



FIRST FONDENE

MARKEDER OKTOBER 2026

Markedsbevegelser



Mye fokus på stigende renter i hele verden og over hele rentekurven (dvs. både korte og lange renter) i september, men ikke nok til å skremme aksjemarkedene nevneverdig. Noe ujevn utvikling i ulike indekser riktignok, men amerikanske teknologiselskaper steg i september. ECB og FED hevet rentene sine i september og således var Norges Bank i godt selskap når de også hevet til 4,5 %. De største overskriftene har imidlertid oppgangen i lange amerikanske statsrenter fått. De har steget 0,5%-poeng i september og 1,2 %-poeng i 2026. Dette er en kraftig oppgang, og normalt ville dette gitt klart negative utslag i aksje- og kredittmarkedene. Imidlertid stammer nok renteoppgangen delvis fra det faktum at vekstmomentumet i USA er svært godt for tiden og mange bedømmer også utsiktene til høy vekst fremover som gode (se tema siste side). Dette som følge av produktivitetsveksten som ventes å ville komme fra AI. Inntjeningsveksten spesielt i USA og enkelt fremvoksende økonomier, men også i Europa (inkl. Norge), har vært særdeles god første halvår.

Aksjemarkeder	Endring		
	September	2026	
OSEFX	-2,2 %	21,7 %	
MSCI WORLD (Lokal valuta)	-0,7 %	13,0 %	
MSCI WORLD i NOK	1,7 %	7,7 %	
S&P500 (USD)	-0,5 %	11,0 %	
MSCI Emerging Markets	-0,8 %	21,6 %	
MSCI Europa	-2,4 %	9,6 %	
Bloomberg Magnificent 7 (USD)	4,2 %	8,4 %	
VINX Nordic Index (NOK)	-3,2 %	0,1 %	
Renter/FX/Råvarer	30.12.2025	31. aug.	30.sep
10 år stat USA	4,1	4,8	5,3
10 år realrente stat USA	1,9	2,4	2,9
10 år stat EMU	2,9	3,3	3,6
3 år Swap NOK	4,1	4,9	5,1
10 år Swap NOK	4,2	4,5	4,7
Nordic Bond Pricing high yield spread	565	534	520
Bloomberg US High Yield Spread	267	261	311
Cross Over EU	243	247	300
USD	10,0	9,3	9,6
Oljepris, Brent (USD)	60,7	90,5	98,0
LMEX LONDON METALS INDEX	5139	5860	5855

Prising



P / B Oslo Børs



Pris / Bok Oslo Børs:

Markedsverdi av aksjer ift. bokførte verdier

Oslo Børs falt 2,2 % i september og medførte at P/B falt fra 2,46 til 2,37 (gj.sn. 1,82). Lavere verdsettelse fra 2021 er i stor grad en følge av økte bokverdier i selskapene (som igjen skyldes svært god inntjening, spesielt i energi-selskapene).

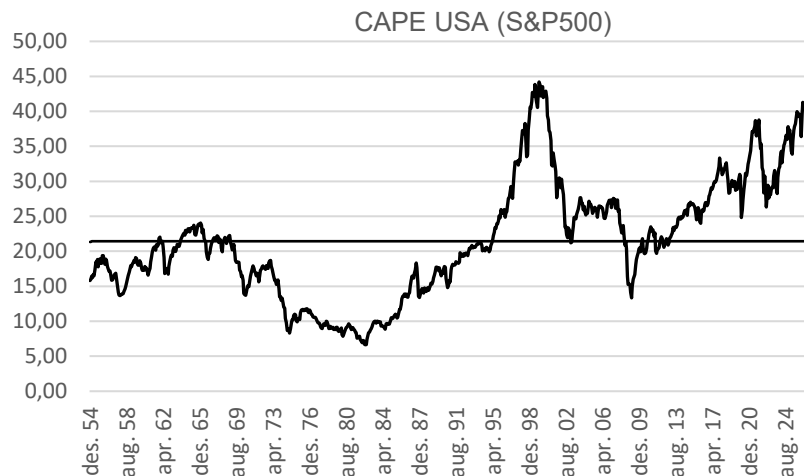
CAPE MCSI World DM



CAPE Verden (MSCI World):

