



FIRST FONDENE

MARKEDER MARS 2026

Markedsbevegelser

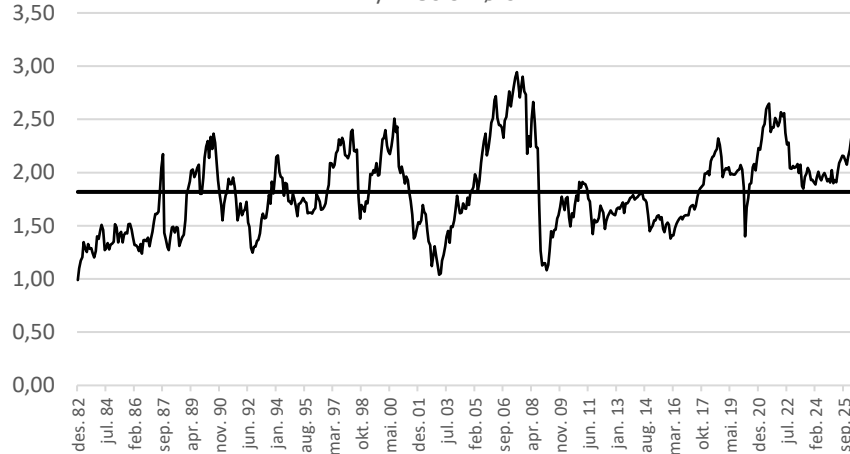


Det norske aksjemarkedet fortsetter å utvikle seg svært sterkt sammen med markedene i fremvoksende økonomier. Det amerikanske markedet viser tilsynelatende en flat utvikling, både i februar og 2026 som helhet. Imidlertid er det svært store bevegelser under overflaten. Kursutslag som følge av inntjeningsnyheter for Q4 og ikke minst som følge av hvordan markedsaktører tror selskapene blir påvirket av AI gir enorme utslag. Typisk er enkelte delsektorer innen teknologi svært utsatt mens tradisjonelle industrisektorer begunstiges.

I Norge steg de korte markedsrentene etter altfor høy inflasjon for januar. Kredittpremier steg noe internasjonalt, men var om lag uendret i Norge. Oljeprisen steg ytterligere 4 USD i februar som følge av situasjonen i Iran

Aksjemarkeder	Endring		
	Februar	2026	
OSEFX	7,3 %	11,9 %	
MSCI WORLD (Lokal valuta)	1,4 %	3,4 %	
MSCI WORLD i NOK	0,3 %	-1,6 %	
S&P500 (USD)	-0,9 %	-0,3 %	
MSCI Emerging Markets	5,4 %	14,8 %	
MSCI Europa	4,1 %	7,2 %	
Bloomberg Magnificent 7 (USD)	-7,3 %	-7,4 %	
VINX Nordic Index (NOK)	-0,9 %	1,1 %	
Renter/FX/Råvarer	30.12.2025	30. jan.	27.feb
10 år stat USA	4,1	4,2	3,9
10 år realrente stat USA	1,9	1,9	1,7
10 år stat EMU	2,9	2,8	2,6
3 år Swap NOK	4,1	4,1	4,3
10 år Swap NOK	4,2	4,2	4,2
DNB High Yield Norge Spread	520	516	519
Bloomberg US High Yield Spread	267	265	291
Cross Over EU	243	247	259
USD	10,0	9,6	9,5
Oljepris, Brent (USD)	60,9	68,6	72,9
LMEX LONDON METALS INDEX	5139	5450	5532

P / B Oslo Børs



Pris / Bok Oslo Børs:

Markedsverdi av aksjer ift. bokførte verdier

Sterk oppgang siste 3 måneder har bidratt til at P/B nå er over «normalen». P/B er 2,32 (gj.sn. 1,82). Lavere verdsettelse fra 2021 i stor grad en følge av økte bokverdier i selskapene (som igjen skyldes svært god inntjening, spesielt i energi-selskapene).

