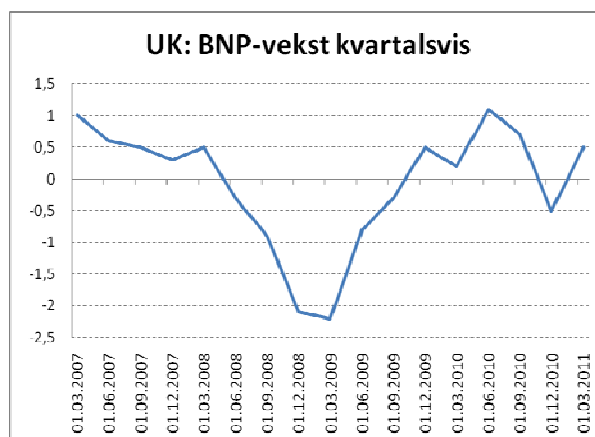
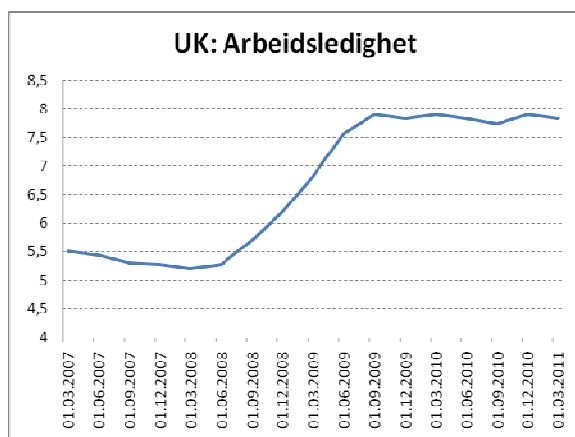


ENGELSK SYKE

På 1800-tallet var himmelen i engelske byer så formørket av kullos at mange utviklet mangelsykdommen rakitt, som ble kjent som *engelsk syke*. I dag er det stor utbredelse av en økonomisk mangelsykdom i Storbritannia som vi kan forvente vil bre seg utover den industrialiserte verden. Mangelfaktoren er ikke D-vitamin, men finanspolitisk handlingsrom. Etter å ha kjørt underskudd på statsbudsjettet siden 2002 og tømt sine reserver på å redde en stor banksektor, har den britiske staten brukt opp alt sitt rom for å fortsette med det høye forbruket, og strammet inn livremmen.

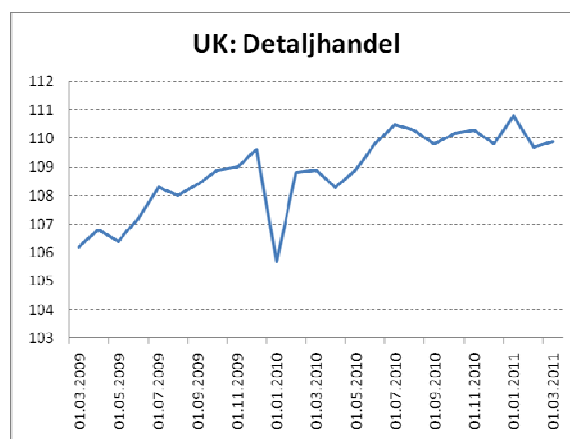
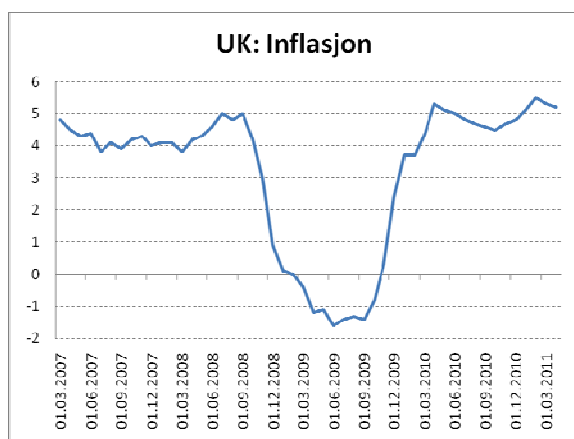


