Svingningene i finansmarkedene tiltok i oktober med større rotasjoner på tvers av de sentrale aktivaklassene. Effekten av de økte rentenivåene, som generelt har vist en stigende tendens gjennom året, ble viet mer oppmerksomhet. Høyere avkastningskrav, mer krevende finansielle forhold, i kombinasjon med stadig økte statlige og private finansieringsbehov, trakk generelt risikosentimentet ned. I tillegg må utviklingen, og da spesielt i aksjemarkedene, sees i sammenheng med økte forventninger til en endret politisk maktbalanse i USA. Rentenivåene falt imidlertid relativt kraftig mot slutten av måneden, trolig drevet av høyere etterspørsel etter tradisjonelt sikre plasseringer. Den amerikanske og europeiske (tyske) 10-årige statsrenten endte ned hhv. 36 og 26 rentepunkter, sammenlignet med nivåene ved inngangen til måneden.

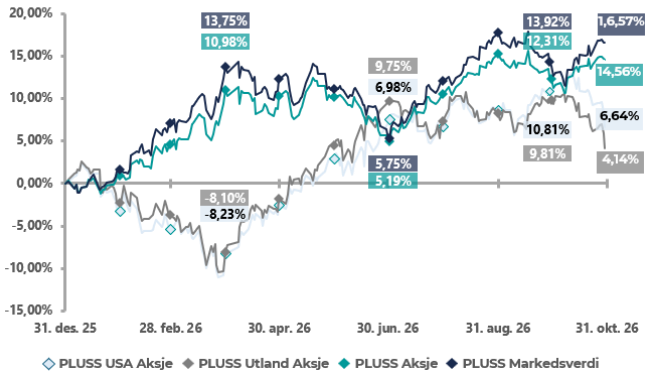
På tross av stadig uavklarte og anspente geopolitiske forhold, som forblir inflasjonsdrivende og uforutsigbare, samt strammere finansielle forhold, fremstår aktiviteten i global økonomi robust. Utviklingen i ulike aktivitets-indikatorer, samt oppjusterte vekstanslag gjennom oktober, indikerer at denne tendensen opprettholdes. I USA re-akselererte eksempelvis BNP-veksten (3,4% annualisert) i tredje kvartal. AI-relaterte investeringer forblir en sterk vekstimpuls, men spesielt utviklingen i privat konsum var oppløftende gitt vedvarende svak forbrukertillit. De ulike inflasjonsindikatorene trekker imidlertid videre opp, blant annet drevet av ytterligere oppgang i energiprisene. Brent-oljen steg i overkant av 13% til rundt 118 USD pr. fat som følge av den stadige fastlåste situasjonen i Midtøsten. Til tross for at den amerikanske og europeiske sentralbanken holdt styringsrenten uendret på deres respektive rentemøter i slutten av måneden, indikerer markedsforventningene at pengepolitikken blir mer innstrammende i tiden fremover.

Utfallet av mellomvalget i USA har bidratt til å forsterke de betydelige markedsbevegelsene ved inngangen til november. I skrivende stund har 10-årige statsrenter falt ytterligere, energiprisene har korrigert kraftig ned, samtidig som det har vært et betydelig nedsalg i spesielt leverandørleddet av den såkalte «AI-traden». Foruten økt optimisme til at konflikten i Midtøsten vil deeskalere i kjølvannet av valget, preges sentimentet av frykt for at demokratene vil innføre så omfattende reguleringer at det i praksis vil bremse eller stanse utbyggingen av AI-relatert infrastruktur. Dette vil i neste runde trekke vekstimpulsene i spesielt amerikansk økonomi ned. Vi mener denne frykten er sterkt overdrevet.

Internasjonal aksjeutvikling

Det var ekstraordinære rotasjonseffekter i aksjemarkedene gjennom oktober med en klar vridning mot de antatt defensive sektorene på bekostning av AI-relaterte navn. Ser man på utviklingen i USA isolert, har den relative avkastningsforskjellen mellom verdi- og veksttilnærming ikke vært like fremtredende siden tidlig 2000-tallet. Overordnet har det imidlertid vært sterke resultat-fremleggelser, og få datapunkter som tilsier konkrete endrede fundamentale forhold (snarere tvert om).