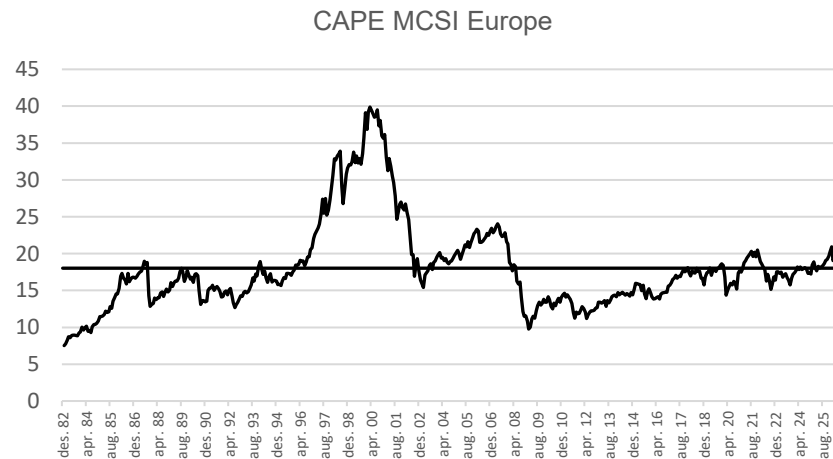
Syklisk justert P/E (pris ift. snitt siste 10-års inntjening)

Globale aksjer (MSCI World) er høyt priset som følge av høy prising i USA. Markedene om lag uendret i september og følgelig er også CAPE om lag uendret på 32,2 (gj.sn. er 19,8).



CAPE USA:

Syklisk justert P/E (pris ift. snitt siste 10-års inntjening)
Marginale utslag i S&P500 i september og CAPE 40,5 (gj.sn. 21)
USA utgjør 2/3 av verdensindeksen og er alene årsak til høy prising for globale aksjer aggregert (MSCI World)



CAPE Europa:

Syklisk justert P/E (pris ift. snitt siste 10-års inntjening)
Europeiske aksjer falt noe tilbake i september og CAPE falt fra 20,8 til 20,1 (gj.sn. er 18,1). Prisingen er dermed marginalt over langsiktig normal

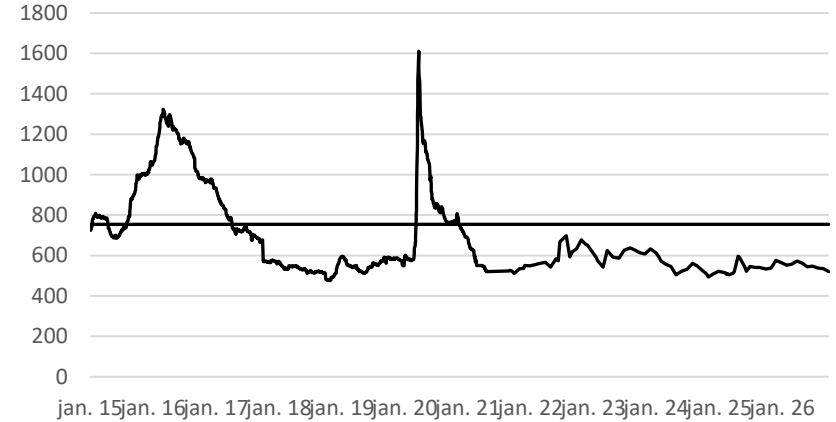
CAPE MCSI Emerging Markets



CAPE Emerging Markets:

Syklisk justert P/E (pris ift. snitt siste 10-års inntjening)
Emerging Markets (MSCI EM) endret seg lite i september og CAPE er nå 21,1 (gj.sn. er 16,8).

High Yield kredittpremie Norge

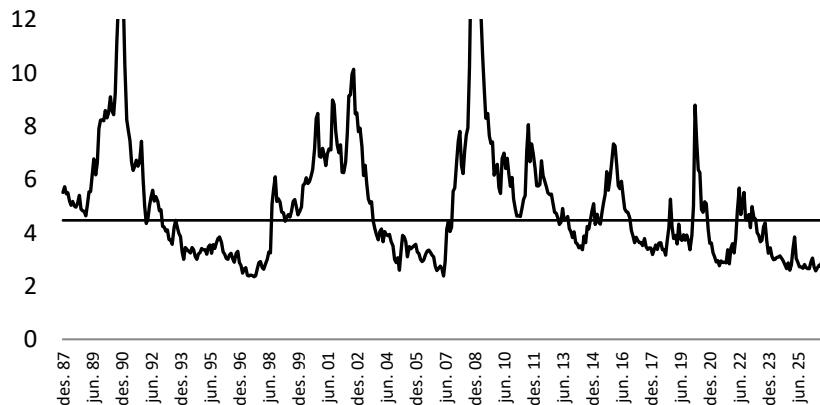


High Yield kredittpremier:

520 bps (5,20%) over swaprenten. Kredittpremien falt fra 534 bps gjennom september. Kredittpremien 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

