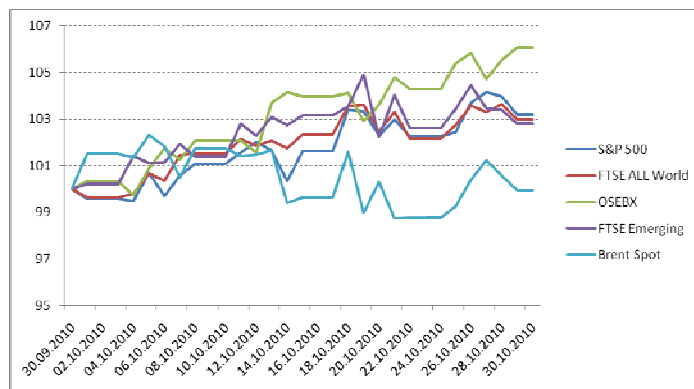


UTVIKLING SIST MÅNED

- S&P 500: 3,2%
- FTSE All World: 4,0%
- FTSE Emerging Markets: 3,8%
- OSEBX : 6,1%
- Olje: 0,9%

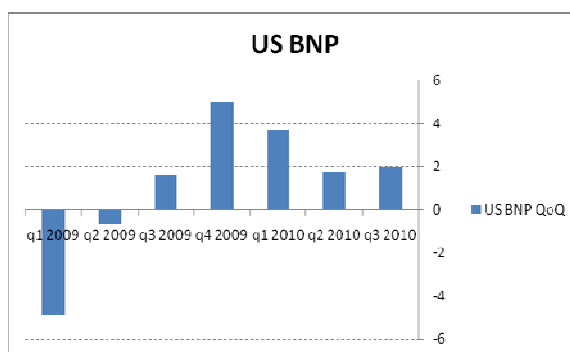
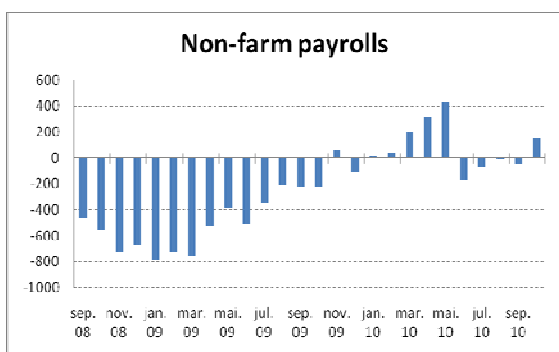
Alle tall i NOK



Oktober ble nok en måned med børsoppgang, i stor grad basert på økt risikovillighet og optimisme rundt amerikanske hjelpepakker. Sentimentet var generelt positivt og særlig klassiske risiko-aktiva som *emerging* aksjer gjorde det godt, og den indiske børsen stengte på all-time-high i forbindelse med Diwali-høytiden i starten av november. Den norske kronen styrket seg mot dollar, og Oslo Børs var dermed den beste plasseringen i måneden.

CODE NYHETER

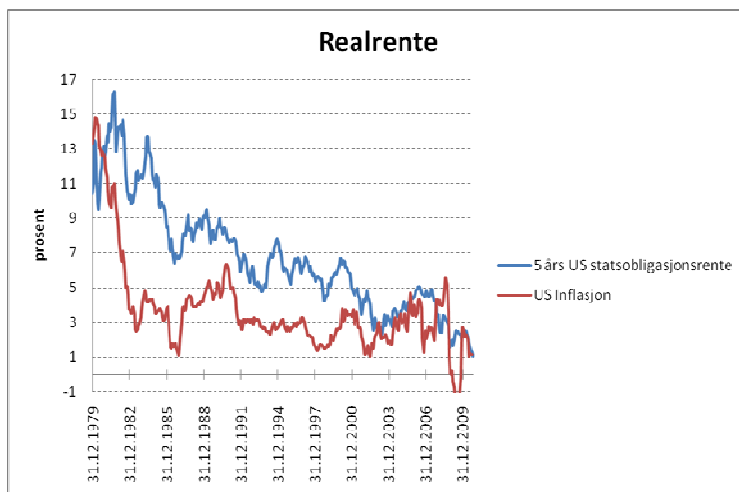
De viktige tallene for amerikansk BNP-vekst i 3. kvartal ble frigitt i månedsskiftet. BNP-veksten ble anslått til 2% på årlig basis. Selv om dette er et godt stykke unna hva vi var vant til fra pre-finanskrisen er det absolutt positivt, med tanke på at en rekke stimuliltak sluttet ved halvårsskiftet. I tillegg var sysselsettingstallene i god bedring. De faste leserne av denne rapporten er ikke bortskjemt med positive utsikter, men selv de av oss som tenderer til å ligne en bjørn må innrømme at dette var bedre enn fryktet (evt. håpet). Særlig oppløftende var det at privat forbruk løftet seg og var en av de største positive bidragene med 1,8%. Man kan selvsagt velge å ødelegge festen ved å peke på at lageroppbygging bidro med 1,4% av de nevnte 2%, men da leter man lys og lykte etter negative elementer.