CAPE MCSI World DM



CAPE Verden (MSCI World):

Syklisk justert P/E (pris ift. snitt siste 10-års inntjening)

*Globale aksjer (MSCI World) er høyt priset som følge av høy prising i USA
CAPE er 30,8 (gj.sn. er 19,8). Lite endring siste måneder som følge av et flatt amerikansk marked. Verdsettelsen er allikevel den høyeste siden dotcom boblen i 2000.*

CAPE USA (S&P500)



CAPE USA:

Syklisk justert P/E (pris ift. snitt siste 10-års inntjening)

S&P500 prising er nå den høyeste siden år 2000

CAPE S&P 500 er 39,0 (gj.sn. 21)

USA utgjør 2/3 av verdensindeksen og er alene årsak til høy prising for globale aksjer aggregert (MSCI World)

CAPE MCSI Europe



CAPE Europa:

Syklisk justert P/E (pris ift. snitt siste 10-års inntjening)

CAPE har steget til 21,1 (gj.sn. er 18,1) etter en sterk utvikling siste måneder, men prisingen kan fremdeles ikke betraktes som problematisk høy

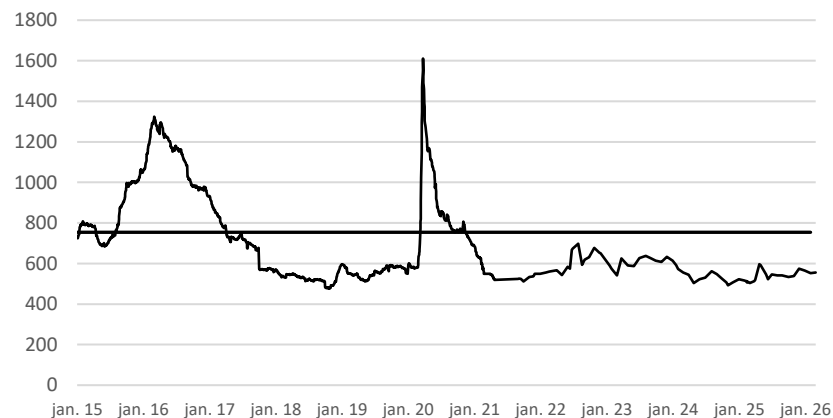
CAPE MCSI Emerging Markets



CAPE Emerging Markets:

Syklisk justert P/E (pris ift. snitt siste 10-års inntjening) Emerging Markets (MSCI EM) har steget mye siste året og CAPE er nå 20,0 (gj.sn. er 16,8). Indeksen i Sør-Korea og Taiwan har steget hhv. 50 % og 25 % i år og bidrar betydelig til økt prising i indeksen for fremvoksende økonomier (MSCI EM).

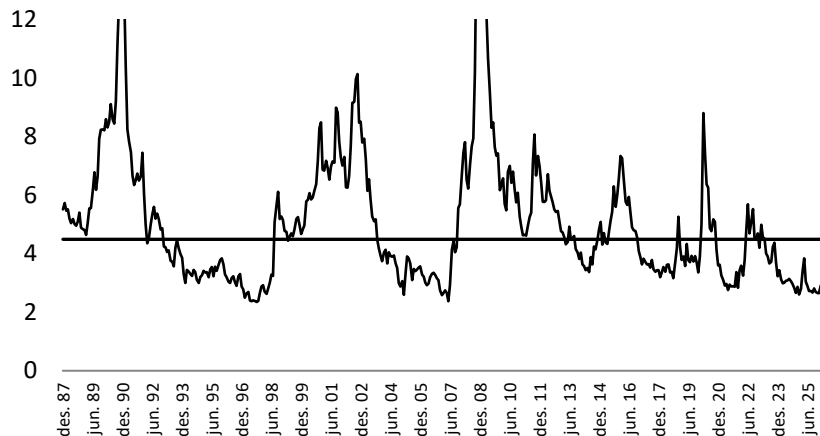
High Yield Kredittpremie Norge



High Yield kredittpremier:

556 bps (5,56%) over swaprenten. Kredittpremien var uendret i februar. Kredittpremie er lavere enn gj.sn. (754 bps), men gjennomsnittet er påvirket av 2 spesielle hendelser siste 10 årene (olje/oljeservice krise i 2015 og pandemi i 2020). Kredittkvaliteten er også klart bedret siste 10 år. Kilde: Bordic Bond Pricing. NB: Lån som inngår i indeksen vil variere over tid og kan påvirke kredittpremie for markedet

High Yield Credit Spreads - USA



High Yield Kredittpremie (vs. stat) USA

Kredittpremie er lavere enn normalt etter signifikant reduksjon gjennom deler av 2025. I februar steg kredittpremiene 0,25 %-poeng til 2,91%. Nivået er allikevel på et av de laveste nivåene siste 40 år. Kredittkvalitet i dag er dog noe bedre enn historisk (høyere andel BB-rating som er beste kvalitet innenfor high yield)

High Yield - Norge vs ITRAX



Norsk kredittpremie vs. europeisk kredittpremie (ITRAX – credit default swap europeisk high yield)

