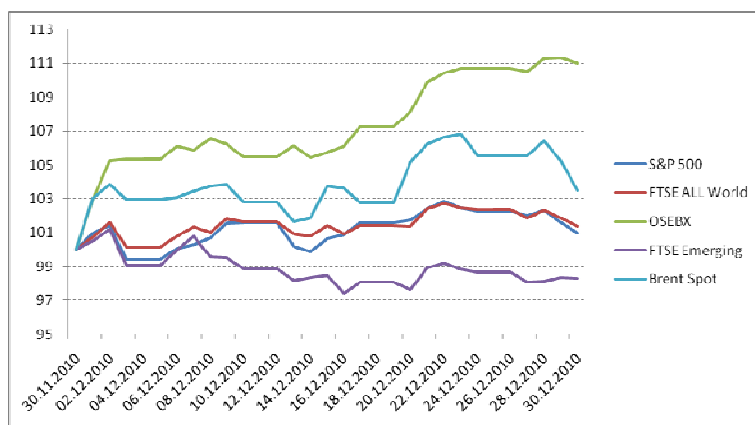


JANUAR 2011

MARKEDSRAPPORT

UTVIKLING SIST MÅNED

S&P 500: -0,1%
FTSE All World: 0,6%
FTSE Emerging Markets: -2,1%
OSEBX : 11,0%
Olje: 4,4%
 (Alle tall i NOK)



UTVIKLING I 2010

S&P 500: 13,3%
FTSE All World: 11,0%
FTSE Emerging Markets: 18,2%
OSEBX : 18,3%
Olje: 23,8%
 (Alle tall i NOK)

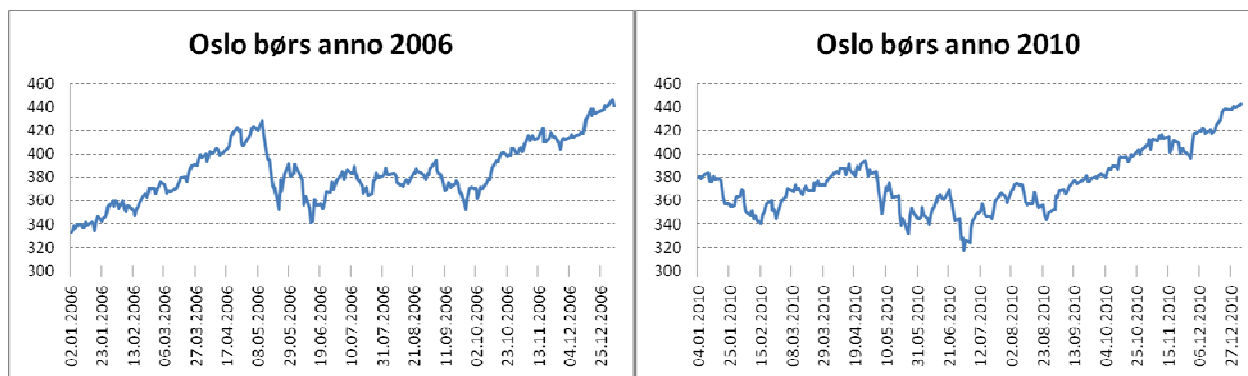
Et krone- og aksjerally i desember "reddet" på mange måter avkastningen for 2010. Så sent som ved inngangen til desember lå 2010 an til å bli et relativt labert børsår. Kursløftet har lokket frem optimistene fra sine skjulesteder og mange ser nå for seg at 2011 blir enda bedre.

"The wider the fluctuations of the market, and the longer they persist in one direction, the more difficult it is to preserve the investment viewpoint in dealing with common stocks. The attention is bound to be diverted from the investment question, which is price is attractive or unattractive in relation to value, to the speculative question, whether the market is near its low or its high point."