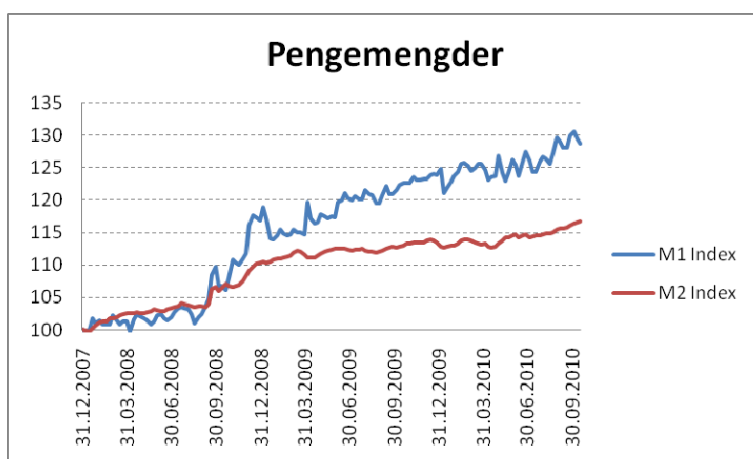
Altså, økonomien ser ut til å gå bedre enn det så ut for 3 måneder siden. Hvordan stiller så det oss med tanke på vår aksjeeksponering? Aksjemarkedene hadde steget 20-25% siden starten av juli uten at vi hadde fått noe særlig godt nytt før de siste makrotallene nylig ble sluppet. De gode BNP- og arbeidsmarkedstallene underbygger selvsagt verdistigningen i etterkant. Markedet satset på sort, og fikk rett. Det hender faktisk at tegneseriefikurer løper utfor kanten av juvet og lander trygt på andre siden.

Men tyngdekraften gjelder fortsatt. Tyngdekraften her opptrer i form av den strukturelle motvinden vi står overfor i den vestlige verden i form av gjeldsnedbygging, en stor etterkrigsgenerasjon som nærmer seg pensjonsalder og nødvendige innstramninger på offentlige budsjetter. Det er ikke en god miks for økonomisk vekst og heller ikke for aksjemarkedet. Men, nå som faren for en dobbel-dip resesjon er kraftig redusert, er utsiktene på kortere sikt bedret.

Selv om det ikke ligger til rette for en gylden periode fremover i aksjer, er det likevel en aktivaklasse som ligger enda dårligere an; obligasjoner (med ingen/lav kredittrisiko). 2010 har hittil vært obligasjonsinvestorens år, med avkastning som både matcher og slår aksjemarkedet med en lavere risiko. Dette har også vært en av NORCAPs favorittaktiva det siste året. Alle gode ting har imidlertid en ende, og med den amerikanske sentralbankens tilbakekjøp av obligasjoner på tapetet denne måneden, vil vi trolig også se enden på avkastningseventyret innen lange renter. Potensialet er tømt, det er jo grenser på hvor lave rentene kan bli.



Samtidig sitter vi på en udetonert inflasjonsbombe. I det korte og kanskje til og med mellomlange bildet ser det heller ut til at faren ligger mot deflasjon, på grunn av fallet i pengehastigheten og implosjonen i pengemultiplikatoren. Dette kan selvsagt henføres til bankenes uvillighet til å skyve pengene de får fra sentralbanken videre til lånetagerene. Men den monetære basen, har økt (tiltak for å kompensere for de to negative faktorene), dette kan ses ved at M1 har økt mer enn M2, hvilket gjør at vi har en enorm potensiell inflasjon i fremtiden. På det tidspunktet der bankene begynner å se seg tjent med å faktisk låne ut penger vil pengehastigheten øke, og inflasjonen eksplodere.



Å investere i obligasjoner med lang durasjon blir dermed tilsvarende å gå bort til en nyttårsrakett som ikke tok av etter at luntene brente inn; ikke anbefalt av sikkerhetshensyn, og med lite oppside utover et lite "poff".

Vi velger derfor å vekte opp i aksjer og ned i obligasjoner, ikke nødvendigvis fordi aksjer ser fantastisk ut, men fordi det er bedre enn alternativet.