Ett år etter at resesjonen i kjølvannet av finanskrisen ble erklært over, er det lite som tyder på at britisk økonomi er tilbake der den var. Arbeidsledigheten er tett oppunder 8%, og de 500.000 statsansatte som fikk sine stillinger fjernet, eller vil få det i løpet av kort tid, som en del den nye regjeringens innstramningstiltak, har knapt rukket å bli fanget opp i statistikken ennå. I tillegg til dette forventes det at rundt 900.000 jobber vil forsvinne i privat



sektor som indirekte følge av de samme sparetiltakene. Dette påvirker selvsagt forbruksmønsteret, og detaljhandelsomsetningen har stort sett ligget flat det siste året og BNP-veksten har svingt mellom -2% og 1% siden 2009. Med tanke på at en "normal" veksttakt ut av konjunkturbunnen burde være nærmere 4%, er det ikke oppløftende lesning.

Det som faktisk har fått et skikkelig oppsving er inflasjonen. Inflasjonen i Storbritannia holder nå en årlig takt på ca. 5%, og med svak lønnsutvikling som en konsekvens av den høye arbeidsledigheten, spiser dette den britiske populasjonens kjøpekraft.

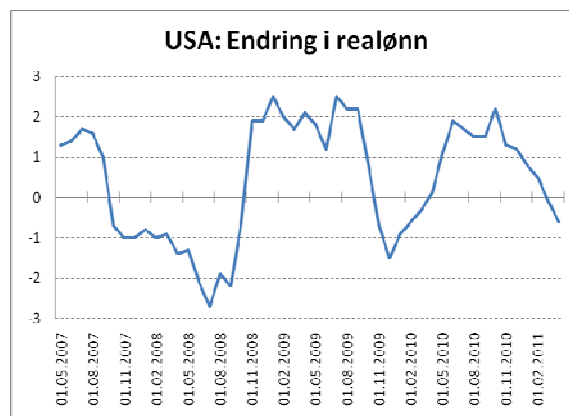


Den nye britiske regjeringen skal ha honnør for at den valgte å ta den vonde medisinen fremfor å fortsette i gamle spor til landet eventuelt hadde havnet i en Hellas-lignende situasjon. Med gjeld/BNP-nivå på 80% og et budsjettunderskudd på nærmere 12%, var Storbritannia på god vei. Slik sett er Storbritannia det landet som ligger først i å innse de økonomiske realitetene.

Med bakgrunn i at flere land, herunder USA, vil måtte gjøre som engelskmennene og stramme inn, gir den britiske økonomien oss innsikt i hvordan store deler av den globale økonomien vil utvikle seg i fremtiden. USA vil nok velge å utsette smertefulle grep i hvert fall til etter presidentvalget neste år. Spørsmålet er om markedene vil begynne å prise inn det uunngåelige på et tidligere tidspunkt.

SVAK UTVIKLING FOR AVERAGE JOE

Amerikansk konsumenttillit ligger stadig på de laveste nivåene som er sett siden starten av 90-tallet, med unntak av perioden da finanskrisen blåste som verst. For de laveste inntektssegmentene er det høye bensinpriser spesielt og inflasjon generelt, sammen med et svakt arbeidsmarked, som tynger optimismen. Mens amerikansk inflasjon nå har en årstakt på rundt 4% er lønnsutviklingen langt svakere og reallønnen er følgelig fallende. Dette kan tyde på at mye av nyansettelsene som skjer, skjer med harde, relativt svake betingelser for arbeidstageren. På den positive siden er dette godt nytt for selskapene så lenge de får avsetning for varene sine.

