72	18	-11
10-års stat EU - 10-års stat USA	-1,29	-1,56	-1,54	2	-25

Norge	des. 25	jun.26	jul.26	1M (bps)	YTD (bps)
3-mnd. NIBOR	4,07	4,57	4,62	5	55
2-års SWAP	4,11	4,86	5,04	17	93
5-års SWAP	4,07	4,48	4,71	23	64
NST480 - 26/04/28	3,88	4,58	4,71	14	83
NST483 - 17/09/31	4,00	4,30	4,48	18	48
NST486 - 15/08/33	4,08	4,20	4,41	21	33
NST488 - 12/06/35	4,19	4,21	4,44	22	25
NST488 - 10 års EU	1,33	1,35	1,23	-12	-10
3-mnd. NIBOR - 3-mnd. EURIBOR	2,04	2,25	2,14	-11	9

	des. 25	jun.26	jul.26	1M%	%YTD
USD/NOK	10,08	9,93	9,53	-4,0 %	-5,5 %
EUR/NOK	11,84	11,31	10,94	-3,3 %	-7,6 %
USD/EUR	0,85	0,88	0,87	-0,8 %	2,3 %
Brent Blend (1M)	60,93	72,94	90,11	23,5 %	47,9 %

Kilde(r): LSEG, Norges Bank.

Blant de toneangivende selskapene i MSCI World-indeksen bidro særlig Microsoft (24,6%) og Amazon (13,9%) positivt. Begge steg markert i forbindelse med sine respektive resultatfremleggelsler. Positive datapunkter tilknyttet AI-satsingen var en sentral katalysator. Amazon Web Services, som vokste 37% (år/år), hadde sin sterkeste veksttakt på 18 kvartaler, og da fra en betydelig høyere base. Ledelsen gav dessuten ytterligere visibilitet på hvordan Amazon forventer å kapitalisere på de stadig økte AI-relaterte investeringene. Microsoft Azure hadde også sterkere veksttakt enn ventet (43% år/år), samtidig som markedet ble beroliget av betydelig høyere brukervekst i Microsoft Copilot (over 50% økning i antall seter sammenlignet med foregående kvartal). Blant de dominerende skytjenesteleverandørene («hyperscalerne»), som også inkluderer Alphabet (-0,3 %), var Microsoft dessuten det eneste selskapet som ikke hevet investeringsanslaget og som genererte positiv fri kontantstrøm i kvartalet. Av øvrige meningsfulle bidragsytere fremheves også Apple (6,8%), JP Morgan (7,5%) og ExxonMobil (13,7%), mens spesielt Tesla (-26,0%) og ASML (-16,6%) trakk ned sammen med de tidligere omtalte halvlederselskapene.

Det amerikanske aksjemarkedet, representert ved S&P 500 og NASDAQ-indeksen, endte ned hhv. 0,1% og 3,2%. I Europa, hvor markedene med unntak av ASML har relativt lite eksponering mot teknologirelaterte selskaper (og da især halvledere), og samtidig større andel mot verdiorienterte og defensive sektorer, var utviklingen generelt positiv. Av de toneangivende markedene utmerket FTSE-indeksen (Storbritannia) seg med oppgang på 3,5%, etterfulgt av DAX-indeksen (Tyskland) som steg 2,5%. CAC 40-indeksen (Frankrike) og SIX-indeksen (Sveits) endte opp hhv. 1,3% og 1,1%. I Asia var det generell svak utvikling. Flere av de regionale indeksene med høy teknologikonsentrasjon utmerket seg negativt, anført av Sør-Korea og Taiwan (merk at disse markedene ikke inngår i MSCI World-indeksen). Nikkei 225-indeksen (Japan) falt 8,1% (alle tall i lokal valuta).