LITT MER OM GULL

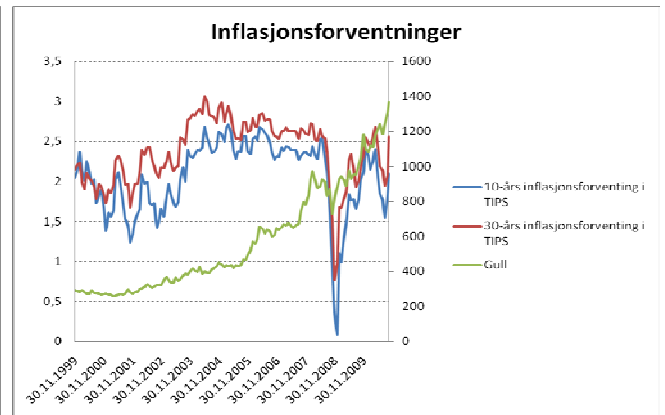
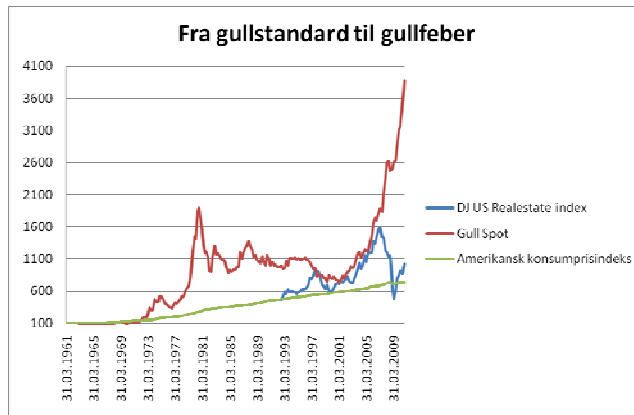
Etter oppslaget i finansavisen 27. oktober er det en relativt kjent sak at vi, i motsetning til mange andre "eksperter", er negative til den videre utviklingen i gullprisen.

Dette er imidlertid et mer passende fora for å utdype begrunnelsen. For det første er allerede svært sterke inflasjonsforventninger bakt inn i gullprisen. Dersom inflasjonen lar vente på seg, taper man på gull. Blir den lavere enn gull-bullene forventer, taper man. Den eneste måten å tjene på veddermålet er at gullprisen blir enda høyere enn det som

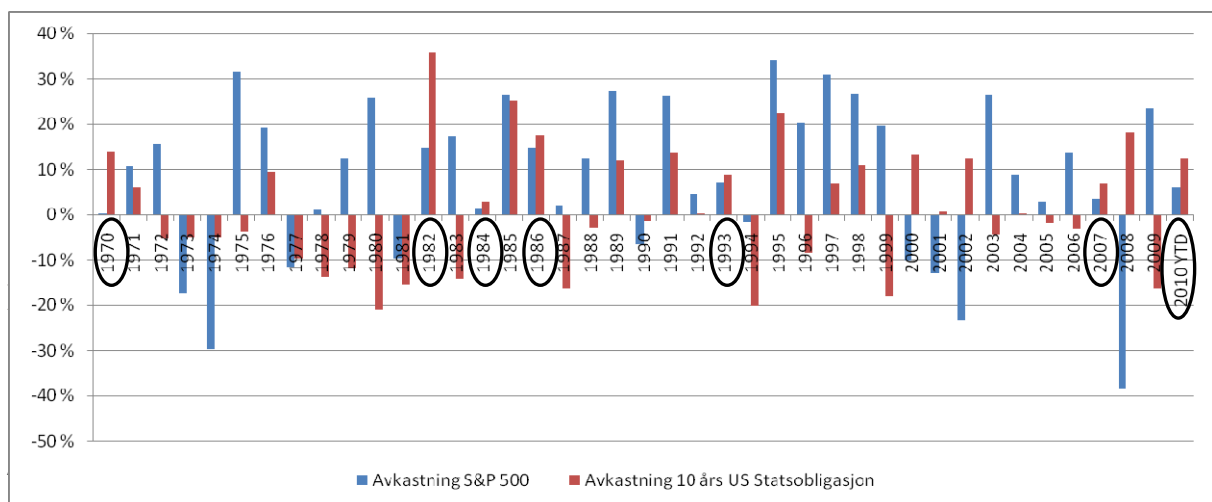


er bakt inn, og da må den bli høy! I kjøpekraftjusterte termer er nå gull dyrere enn da gullstandarden ble oppløst i 1971.

Videre er gull nå rekorddyrt i forhold til andre inflasjonsbeskyttende aktiva, da særlig eiendom og også inflasjonsjusterte statsobligasjoner, såkalte TIPS. I og med at det er stor usikkerhet rundt når inflasjonen slår til, vil det være nyttig å velge inflasjonsbeskyttelse som gir en positiv forrentning: altså eiendom. TIPS gir faktisk negativ rente nå, men det er tross alt bedre med ingen eller litt negativ rente enn null rente og massivt tap på hovedstolen.