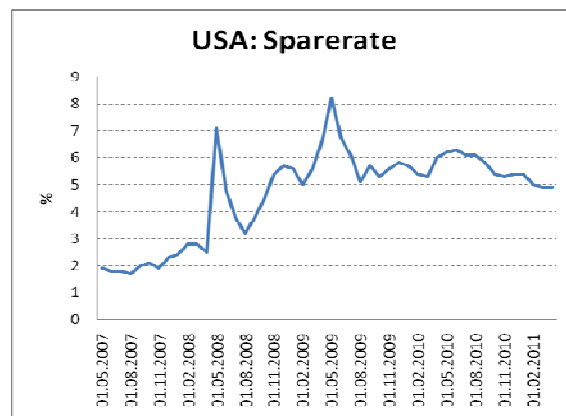


Lenger opp på inntektsstigen er det boligmarkedet som tynger sterkest. Det er fortsatt ingen bunn i sikte for de amerikanske boligprisene. Lageret av usolgte enheter er fortsatt stort og mange tvangssalg fra bankene ligger latent. Som et resultat av at formuen til amerikanerne svinner med boligprisene har den amerikanske spareren steget betydelig. Høy sparing er på kort sikt negativt

for økonomisk vekst, og en stabilisering av boligprisene i USA er sentralt for fremtidig økonomisk vekst. I følge analytikere som følger feltet, kan det imidlertid ta to år før bunnen nås.

Disse tallene er uttrykk for det generelle bildet fra amerikansk økonomi; veksten er positiv, men langt svakere enn man har sett i recovery-fasen etter tidligere resesjoner og følgelig svakere enn det som var den rådende oppfatning i størsteparten av finansbransjen. Dette er allerede før ulike stimuli som pengetrykking, utvidet arbeidsledighetstrygd, ekstraordinære skattelettelser osv. er avsluttet. Det kan virke som den nye normalen for alvor begynner å gjøre seg gjeldende.

De skuffende leveransene på det makroøkonomiske planet har selvsagt preget aksjemarkedet, som hadde en svak måned i mai. Paradoksalt nok har amerikanske bedrifter levert gode resultater til tross for generelt svak utvikling, godt hjulpet av nevnte lavere lønninger og eksportvekst takket være en svakere dollar. USA seiler frem som vinneren av første runde av valutakrigen.



RENTEMARKEDET SPÅR BØRSNEDGANG

Norges Bank satte opp styringsrenten med 0,25%, og oppjusterte også rentebanen. Rentebanen er Norges Banks måte å signalisere hva de planlegger å gjøre i fremtiden. Samtidig har lange renter i markedet falt i forhold til korte. Altså tror ikke markedet på sentralbankens trusler. Tidligere har rentebanen vært mildt sagt upresis. Det skal til bankens forsvar sies at trusselen om økt rente eller løfte om lavere rente alene kan være nok til å oppnå ønsket effekt slik at renteendringen senere ikke blir nødvendig.

Med den sterke kronen og svake utsikter for noen særlige rentehevinger utenlands og en inflasjon som er lavere enn målet, tror vi det vil bli vanskelig for Øystein Olsen å faktisk sette opp renten særlig fort. Likevel vil sikkert han og hans kolleger verbalt true med sterke renteøkninger for å befeste høyere renteforventninger.



Også aksjemarkedet ser ut til å ha en uenighet med rentemarkedet om fremtidsutsiktene. Vanligvis vil en utfllating av rentekurven, her vist som forholdet mellom lang og kort rente, normalt tilsi svake aksjemarkeder.

Men børsen har ikke korrigert nedover. (Ennå, i alle fall) Tidligere har imidlertid en slik renteutvikling vært et faresignal for en korreksjon i aksjemarkedet.

EURO-KRISEN FORTSETTER

Europeiske topp-politikere annonserte 17. mai etter diskusjoner med IMF at det kunne bli aktuelt med en "reprofilering" av gresk gjeld. Ordbruken er interessant og faller i samme kategori som å kalle Strauss-Kahn sine handlinger "aktiv kurtisering". At de involverte politikere tidligere ikke har åpnet for en gang en teoretisk mulighet for at et mislighold av statsgjelden kan finne sted, viser bare hvor umulig det er for regjeringenes talsmenn å faktisk snakke sant i slike situasjoner. Dersom de sier det er en mulighet, vil markedene reagere og kollapsen vil faktisk finne sted. Dermed er europeiske politikere antagelig de siste man burde høre på dersom man ønsker å vite sannheten om PIGS-krisen.