Differansen falt noe også i februar men er fremdeles høy ift. siste 4 år

Makroøkonomisk modell

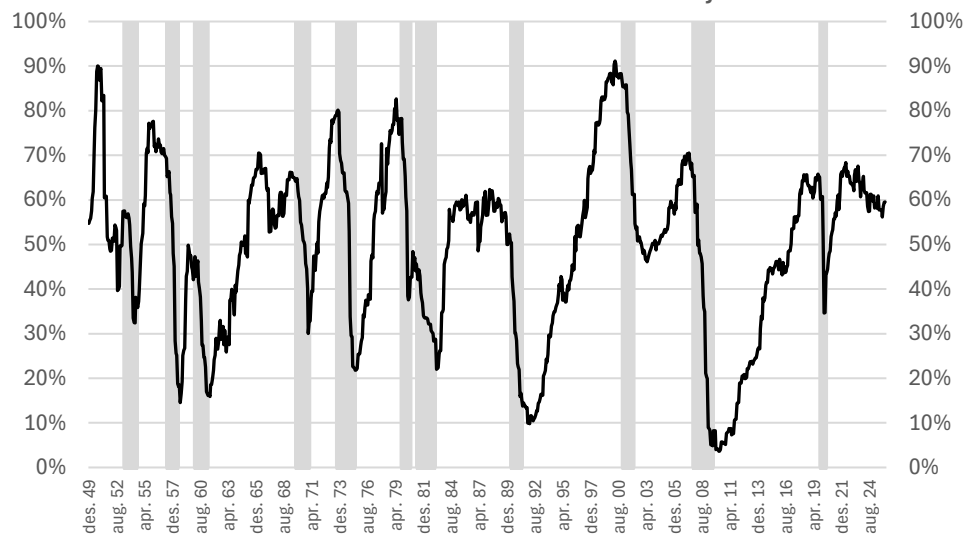


Modellforklaring:

- Gjennomsnitt av investeringer (hus og bedrift), arbeidsmarked, kjøp av varige forbruksgoder, låneopptak
- Parametere som er naturlig sykliske, 100% indikerer høyeste observerte nivå i hele perioden, 0% laveste nivå
- Grå felt er offisielle resesjonsperioder i USA
- Modellen er rekalkulert men de samme makro-faktorer inngår

Modellen tilsier at vi er noe over «mid-cycle». Den har steget marginalt siste 3 måneder men det er store endringer siste året. Investeringsyklusen (ledet av AI) trekker indeksen opp mens boliginvesteringer trekker ned

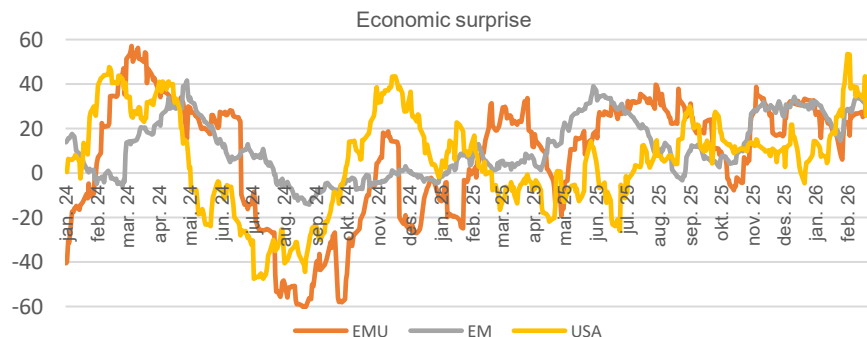
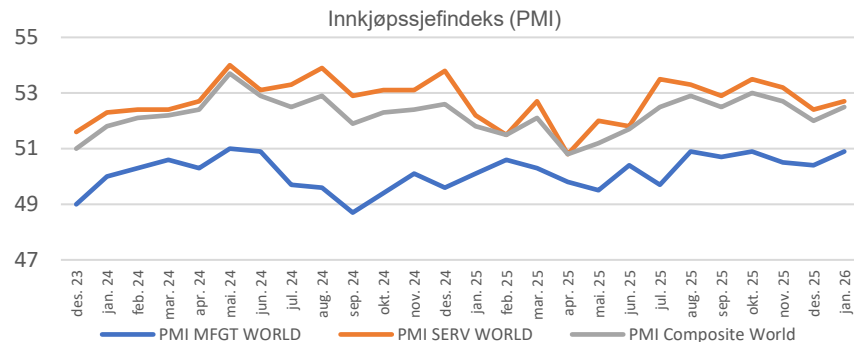
Percentil Makrovariable vs Resesjon



