



## HISTORISK RECESSION MEN OPTIMISMEN FORTSÆTTER

"Sell in May and Stay Away" er en ofte hørt om end noget uvidenskabelig investeringstese. I 2009 holder tesen dog ikke, tværtimod er de seneste måneders spirende optimisme fortsat ind i maj med pæne stigninger i globale aktier og globale kreditobligationer til følge. Den store taber har været globale statsobligationer på ryggen af generel investorappetit på aktie- og kreditrisiko, men også som følge af nervøsitet om bla. USA og Englands evne til at kunne afvikle den massive gæld, der er stiftet.

Dommen over årets første kvartal kan nu endelig fældes med de seneste tal for Eurozonen som desværre bekræftede det mange havde frygtet, nemlig den kraftigste nedtur i et kvartal siden målingerne blev startet. Med en annualiseret vækst på -10% p.a. i 1. kvartal blev det endnu værre i Europa end i USA som med -5,7% står relativt positivt også i forhold til det sidste G3 land, Japan, der måtte acceptere et fald på massive -15,2% p.a. i BNP. Et historisk kollaps i verdenshandlen og ligeledes historiske reduktioner i virksomhedernes lagre har sat dagsordenen de sidste mange måneder. Den samlede vækst i verden holdes dog oppe af specielt udviklingslandene, hvor bla. Kina havde en vækst på 6,1% i Q1.

Optimismen er dog alligevel at spore trods fortsat dystre økonomiske tal. Fokus er således rettet mod, at den globale økonomi fra at være sunket ned i en depression nu tilsyneladende "slipper" med en recession. En selvpfyldende tendens mellem relativt bedre tillidsindikatorer for økonomien, forsat klare forbedringer i det finansielle system samt stigninger på aktiemarkedet har generelt løftet troen på et scenarie med positiv vækst allerede næste år. De globale indeks for erhvervstillid og forbrugertillid fortsætter de seneste måneders stigninger og det vigtigste af dem alle, USA's ISM, er tilbage på niveauet fra før verden imploderede i oktober 2008. ISM er nu 42,8 og signalerer dermed stadig recession, men altså ikke længere depression. De milde recessioner i starten af 1990 og 2000 var også kendetegnet ved et ISM på dette niveau. Forbrugertilliden i USA er også tilbage på niveauer fra før krisen satte ind for alvor. Et andet vigtigt indeks som signalerer fremgang i økonomien er Baltic Dry Indekset (tørlastindeks) som er steget betragteligt i år.

De fleste iagttagere er enige om, at opturen ikke bliver stabil før det amerikanske boligmarked som minimum stabiliseres. De sidste 3 års uafbrudte prisfald og opbremsning i byggeriet har ramt direkte ind i hjertet af den globale økonomi via formuedestruktionen, som dels har øget opsparingen i USA's økonomi fra 0% til nu ca. 6% men også har været hovedårsagen til det finansielle kollaps i banksystemet. Begge dele har afgørende indflydelse på den historiske økonomiske nedtur, men med den seneste måneds udvikling er der en smule hjælp at hente. Prisfaldet fortsætter, men ikke i samme omfang som tidligere, hussalget er stabiliseret og markedsstemningen synes langsomt mere positiv.

Det er dog alt for tidligt at konkludere noget endnu, da der som sagt kun er tale om stabiliseringer og samtidig på et meget lavt niveau. Flere oplagte forhold vil derfor fremadrettet udfordre den nuværende positive, men sandsynligvis også meget skrøbelige stemning. Først og fremmest stiger arbejdsløsheden i den vestlige verden med uhørt hastighed. Flere steder er ledigheden nu næsten 10%, herunder både i USA (8,9%) og Europa (9,2%). Selv med de kraftige skattelettelser vil realindkomsterne blive hårdt ramt med den nuværende udvikling på arbejdsmarkedet. Dette vil naturligvis fortsætte med at lægge pres på forbruget. Optimismen hænger også sammen med udsigten til, at lagrene bliver fyldt op igen, og at der derfor kommer efterspørgsel ad den vej. Imidlertid er dette ikke langtidsholdbart og skal før eller senere følges op af ikke-lager efterspørgsel. En anden væsentlig og skrøbelig faktor er det finansielle system som er i bedring, men på et usikkert grundlag. Den seneste udfordring er at ratingbureauet S&P har sat Storbritanniens AAA statsgæld på NEGATIV, dvs. tilliden til gældsafviklingen er faldet. Samme skæbne kan overgå USA, hvor gælden ligeledes er øget markant. Disse spekulationer skaber nervøsitet og presser renterne i vejret, samtidig med at dollaren falder. Denne tendens vanskeliggør et stabilt opsving.

## AKTIER STIGER FORTSAT – KREDITSPÆND INDSNÆVRES

Maj blev en god måned for investorer med appetit på risiko. S&P steg med 5%, DAX med 5% og KFX med 6%. Det er primært de cykliske aktier, herunder ikke mindst de finansielle aktier, der for alvor har rettet sig. De største stigninger er at finde i Emerging landene, hvor det russiske indeks eg. er steget med 25% alene i maj og ca. 85% i 2009. Kreditobligationer generelt har oplevet massiv performance. I Europa fik ECB's udmelding om opkøb af obligationer også positiv betydning for dette segment. Den store taber er statsobligationer som følge af bla. S&P's udmelding. De 10 årige renter er således steget ca. 0,40%-point både i USA og Tyskland.