Kredittpremien steg i september og er nå 3,11 % (2,73 i august). Nivåene er fremdeles blant de laveste fra indeksens oppstart i 1987. Kredittkvalitet i dag er dog noe bedre enn historisk (høyere andel BB-rating som er beste kvalitet innenfor high yield)

High Yield - Norge vs Europa



Norsk kredittpremie vs. europeisk kredittpremie

Differansen mot Europa falt tilsynelatende betydelig i september (fra 2,12% til 1,56%) men noe skyldes forsinket tilpasning til raskt stigende markedsrenter. Det er allikevel en viss reell inngang i premien mellom norsk og europeisk high yield

Makroøkonomisk modell

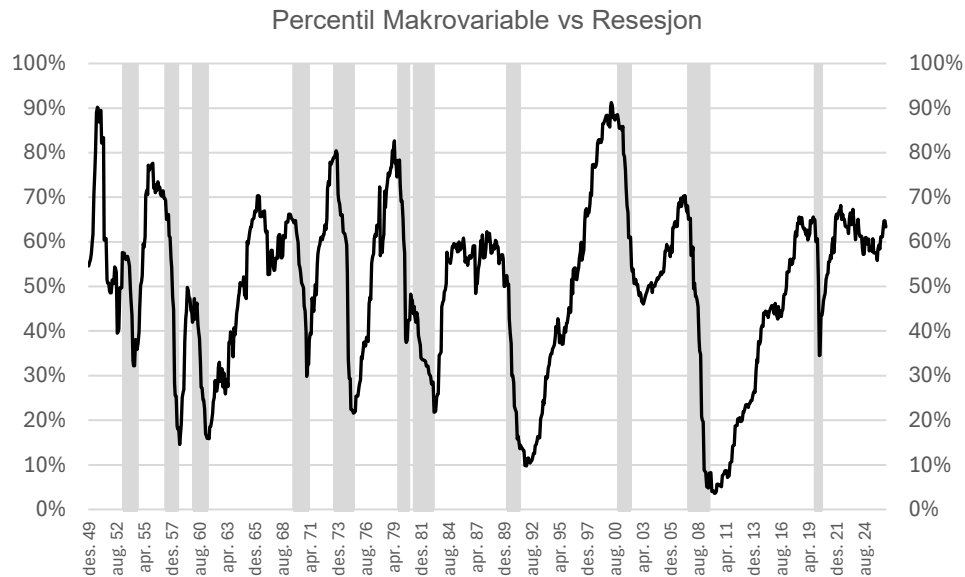


Modellforklaring:

- 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» og det er ingen vesentlig endring siste måned. Det er en viss økning å spore siste 9 måneder.

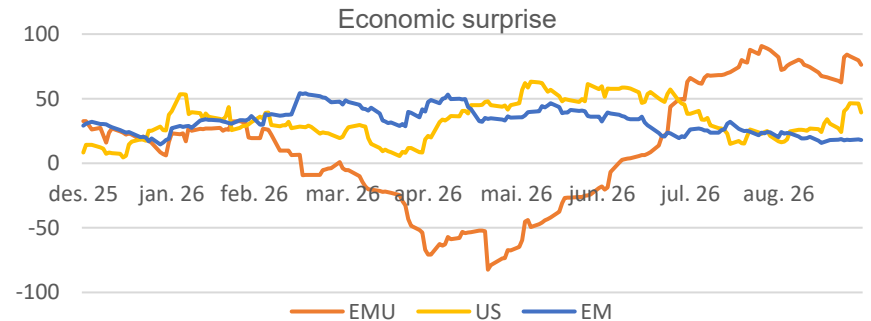
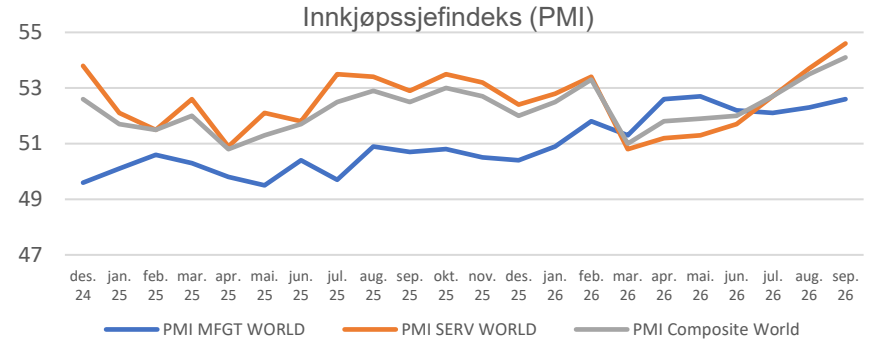
Bedriftsinvesteringer (først og fremst AI relatert) trekker opp totalen, delvis sammen med arbeidsmarkedet mens forbruk av varige forbruksgoder samt boliginvesteringer trekker ned.