Korttidsbilde makroøkonomi



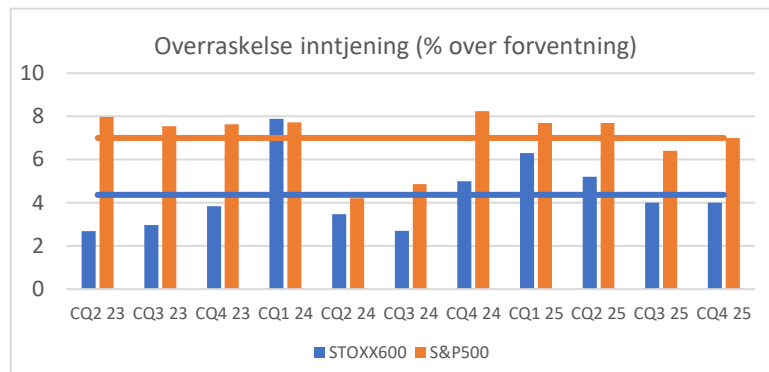
- PMI («Purchaser Manager Index») sier hva endring siste måned i bedriftene er
- Verdi over 50 indikerer at flere enn halvparten sier endringen er positiv
- PMI steg noe igjen (både for industri og tjeneste-sektoren). Dette innebærer at vi trolig fortsatt har en vekst lik trend i verdensøkonomien (3-3,5%). Faktisk vekst i verden har vært bemerkelsesmessig stabil rundt dette nivået de siste årene
- Economic surprise viser hvordan makroindikatorer kommer inn ift. forventninger (>0 betyr at majoriteten av indikatorer er bedre enn forventet)
- Det er en klar oppgang i positive makro-ørraskelser også siste måned, spesielt i USA og fremvoksende økonomier



Inntjening



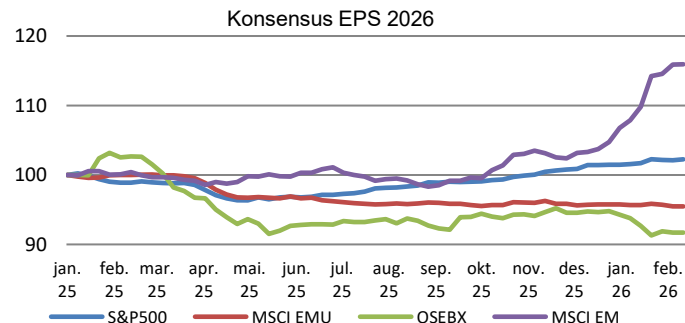
- Q4 rapporteringen nærmer seg slutten og tendensen har vært god siste måned. I USA var Q4 inntjeningen 7 % bedre enn forventet (om lag som historisk) og i Europa 4 % bedre (også som historisk).
- I Norge har resultatsesongen vært relativt positiv og i sum er resultatene 1 % bedre enn ventet
- Inntjeningsestimatene for 2026 stiger kraftig for fremvoksende økonomier mens de faller noe i Norge. Europa er stabilt mens USA viser en viss oppadgående tendens. Oppgangen for fremvoksende økonomier er dominert av Sør-Korea og dels Taiwan hvor bl.a. den enorme etterspørselen etter databrikker har gitt kraftig vekst i inntjeningsforventninger