Benjamin Graham

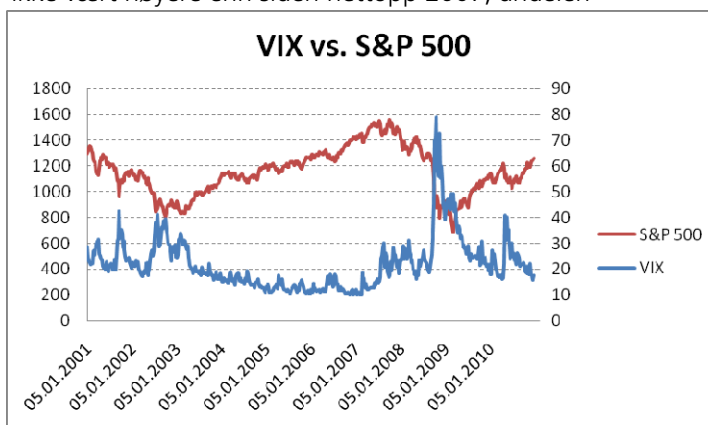
DEJA VU

Den siste tiden har en snikende følelse av déjà vu bredt seg ut på bordet. Starten på 2011 minner på mange måter mye om starten av 2007. Ikke bare står Oslo børs i det samme som den gjorde i januar 2007, men det foregående årets utvikling ser også ut som de er skilt ved fødselen.

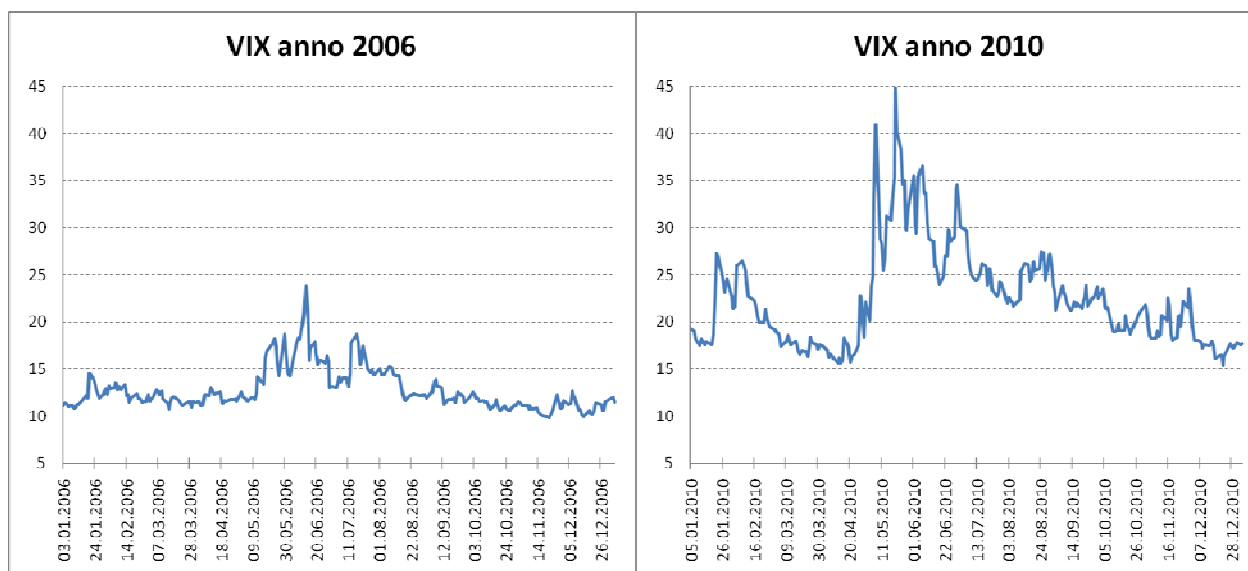


Men likheten slutter ikke der. I likhet med 2007 ser det ut som den siste pessimisten har blitt optimist. Forholdet mellom optimister og pessimister har ikke vært høyere enn siden nettopp 2007, andelen kontanter i aksjefond på bunnivå og ikke minst er VIX-indeksen på et lavt nivå. (VIX-indeksen måler prisen for å forsikre seg mot børsfall). Historisk har lav VIX-indeks vært en svært god indikator på at aksjemarkedet ikke er et spesielt smart sted å være og vice versa.

I 2007 hadde så vidt murringen om problemer med sub-prime begynt uten at det hadde effekt på markedsutviklingen. "Alle" var den gang som nå sikker på at utviklingen ville gå sin videre gang, og de som uttrykte bekymring ble avskrevet som "gale professorer" eller "perma-bears". Likheten til dagens situasjon er slående med tanke på farene rundt statsgjeld i Europa, generell gjeldsnedbygging og ukonvensjonell pengepolitikk som ingen egentlig vet virkningen av.