Fokuset på den greske gjelden har tiltatt ytterligere de siste ukene og det virker som aksepten for at det vil bli en eller annen form for mislighold er større enn noen gang. Markedet for konkursforsikring priser inn en 70% sannsynlighet for det. EU-politikerne vil trolig forsøke å avhjelpe situasjonen også denne gang. Interessant nok forhandler ikke ECB bare om den greske statens deltagelse i euroen, men også om sin egen eksistens. For den europeiske sentralbanken har i tillegg til å ha påtatt seg nærmere € 50 mrd. gresk statsgjeld også overtatt rundt € 90 mrd. med gresk



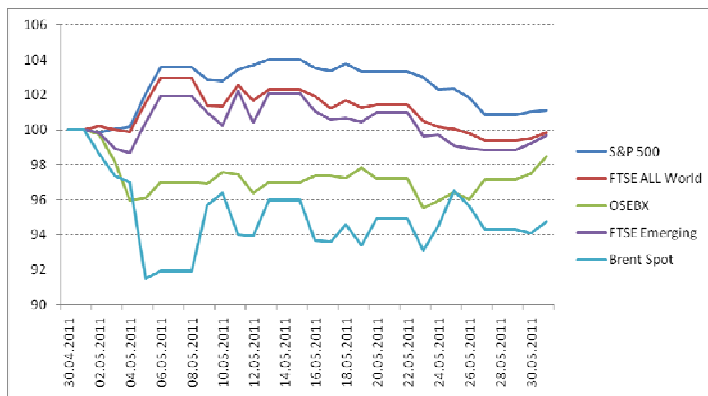
bankgjeld. Dersom den greske staten misligholder, vil det greske bankvesenet være insolvent og følgelig også den europeiske sentralbanken. Dermed sitter man i den situasjonen at institusjonen som har garantert for hjelpepakken også vil gå med i dragsuget. Det vil da være tre valgmuligheter; erklære fallitt, noe som vil ha konsekvenser av utenkelige proporsjoner, ytterligere innbetalinger av egenkapital fra de ulike EU-landene, eller å trykke penger. ECB har ikke lov til å trykke penger, men så var det heller ikke lov å sette i stand hjelpepakker til enkelte medlemsland heller. I utgangspunktet. Reglene er tydeligvis gjenstand for revisjon og pengetrykking er følgelig en mulig konsekvens.

JUNI 2011

MARKEDSRAPPORT

UTVIKLING SIST MÅNED

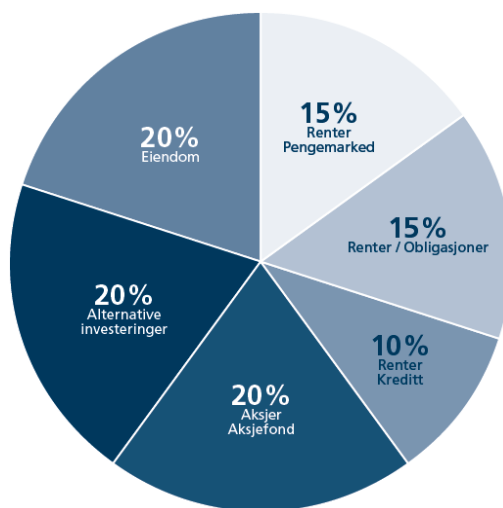
S&P 500: 1,1 %
FTSE All World: -0,2%
FTSE Emerging Markets: -0,3%
OSEBX : -1,5,%
Olje: -5,2%
 (Alle tall i NOK)



ALLOKERING

Verden har i den siste perioden utviklet seg omtrent i henhold til hvordan vi hadde sett det for oss. Svak, men ikke katastrofal utvikling i aksjemarkedene, fallende lange norske renter, og stabil kredittspread. Vi ser for oss at dette mest sannsynlig vil fortsette, men med store usikkerhetsmomenter rundt avviklingen av QE2 og evt. nye vridninger i Hellas-historien.

Basert på dette og at prisingen ikke har flyttet seg nevneverdig, velger vi å ikke gjøre noen endringer i vår anbefalte allokering inn mot sommeren.



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.