



STABILISERING MEN STADIG UNDER STOR USIKKERHED

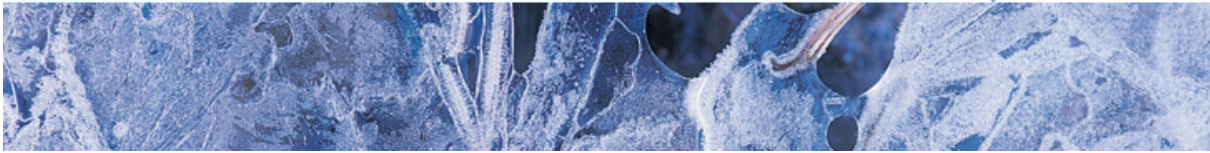
At den globale økonomi det sidste år har oplevet den største nedtur siden 1930'ernes "Store Depression" er for længst bekræftet, og for blot få måneder siden var endnu en depression på dagsordenen – måske endda på niveau med den navnkundige for 80 år siden. Heldigvis kom det ikke så vidt og kommer det sandsynligvis heller ikke i den aktuelle konjunkturedgang. Siden marts har økonomierne, og ikke mindst de finansielle markeder, stabiliseret sig som følge af foreløbigt succesrige interventioner fra centralbanker og regeringer verden over. En selvopfyldende profeti mellem ledende tillidsindikatorer og positive aktie- og kreditmarkeder har løftet fokus fra depression til recession, således at de fleste aktører forventer positive BNP vækstrater allerede i 2010. Det kan dog med relativt stor sikkerhed allerede fastslås nu, at 2009 globalt set bliver det værste år siden 1930'erne, ikke mindst trukket af de udviklede lande (OECD), som under et står til en tilbagegang på næsten utænkelige -4% i BNP.

I juni fortsatte strømmen af positive nyheder fra de ledende indikatorer for virksomheder og husholdninger. I USA er tillidsindikatoren ISM for 6. måned i træk steget til nu 44,8 hvilket stadig signalerer tilbagegang (da under 50), men ikke længere recession. Samme positive billede gør sig gældende hos forbrugerne, som har nydt godt af skattelettelser og delvis lavere renter. Boligpriserne er stabiliseret med et fald på omkring -20% det sidste år og et samlet fald på omkring -30% fra toppen i 2006. Både boligsalg og boligbyggeri har i den sidste måned også vist tegn på stabilisering.

De amerikanske forbrugere udviser ifølge forbrugertilliden således større optimisme løbende, omend det egentlig ikke ser så lyst ud i husholdningerne, når der eksempelvis fokuseres på forholdene på arbejdsmarkedet - USA nu har den største arbejdsløshed i 26 år (9,5%) samtidig med det næststørste samlede tab af jobs nogensinde i en konjunkturcyklus. I maj var der lidt håb at hente da der "kun" forsvandt 322.000 jobs, men situationen ændrede sig igen til det værre i juni, hvor tabet var 467.000 jobs. I alt er der nu forsvundet 6,5 mill. job siden nedturen startede. Dette er en åbenlys trussel mod det amerikanske forbrug da det isoleret set sætter de disponible indkomster under pres. Foreløbig har forbrugerne reageret med kraftige stigninger i opsparingen som er steget fra ca. 0% til 7% af den disponible indkomst. I sig selv en alvorlig trussel mod den økonomiske genopretning på kort sigt.

I Eurozonen følger udviklingen tidsmæssigt tendensen fra USA med kraftige forbedringer i erhvervslivets tillidsindikatorer og for så vidt også hos forbrugerne. Europakommisionen udgiver et samlet mål for tilliden i økonomien, og den er steget de sidste 3 måneder, men kun til niveauer der ligesom i USA signalerer en afbøjning af tilbagegangen, ikke en decideret fremgang. Industriproduktionen falder fortsat kraftigt ikke mindst fordi efterspørgslen stadig i stor stil bliver tilfredsstillet via lagerreduktioner. Industriproduktionen er nu faldet 8 måneder i træk og har samlet resulteret i et produktionsfald på ca. 21% y/y. Eurozonens BNP for 1. kvartal er bekræftet til det svageste kvartal nogensinde, bl.a. fordi lagerreduktionen har været historisk kraftig og bidraget med 1%-point af faldet. Forbrugerne bidrager også til nedgangen, hvilket heller ikke er så overraskende givet den accelererende arbejdsløshed som nu er på 9,5% og dermed stort set som i USA.