Dersom déjà vu-tendensene fortsetter er det lite å bekymre seg over i 2011 isolert sett. 2007 var tross alt et lykkelig år, selv om lykken siden viste seg å bli kortvarig. Om ting er annerledes denne gangen vil tiden vise.



PRISING

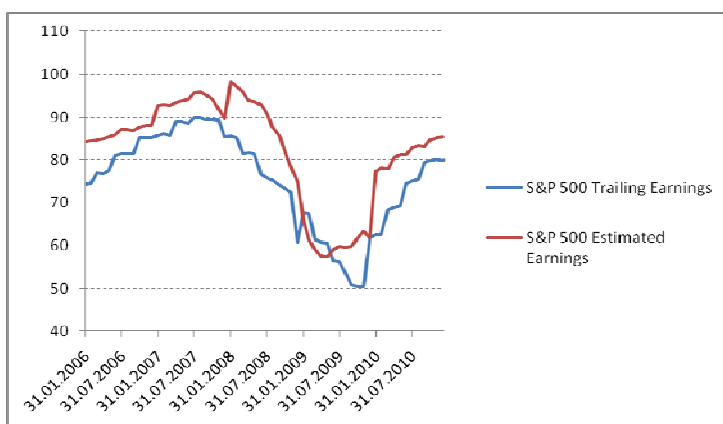
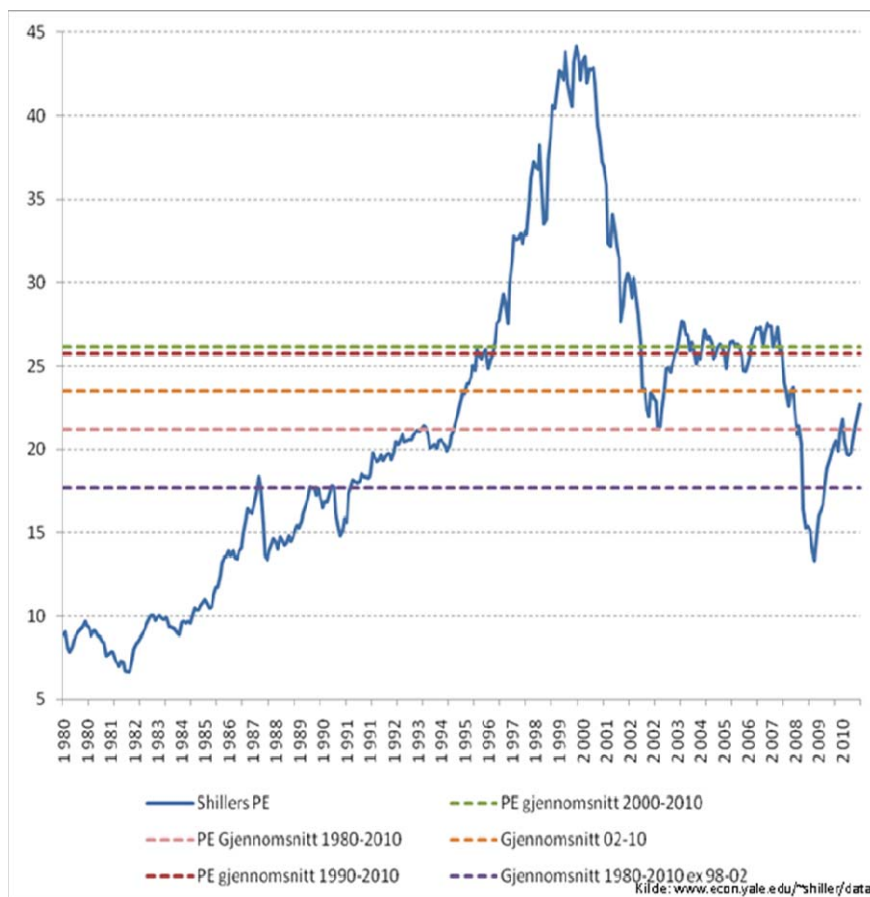
I store hovedtrekk finnes det to måter å investere på. Den ene er å se på prisen på investeringen i forhold til den forventede tilbakebetalingen denne vil gi. Gjerne kalt "verdiinvestering". Den andre består i å kjøpe eiendeler som man tror andre på et senere tidspunkt vil være villig til å erverve for en høyere pris. Gjerne kalt "momentum". Etter vårt skjønn er momentum i sin essens ren spekulasjon og ikke egnet til å skape langsiktig meravkastning.