PLUSS-fondenes utvikling YTD



Internasjonal utvikling (lokal valuta)	des. 25	sep.26	okt.26	1M%	%YTD
MSCI Europe (USD)	12 346	13 091	13 142	0,4 %	6,4 %
MSCI World (USD)	14 206	15 875	15 753	-0,8 %	10,9 %
MSCI USA (USD)	19 714	22 147	21 929	-1,0 %	11,2 %
NASDAQ - New York	23 242	26 861	25 437	-5,3 %	9,4 %
S&P 500 - New York	6 846	7 652	7 580	-0,9 %	10,7 %
Nikkei - Tokyo	50 340	66 754	63 290	-5,2 %	25,7 %
DAX - Frankfurt	24 490	25 199	25 818	2,5 %	5,4 %
CAC 40 - Paris	8 150	7 965	7 969	0,1 %	-2,2 %
FTSE - London	9 931	10 606	10 730	1,2 %	8,0 %
SMI - Zürich	13 267	13 830	14 811	7,1 %	11,6 %
OMX - Stockholm	2 883	3 269	3 271	0,1 %	13,5 %

Oslo Børs	des. 25	sep.26	okt.26	1M%	%YTD
Oslo Børs Fondsindeks	1 662	2 022	2 077	2,8 %	25,0 %
Oslo Børs Benchmarkindeks	1 688	2 075	2 145	3,4 %	27,1 %
OBX Indeks	1 598	1 987	2 060	3,7 %	28,9 %
Finans	5 225	6 071	6 043	-0,5 %	15,7 %
Industri	1 465	2 154	2 219	3,0 %	51,4 %
Eiendom	217	180	179	-0,6 %	-17,5 %
Energi	1 452	2 359	2 610	10,7 %	79,7 %
Materialer	1 283	1 350	1 166	-13,7 %	-9,2 %
Forbruksvarer	720	633	633	0,0 %	-12,1 %
Konsumentvarer	4 154	3 683	3 808	3,4 %	-8,3 %
Helsevern	358	398	398	0,0 %	11,3 %
Informasjonsteknologi	515	492	496	0,9 %	-3,6 %
Telekommunikasjon og tjenester	2 531	2 305	2 443	6,0 %	-3,5 %
Forsyning	867	811	754	-7,0 %	-13,1 %
SMB-indeks	1 260	1 417	1 405	-0,8 %	11,5 %

USA	des. 25	sep.26	okt.26	1M (bps)	YTD (bps)
3-mnd. SOFR	3,65	4,08	4,05	-3	40
10-års stat	4,15	5,29	4,93	-36	78
30-års stat	4,83	5,64	5,31	-33	48
10-års stat - 3-mnd. SOFR	0,50	1,21	0,88	-33	38

Euroland	des. 25	sep.26	okt.26	1M (bps)	YTD (bps)
3-mnd. EURIBOR	2,03	2,62	2,68	6	65
10-års stat	2,86	3,59	3,32	-26	46
10-års stat - 3-mnd. EURIBOR	0,84	0,97	0,65	-32	-19
10-års stat EU - 10-års stat USA	-1,29	-1,71	-1,61	10	-31