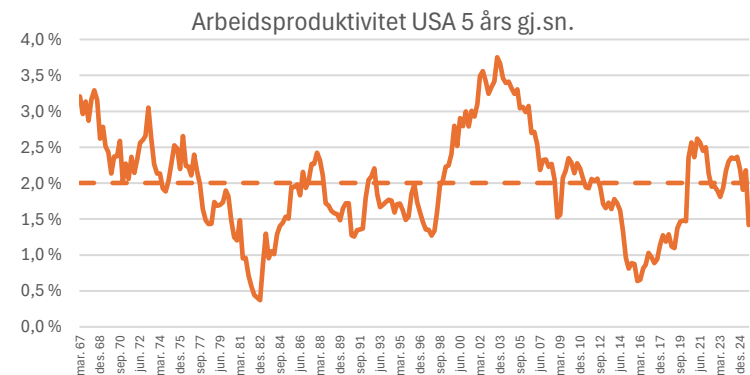
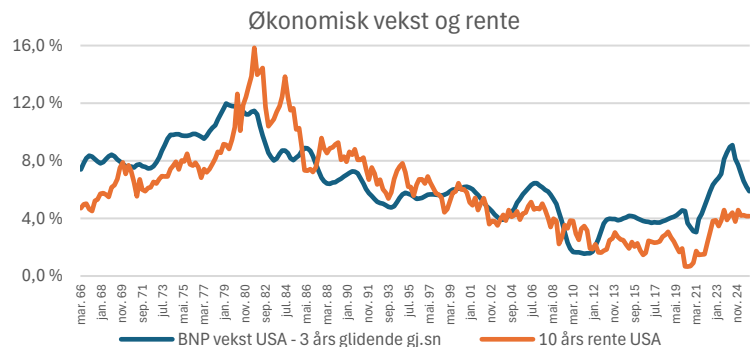
OSEBX	Q1(25)	Q2(25)	Q3(25)	Q4(25)e	Q4(25)e	Q4(25)a		
				Consensus	Consensus reported companies	Actual	Deviation	Number of companies beating estimates
58/60 Members reported (98.6% of market cap)								
Revenue	715,615	649,810	653,977	641,868	636,009	650,607	2%	24
EBIT	171,928	138,672	132,632	141,748	137,649	132,392	-4%	22
margin	24.0%	21.3%	20.3%	22.1%	21.6%	20.3%		
Revenue ex Oil&Gas	324,513	338,825	330,716	343,494	337,635	339,618	1%	
EBIT ex Oil&Gas	39,059	43,611	44,420	47,107	43,009	41,373	-4%	
margin	12.0%	12.9%	13.4%	13.7%	12.7%	12.2%		
Net Income adjusted (Free float)	36,261	37,130	32,674	37,007	36,119	36,619	1%	28
EPS adjusted (free float)	30.4	32.1	28.9	32.7	31.9	32.4	1%	
EPS reported	29.2	34.2	25.8			28.2	-12%	
Book Values	847	832	851	868		880	1%	
Other items								
Dividend & share buy back per share	17.1	54.1	29.6			16.6		
Operating cash flow	166,571	90,004	149,910			112,971		
Operating cash flow ex Oil&Gas	34,646	51,372	53,215			67,703		

EPS adjusted excludes impairments, gains and fair value adjustments

Source: Company data, Factset, ABG Sundal Collier



Månedens tema – AI revolusjonen: effekt på produktivitet, renter og sysselsetting



AI (eller kunstig intelligens) dominerer nyhetsbilde, både innenfor finansmarkedet men også mer generelt. Det er stor enighet om at det vil påvirke samfunnet betydelig, men det er samtidig mange ulike scenarier for hvordan dette vil skje. De fleste regner med at produktiviteten vil øke, men anslagene spriker voldsomt. Siste 4 kvartaler har den offisielle produktivetsveksten i USA vært 1,9 % (om lag tilsvarende som historisk gjennomsnitt). Økningen i produktivitet ligger i så fall foran oss og er ikke i nærheten av hva vi så under IT-boomen rundt årtusen-skiftet. Alle store teknologiske fremskritt innebærer strukturelle endringer i sysselsettingen i form av at enkelte typer jobber forsvinner til fordel for andre. Tidligere episoder med økt produktivitet som følge av teknologiske fremskritt har i gjennomsnitt gitt tap på 6 % av alle sysselsatte (brutto). Goldman Sachs beregner at så mye som 25 % av alle sysselsatte i USA nå er utsatt for automatisering ved introduksjon av AI. Faren er at skiftet denne gangen skjer så raskt (tap av arbeidsplasser dog lite synlig utover anekdotiske bevis så langt) at økonomiene ikke rekker å «konvertere» arbeidstakere over i nye yrker raskt nok.

Effektene på rentenivået av AI er heller ikke entydig selv om det lange bildet (øverste graf) viser en tydelig sammenheng mellom (nominell) vekst og rentenivå. Den intuitive forklaringen til denne sammenhengen er at forventninger til avkastning øker og dermed øker investeringer samtidig som sparing reduseres. Dette leder til høyere likevektsnivå på renten. Dette kan motvirkes, særlig på kort sikt, av økt ledighet med tilsvarende lavere sentralbankrenter. AI har potensiale til å endre økonomien betydelig og utfallsrommet er stort. Dette ser vi utspiller seg i markedene allerede i dag ved at ulike selskaper og sektorer opplever voldsom volatilitet, avhengig av hvordan de antas å være posisjonert i forhold til implementering av AI