For å gjøre gode *investeringer* er således P/E eller pris ift. inntjening en vesentlig faktor. Grafen til høyre viser prisen på det amerikanske aksjemarkede ift. inntjeningen de 10 foregående årene (for å justere for konjunkturerne), kalt Shillers P/E eller Graham-Dodd P/E.

Hvis man dessuten forutsetter at prisene skal konvergere mot et gjennomsnitt, kan man ta stilling til om man mener aksjemarkedet er uforholdsmessig dyrt eller ikke. Problemet er hvilket gjennomsnitt man skal forholde seg til. I dag er Shillers P/E på 22,7. Dette er godt under snittet for de siste 20 årene, men godt over snittet for de siste 30, særlig hvis man tar bort dot.com-boblen.

Alt i alt er det vanskelig å se at aksjer er særlig billig, i hvert fall ut i fra tidligere inntjening. For å forsvare en positiv innstilling til aksjemarkedet er man avhengig av at man tror det vil bli vekst i inntjeningen fremover. En høyere forventet vekst forsvaret selvsagt en høyere P/E på historiske tall. I så måte kan man observere at i boom-årene 2004-2007 var P/E i snitt 26,3. Dette tilsier at dersom man tror veksttaket skal opp på det nivået som markedet priset inn da, ligger det en 14% oppside i tillegg til effekten av selve inntjeningen. Som redegjort for i tidligere markedsrapporter er det mye som taler for at veksten ikke kommer opp på dette nivået.

For å ta høyde for forventet vekst i inntjening har det utviklet seg til en vanlig praksis å uttrykke P/E som prisen dividert med analytikernes konsensusestimert for inntjeningen 12 måneder frem i tid. Problemet med dette er at historikken viser at analytikerne ikke er spesielt gode til å estimere og at de i tillegg er gjennomsnittlig for optimistiske. Dermed er det tryggest å forholde seg til fuglen i hånden mot det ukjente antallet på taket. Når man baserer en investering på en høy veksttakt, har man



både stor fallhøyde og en utstrakt risiko for at verden ikke utvikler seg akkurat slik som man hadde sett for seg.

Economists Can't Forecast for Toffee (GDP % YoY, 4q ma)

Utarbeidet av: James Montier, GMO



Source: Federal Reserve Bank of Philadelphia Actual data through Jun 2010; projection through Sep 2011

RISIKO VS. AVKASTNING

Albert Einstein skal ha sagt at galskap er å gjøre det samme igjen og igjen og forvente ulikt resultat. Mye av det som har blitt gjort minner om det som ble gjort i etterkant av IT-boblen og terrorangrepet for snart 10 år siden. Utfallene for verdensøkonomien og finansmarkedene synes mer og mer binær. Et mulig utfall er at verden fortsetter oppover en god stund til før regningen må betales, et annet er at en utløsende faktor gjør at man ender i en ny kollaps. Av kandidater til denne utløsende faktoren står fortsatt europeisk statsgjeld på toppen av listen. Andre potensielle kandidater er en "endelig kollaps" i den sykdomsbefengte japanske økonomien, boligkrakk i Kina, og en skog av andre ting som man ikke greier å tenke ut i sine villeste fantasier.

Uten hjelp av oppblåsing av en ny boble ser avkastningspotensialet i aksjer heller begrenset ut, også sammenlignet med alternativ anvendelse av midlene. Samtidig er risikoen for et større tap betydelig. Vi fortsetter derfor vår forsiktige holdning til aksjer og søker avkastning andre steder.

ALLOKERING

Vi gjør ingen endringer i vår anbefalte allokering i denne omgang. Fortsatt har vi en undervekt på aksjer og en undervekt på lange renter. Lange renter er stort sett i gulvet allerede og både økte inflasjonsforventninger og videre uro rundt potensielt statsmislighold vi gi negativ effekt på slike investeringer.

Mulighetsområdene er fortsatt innen kreditt og visse deler av eiendomsmarkedet der man stadig kan høste god direkteavkastning, selv om prisene også her er i en stigende trend. Enn så lenge ser i hvert fall disse aktivaklassene ut til å gi et fornuftig avkastning/risiko-forhold, men på et eller annet tidspunkt i fremtiden må man nok legge fra seg også dette til fordel for enda mer konservative plasseringer.