Norge	des. 25	sep.26	okt.26	1M (bps)	YTD (bps)
3-mnd. NIBOR	4,07	4,80	4,78	-2	71
2-års SWAP	4,11	5,22	5,17	-5	106
5-års SWAP	4,07	4,91	4,83	-8	76
NST480 - 26/04/28	3,88	4,83	4,80	-3	92
NST483 - 17/09/31	4,00	4,71	4,62	-10	62
NST486 - 15/08/33	4,08	4,63	4,51	-12	43
NST488 - 12/06/35	4,19	4,60	4,48	-12	29
NST488 - 10 års EU	1,33	1,02	1,15	14	-17
3-mnd. NIBOR - 3-mnd. EURIBOR	2,04	2,18	2,10	-8	6

	des. 25	sep.26	okt.26	1M%	%YTD
USD/NOK	10,08	9,60	9,23	-3,9 %	-8,4 %
EUR/NOK	11,84	10,90	10,31	-5,4 %	-12,9 %
USD/EUR	0,85	0,88	0,90	1,6 %	5,2 %
Brent Blend (1M)	60,93	103,56	117,60	13,6 %	93,0 %

Kilde(r): LSEG, Norges Bank.

FONDSFORVALTNING AS
Snarøyveien 36
Postboks 1043 Forneburingen
Tlf: 23 00 12 50 – e-post: post@fondsforvaltning.no

Blant selskapene i S&P 500 har inntjeningsveksten (anslagsvis rundt 30% år/år) slått forventningene, dog ikke med samme tyngde som tidligere (les: oppjusterte konsensusestimater i forkant). Fremtidsutsiktene har imidlertid vært mer blandete, samtidig som enkelte selskapsspesifikke forhold har tynget og forsterket det negative sentimentet innenfor berørte verdikjeder tilknyttet AI-tematikken. I Europa har det også vært generelt sterke resultatfremleggelser, der spesielt olje- og gassrelaterte selskaper har dratt mye av inntjeningsveksten (anslagsvis rundt 25% år/år).

Økte bekymringer relatert til hvordan den omfattende utbyggingen av kunstig intelligens skal finansieres - gitt kapitalbehov og høyere alternativ avkastning - fremstår som en sentral driver bak rotasjonen. Videre bidro trolig økende forventninger til et demokratisk flertall i den amerikanske Kongressen til å intensivere bevegelsene utover i måneden (ref. nevnte reguleringsfrykt). Markedsdynamikken med økte tvangssalg, aktiverte stop-loss ordre, bruk av sikringsinstrumenter og gevinstsikring har dessuten gitt forsterkede effekter. *Energi*, *Stabilt konsum* og *Helse* var de sterkeste sektorene gjennom oktober, mens *Kommunikasjonstjenester* og *Teknologi* var de klart svakeste. Blant de mest toneangivende selskapene som inngår i indeksen var spesielt kursutviklingen i Eli Lilly (22,5%), Wal-Mart (18,9%), Mastercard (15,9%), ExxonMobil (15,1%) og Visa (15,1%) sentrale positive bidragsytere. Intel (-45,3%), Alphabet (-18,7%), AMD (-17,5%), Micron (-16,9%) og Nvidia (-10,4%) var i motsatt ende blant de mest negative. Det globale aksjemarkedet, representert ved MSCI World Index, falt 0,8% (i USD) i oktober. Den generelle styrkelsen av norske kroner medførte imidlertid at indeksen endte ned 4,6% målt i NOK.

Det amerikanske aksjemarkedet, representert ved S&P 500 og NASDAQ-indeksen, endte ned hhv. 0,9% og 5,3%. I Europa, hvor markedene med unntak av ASML (-11,4%) 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 SMI-indeksen (Sveits) seg med oppgang på 7,1%, der blant annet farmasiselskapene Roché (15,6%) og Novartis (11,5%), samt Nestlé (11,4%) var sentrale positive bidragsytere. Deretter fulgte DAX-indeksen (Tyskland) og FTSE-indeksen (Storbritannia) som endte opp hhv. 2,5% og 1,2%. CAC 40-indeksen (Frankrike) steg marginale 0,1%, der den politiske situasjonen stadig tynger sentimentet. I Asia falt Nikkei 225-indeksen (Japan) 5,2% (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 før øvrig i oktober. Fondsindeksen og Benchmark-indeksen endte opp i området 2,8-3,4%. Energisektoren var den klart sterkeste bidragsyteren, drevet primært av ytterligere oljeprisoppgang. Aker BP (15,3%) og Equinor (12,0%) var fremtredende gitt sine respektive indeksvekter. Kongsberg Gruppen (11,2%) steg på sin side i forbindelse med en sterk resultatfremleggelse, samt offentliggjøring av flere større kontrakter. Videre hevdet de antatt mer defensive selskapene seg, anført av blant annet Mowi (7,0%), Telenor (6,4%) og Orkla (5,5%). På den negative siden bidro spesielt kursutviklingen i Norsk Hydro (-20,0%), Aker (-15,7%) og Yara (-6,7%), samt industriell shipping til å dempe oppgangen.