Korttidsbilde makroøkonomi



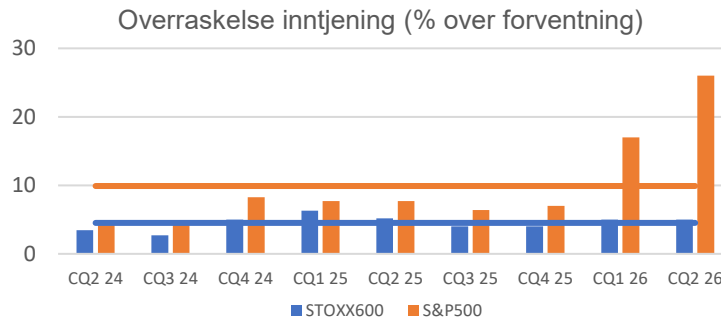
- PMI («Purchaser Manager Index») sier hva endring siste måned i bedriftene er
- Verdi over 50 indikerer at flere enn halvparten sier endringen er positiv
- PMI for september (anslag basert på foreløpige tall) indikerer en global økonomi som vokser over 4 %. Dette er i så fall over trend vekst.
- Economic surprise viser hvordan makroindikatorer kommer inn ift. forventninger (>0 betyr at majoriteten av indikatorer er bedre enn forventet)
- Alle regioner opplever at makroøkonomiske nøkkeltall er sterkere enn forventet. Europa opprettholdes på et høyt nivå mens fremvoksende økonomier har minst positive overraskelser (dog fortsatt overvekt av positive). Kina trekker denne regionen ned.



Inntjening



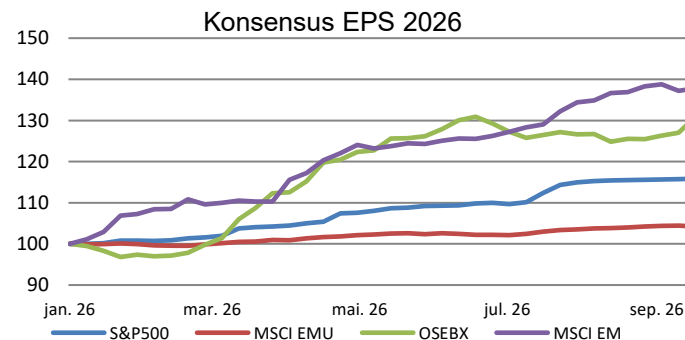
- I påvente av de første Q3 resultatetene kan vi konstatere at Q2 og 1. halvår ble en veldig god periode for børsnoterte selskaper, spesielt i USA men også i Europa. Selv om selskapene på Oslo Børs skuffet marginalt ift. forventninger var årsveksten ca. 45 %.
- Analytikerens forventning til selskapsresulater for 2026 har steget mye fra starten av året. Spesielt gjelder dette fremvoksende økonomier men også Oslo Børs og USA. Selv europeiske inntjeningsestimater har steget med 5% så langt i 2026. Gjennom september har forventningene økt klart for Oslo Børs mens det er lite endringer for de andre markedene