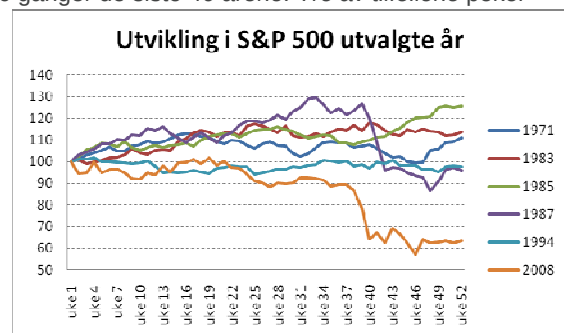


HVEM HAR RETT: OBLIGASJONSMARKEDET ELLER AKSJER?



Året så langt er relativt sjeldent i finansverden. At avkastningen i obligasjonsmarkedet er høyere enn i aksjemarkedet når aksjemarkedet ikke faller, har kun skjedd 6 ganger de siste 40 årene. Tre av tilfellene peker seg ut som skumle med tanke på hva som skjedde i det påfølgende året.; 1986, 1993 og 2007. 1987 ga oss det store aksjekaraket, selv om året endte i pluss totalt sett, 1994 så Asia-krisen blusse opp og vi behøver ikke å gjenta hendelsene i 2008. I resten av tilfellene har aksjer påfølgende år gitt ganske god avkastning.

Det står altså uavgjort mellom aksje- og obligasjonsmarkedet om hvem som har rett på dette området.



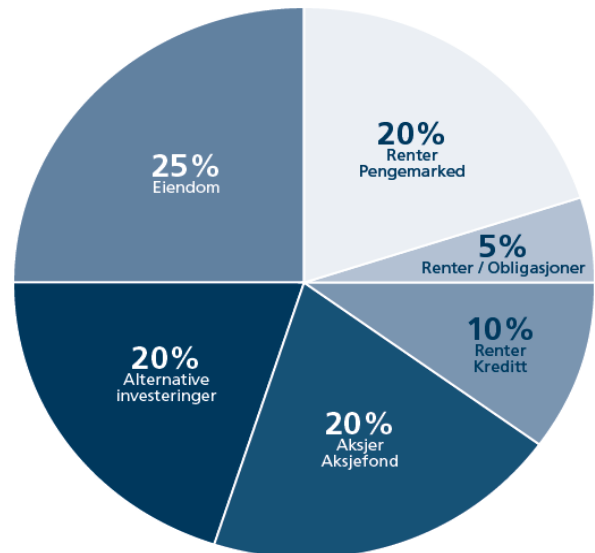
ALLOKERING

Som nevnt er vi svært usikre på hvilken retning verdensøkonomien vil ta i den nærmeste fremtiden. P.t. ser det ut som vi unngår en dobbel-dip resesjon, hvilket definitivt er gode nyheter.

Vi mener fortsatt at våre to overvekter på henholdsvis eiendom og kredittobligasjoner vil være de områdene med best utsikter. Kreditt obligasjoner gir fortsatt god direkteavkastning, samtidig som inflasjonsrisikoen er begrenset i disse papirene på grunn av det store innslag av korte renter, og et godt kredittpåslag.

Eiendom ser også ut til å være en "sweet spot". Lave renter, høyt yieldgap og inflasjonsbeskyttelse er gode argumenter. Videre er stadig annenhåndsmarkedet for eiendomsfond og – syndikater svært tørt, og man kan stadig oppnå betydelige rabatter ift. underliggende verdier.

Av endringer denne måneden vekter vi opp aksjeeksponeringen fra sterk til svak undervekt. Utsiktene for aksjer har bedret seg, samt at aksjer gir god inflasjonsbeskyttelse. Obligasjoner vektes ned til undervekt. Spesielt statsobligasjoner fremstår som veldig dyre nå som rentene har nådd historisk lave nivåer.



VIKTIG INFORMASJON / DISCLAIMER

De fleste grafene i denne presentasjonen er utarbeidet i Bloomberg og baserer seg på kilder som anses som pålitelige. NORCAP garanterer ikke at informasjonen er presis eller fullstendig.

Uttalelsene i presentasjonen reflekterer NORCAPs oppfatning på utarbeidelsestidspunktet, og NORCAP forbeholder seg retten til å når som helst endre syn uten varsel.

Denne presentasjonen skal på ingen måte forstås som en ubetinget anbefaling om kjøp eller salg av finansielle produkter. Eventuelle investeringer må ses i sammenheng med kundens finansielle situasjon og kunnskap og erfaring innen finansielle instrumenter. Enhver investering vil typisk være beheftet med risiko, og verdien av denne vil kunne falle så vel som stige.

NORCAP påtar seg intet ansvar for tap eller utgifter som skyldes forståelsen av og/eller bruken av denne analysen. NORCAP, selskapets ansatte samt ansattes og selskapets nærstående kan ha eierinteresser i nevnte produkter eller underliggende selskaper, og kan kjøpe eller selge slike produkter.