PLUSS-fondene

PLUSS-fondene har brede og balanserte sammensatte porteføljer konsentrert rundt de toneangivende og anerkjente selskapene. Våre internasjonale aksjefond leverte samlet avkastning mer eller mindre i tråd med de respektive referanseindeksene i oktober. Overordnet var det sterke bidrag fra de mer defensive posisjonene, der spesielt farmasi, stabilt konsum og deler av finans-eksponeringen utmerket seg. Eli Lilly (22,5%), Mastercard (15,9%), Visa (15,1%), Proctor & Gamble (12,0%) og Berkshire Hathaway (8,9%) trekkes frem. På motsatt side var det svak utvikling i AI-relaterte navn, der Alphabet (-18,7%), Micron Technologies (-16,9%), Meta Platforms (-15,2%) og Nvidia (-10,4%) tynget. Våre norske aksjefond leverte noe svakere avkastning enn fondsindeksen i oktober. Overordnet bidro den samlede oljerelaterte eksponeringen positivt, anført av spesielt Aker BP (15,3%) og Odfjell Drilling (8,8%) i relative termer. Videre var det sterke bidrag fra blant annet Mowi (7,0%), og Vend Marketplaces (4,0%). Undervekt i Kongsberg Gruppen (11,2%) var imidlertid en sterk motvekt til fondenes relative avkastning i perioden.

Fremover tror vi AI-tematikken forblir en dominerende underliggende driver, men at den potensielt blir mer fragmentert avhengig av hvordan de varslede reguleringene implementeres. Vårt hovedscenario er at utbyggingen av datasentre i USA for 2027 i begrenset grad blir påvirket, ettersom hovedtyngden av prosjektene har nødvendige rammetillatelser og er under utbygging (ref. SemiAnalysis). Det sentrale spørsmålet blir snarere hvordan dette slår ut på kapasitetsveksten fra 2028 og utover. All den tid etterspørselen etter datakraft fortsetter å akselerere, noe løpende datapunkter tilsier, og at AI-adopsjonen fortsatt er i en tidlig fase, vil selskapenes insentiv til å imøtekomme etterspørselen være sterk. Eksisterende flaskehalser under-støtter svært rask innovasjonsevne (ref. *AWS project Houdini*, *DSX Pods fra Nvidia*, *Googles project Suncatcher* og *SpaceXs project Starmind* m.fl.). Vi tror derfor at eventuelle regulatoriske begrensninger blir møtt med betydelig økt innovasjonstakt, ytterligere teknologisk effektivisering, og alternativt geografisk re-allokering. Samtidig er det bred tverrpolitisk enighet i USA om at landet ikke må gi fra seg sitt teknologiske forsprang innen kunstig intelligens. Vi tror imidlertid at uforutsigbarheten dette medfører vil påvirke sentimentet kortsiktig. Videre vil fokuset på finansieringsrisiko dessuten trolig forbli en usikkerhetsfaktor. Utviklingen i spesielt oktober og ved inngangen til november viser viktigheten av å ha balanserte porteføljer.

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,

FONDSFORVALTNING AS
Snarøyveien 36
Postboks 1043 Forneburingen
Tlf: 23 00 12 50 – e-post: post@fondsforvaltning.no

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.

FONDSFORVALTNING AS
Snarøyveien 36
Postboks 1043 Forneburingen
Tlf: 23 00 12 50 – e-post: post@fondsforvaltning.no