I Asien ser det ud til optimismen allerede har fået bedre fat i den egentlige aktivitet. De fleste økonomier er væsentligt mere cykliske end i USA og Europa samtidig med at banksystemet ikke har været slået helt i stykker. Desuden har Kina implementeret en gigantisk hjælpepakke. Alt i alt tegner tal for industriproduktionen på en hurtigere vending end i Europa og USA.



Det makroøkonomiske billede tegner klart bedre end for 3 måneder siden. Der er tegn på fremgang men det er fra et produktionsmæssigt historisk lavt niveau. Den voldsomme lagernedbringelse vil på et tidspunkt korrigere men det kan tage lang tid. Under alle omstændigheder er dette heller ikke nok til at skabe stabil vækst fremadrettet. Her skal den øvrige efterspørgsel også i gang. Selv med historisk store stimuli fra centralbanker og regeringer er det meget usikkert, hvornår denne fremgang kommer, og i givet fald hvor stor den egentlig bliver. Udfordringerne er de stadig voldsomme ubalancer i det globale system mellem opsparing og investering/forbrug på tværs af lande og på husholdnings- og virksomhedsniveau. Derudover er de massive stimuli i sig selv også behæftet med stor fejlmargen, da forkert administration af disse stimuli kan skubbe til inflationsforventningerne i opadgående retning og sætte en stopper for fremgangen. Dette var der tendens til i maj og starten af juni, da investorerne blev utrygge ved, om centralbankerne kunne styre den massive likviditetsopbygning i markedet.

RENTER FALDER – AKTIER UÆNDRET

Der fokuseres stadig mindre på temaet 'Den finansielle krise' i takt med at spektakulære konkurser og sandsynligheder herfor er blevet reduceret som følge af regeringernes og centralbankernes hjælpepakker. Denne fælles stimuli for offentlige midler har foreløbig understøttet markante kursstigninger i de fleste aktivklasser de seneste måneder. De styrende korte renter er stadig i bund globalt, samtidig med at centralbankernes balancer er kraftigt opustede for at sikre massiv likviditet på de finansielle markeder.

I juni tabte globale statsobligationer voldsomt i starten af måneden, primært som følge af udviklingen i de 10 årige amerikanske renter, der steg fra 3,5% til 4% på kort tid, idet investorerne flygtede fra det sikre til det mere usikre. Derudover begyndte inflationspanikken som omtalt at brede sig i markedet.¹ Siden hen er renterne dog faldet til ca. 3,5% igen som følge af den modsatte tendens. I Europa er de lange renter netto faldet med ca. 0,2%-point til 3,3% (ca. 3% ved årets start).

Aktiemarkedet (S&P500) steg stort set uafbrudt fra starten af marts til ultimo maj, hvor det først stabiliseredes, og siden fra midten af juni faldt en anelse tilbage. Samme tendens ses på alle aktiemarkeder, som har tabt som følge af profittagning, inden kvartalsregnskaberne som begynder at komme i juli. Der er en stigende frygt for at virksomhederne ikke helt kan leve op til de kraftige forventninger, der ligger i markedet. På året er S&P500 steget med ca. 2%, DAX faldet med ca. -1,5%, mens det danske OMXC20 steget med ca. 17%. I Emerging Markets er det ikke overraskende gået meget bedre, hvor de store kinesiske indeks er steget med hele 70%.

¹ Det nuværende inflationsniveau udgør ikke noget problem – tværtimod er de fleste inflationsmål efterhånden negative, altså deflation, og herudover er der ikke umiddelbar udsigt til lønpres pga. tendensen på arbejdsmarkedet. Alligevel argumenterer visse markedsaktører for, at den voldsomme likviditetsophobning udgør en inflationstrussel. Dette er isoleret og teoretisk set muligt, men er afhængig af mange faktorer, herunder ikke mindst at bankerne låner penge ud i langt større omfang, end det er tilfældet nu. Ifølge centralbankernes seneste udmeldinger anser de ikke inflation som et stort problem for den økonomiske udvikling i øjeblikket.