Norsk aksjeutvikling

Oslo Børs, som er mer syklisk og råvarebasert enn de øvrige markedene, utviklet seg relativt sterkt i juli. Benchmarkindeksen og fondsindeksen steg hhv. 5,8% og 4,9%. En markert oppgang i olje- og gassprisene understøttet de oljerelaterte selskapene. Brent-oljen (1M) steg 23,5% til rundt 90 USD pr. fat, mens TTF (les: europeisk referansepris for naturgass) endte opp rundt 35% (målt i USD/MMBtu). Den mer begrensede oppgangen i oljemarkedet må ses i sammenheng med endret kinesisk etterspørselsdynamikk. Betydelig utvidet lagerkapasitet anses å være en strukturell faktor, hvor importvolumene vil være mer prissensitive enn tidligere. Denne effekten har blitt tydeligere for markedet i perioder med relativt høye oljepriser den senere tiden. Merk at juni-volumene anslagsvis var 40% lavere enn samme periode i fjor, og tilbake på 2016 nivå. Videre er gasslagrene i Europa på denne tiden av året unormalt lave. Tilbudsforstyrrelsene i Midtøsten forsterker forsyningsusikkerheten tilknyttet bortfallet av russisk gass. Dette gjenspeiles av terminprisene som reflekterer en strammere markedsbalanse i de kommende kvartalene.

Equinor (23,3%) og AkerBP (12,4%) var sentrale bidragsytere til oppgangen på Oslo Børs. Den relative kursutviklingen må blant annet ses i sammenheng med den høyere gass-eksponeringen i førstnevnte. Videre var det positive bidrag fra spesielt finans, shipping og sjømat. SalMar (11,3%) og Mowi (10,8%) trekkes frem blant lakseoppdretterne. I motsatt ende var Subsea 7 (-5,8%), Telenor (-5,6%), Norsk Hydro (-3,5%) og Kongsberg Gruppen (-0,7%) blant de toneangivende selskapene med svakest kursutvikling, der skuffende resultatfremleggelsler (direkte eller indirekte) relativt til markedsforventningene i stor grad var utslagsgivende.

PLUSS-fondene

PLUSS-fondene har brede og balanserte sammensatte porteføljer konsentrert rundt de toneangivende og anerkjente selskapene. Våre internasjonale aksjefond leverte meravkastning sammenlignet med de respektive referanseindeksene i juli. Overordnet bidro eksponeringen mot de antatt mer defensive posisjonene positivt, der stabilt konsum og deler av farmasi trekkes frem. Microsoft (24,6%) og Amazon (13,9%) var imidlertid de sterkeste bidragsyterne i relative og absolutte termer. SaaS-eksponeringen, som gradvis ble tatt opp i løpet av andre kvartal, var også i sum relativt sterk. Micron Technology (-28,7%), Eli Lilly (-4,2%) og Meta Platforms (-1,2%) var blant de svakeste. I PLUSS Utland Aksje tyngtet også ASML (-16,6%) og Samsung Electronics GDR (-22,3%). Våre norske aksjefond leverte meravkastning i forhold til fondsindeksen. Overordnet bidro oljerelatert eksponering og posisjonene mot oppdrettsnæringen positivt, anført av Mowi (10,8%) og SalMar (11,3%). Tomra (10,2%), Storebrand (8,4%) og shipping generelt trekkes også frem.

Det er krevende å ha klare oppfatninger om hvordan konflikten i Midtøsten vil forløpe. I skrivende stund hevder Trump-administrasjonen å nærme seg en avtale med Iran med snarlig og total gjenåpning av Hormuz. Iran benekter imidlertid dette. Gitt opphold i angrepene anses situasjonen uansett deeskalert, hvilket blant annet gjenspeiles i fallende oljepris f.o.m. månedsskiftet. Fremover tror vi AI-tematikken forblir en dominerende underliggende driver. Det kraftige kursfallet blant komponentleverandørene (dvs. primært halvledersegmentet ekskludert Nvidia og Broadcom av de sentrale aktørene) anser vi i stor grad momentumdrevet, og i mindre grad tuftet på endrede fundamentale forhold. Enkelte selskaper har (og er fortsatt etter vårt skjønn) imidlertid vært strukket på pris, og korrigeringen fremstår berettiget. Det er lite som tilsier at investeringsaktiviteten avtar, snarere tvert imot (ref. siste uttalelser fra blant annet hyperscalerne). Frykten rundt de kinesiske AI-modellene, heriblant Kimi 3 og Qwen 3.8 Max, fremstår enn så lenge noe overdreven med paralleller til DeepSeek-momentet som utløste kortsiktig panikk januar i fjor. 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.

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 internasjonale anerkjente prinsipper og konvensjoner.