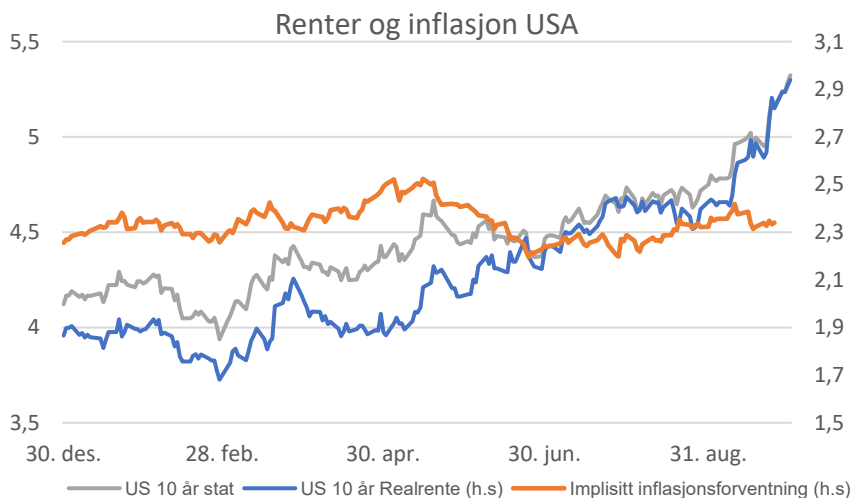
OSEBX	Q1(25)	Q2(25)	Q3(25)	Q4(25)	Q1(26)	Q2(26)e	Q1(26)e	Q1(26)a		
							Consensus reported companies	Actual	Deviation	Number of companies beating estimates
50/54 Members reported (91% of market cap)						Consensus				
Revenue	714,664	649,810	653,977	664,241	667,517	789,719	747,922	719,180	-4%	15
EBIT	171,949	138,672	132,632	136,818	169,330	229,766	210,592	199,606	-5%	23
margin	24.1%	21.3%	20.3%	20.6%	25.4%		29.1%	28.2%	27.8%	
Revenue ex Oil&Gas	323,562	338,825	330,716	351,005	330,636	359,747	317,950	309,833	-3%	
EBIT ex Oil&Gas	39,080	43,611	44,420	45,798	46,915	58,867	39,693	39,517	0%	
margin	12.1%	12.9%	13.4%	13.0%	14.2%	16.4%	12.5%	12.8%		
Net Income adjusted (Free float)	36,271	36,799	32,486	37,547	41,640	51,822	44,237	42,626	-4%	32
EPS adjusted (free float)	30.4	31.8	28.7	33.2	36.4	46.6	39.8	38.3	-4%	
EPS reported	29.5	33.7	25.4	28.8	40.0			41.8	5%	
Book Values	847	829	848	877	882	895		874	-2%	
Other items										
Dividend & share buy back per share	17.1	56.6	28.0	20.7	18.6			66.2		
Operating cash flow	166,571	90,004	149,910	115,676	117,695			174,765		
Operating cash flow ex Oil&Gas	34,646	51,372	53,215	70,409	40,594			38,030		

EPS adjusted excludes impairments, gains and fair value adjustments

Source: Company data, Factset, ABG Sundal Collier



Månedens tema – hvorfor stiger lange renter?



Lange statsrenter stiger i hele verden. Selv om økningen i «verdens viktigste rente» – den amerikanske 10-åringen – er den som blir mest diskutert, har økningen vært sterkere i Europa og Japan i år. Det blir pekt på ulike forklaringsfaktorer; frykt for inflasjon, forventning om flere rentehevinger fra FED, utvikling i amerikansk statsgjeld eller forventning om økt fremtidig økonomisk vekst. Det fins ingen eksakt fasit på hva som er riktig forklaring, men vi kan utelukke noen ved å observere ulike markedspriser. Figuren til venstre viser 10 år stats rente (grå) og 10 års stats realrente (blå). Sistnevnte innebærer at man kan lukke inn en fremtidige realavkastning. Dette betyr at differansen mellom den ordinære renten og realrenten er en implisitt inflasjonsforventning over de neste 10 årene (orange). Mens nominell rente og realrente har steget rundt 1,2 prosentpoeng så langt i år har inflasjonsforventningene ligget temmelig stabilt rundt 2,3%. Det vi også kan observere er hvordan markedet priser inn fremtidige FED rente. I løpet av året har forventet FED rente ved utgangen av 2027 gått fra 3% til 4,75%. Dette har også trukket 10 års renten oppover, men samtidig burde økt FED rente innebære lavere aktivitet og dermed lavere inflasjon, noe som isolert er positivt for lange renter. Andre igjen peker på at renteoppgangen er knyttet til sterk vekst i amerikansk økonomi, også fremover i tid som følge av AI relatert produktivitetsvekst. Over tid er det en klar sammenheng mellom BNP vekst og rentenivå så dette kan være en plausibel delforklaring. Den siste faktoren går på hvor bærekraftig den amerikanske statsgjelden er. I dag utgjør statsgjelden ca. 100% av total verdiskaping (BNP). Ingen vet hvor grensen for en akseptabel gjeldsgrad går, men åpenbart kan den ikke øke i det uendelige. Underskuddet før renteutgifter i USA er ca. 3% av BNP og med en rente på 5% og nominell BNP vekst på det samme, vil da gjeldsgraden øke gradvis over tid og til slutt bli uakseptabel høy. Dette er trolig også en medvirkende forklaring til økt statsrente i USA (samt i andre land). Det er allikevel grunn til å hevde at forklaringen som går på sterk økonomisk vekst dominerer, all den tid aksje- og kredittmarkeder fortsatt utvikler seg sterkt. Det fins en smertegrense for aksje- og kredittmarkedene for hvor høyt renten kan gå, men denne er umulig å vite hvor er i forkant.