

### GRÆKENLAND I FOKUS

Det store og altoverskyggende tema i første kvartal var staternes budgetsituation. En samtidig cocktail af brutal BNP tilbagegang, hjælpepakker til finanssektoren og generelt massive finanspolitiske lempelser, har fået de fleste landes budgetter til at trænge dybt i rødt. Dette er for tiden mest alvorligt i dele af Eurozonen, herunder ikke mindst Grækenland. Gældskrisen eskalerede da Grækenland meddelte, at budgetunderskuddet i 2009 formentlig ville blive på 12,7% af BNP, mere end det dobbelte af tidligere udmeldt. Dette bekræftede markedet i, at statistiske nøgletal fra Grækenland ikke var helt troværdige, og markedet frygtede, at det stod endnu værre til end det nu oplyste. Markedet begyndte at frygte, at Grækenland ikke vil være i stand til at servicere gælden, og at en græsk statsbankerot vil være en direkte trussel mod hele Eurosamarbejdet. Grækenland fremlagde en spareplan, som vil reducere underskuddet med 4% allerede i år, men markedet stillede sig tvivlende overfor Grækenlands evne og vilje til overholde spareplanen. Samtidig kunne EU ikke blive enig om en hjælpepakke til Grækenland, hvor især Tyskland var kristisk mht. betingelserne for en kommende hjælpepakke. Merkel udtalte bl.a. at det skulle være muligt at smide et land ud af eurosamarbejdet, hvis landet truede stabiliteten, og at Grækenland ikke havde brug for hjælp i øjeblikket. I marts lykkedes det til sidst EU at nå til enighed om hjælp til et nødlidende land i Eurozonen, hvor EU skal bidrage med to tredjedele og IMF en tredjedel. Lånene skal ydes på markedsmæssige vilkår, så der er ikke tale om direkte subsidier.

### MAKRO – USA OG EUROPA

På trods af en nedrevidering steg BNP for Q4 i USA med 5,6% p.a, den høje vækst skyldtes hovedsageligt lagerinvesteringer, som stod for to tredjedele af væksten. ISM overraskede positivt for januar med en stigning til 58,4, og efter at være faldet lidt tilbage i februar steg ISM for marts til 59,6. Dette er det højeste niveau siden sommeren 2004, og ISM indikerer en fortsat høj vækst på omkring 5,5%. På negativ siden skal dog nævnes, at ISM højest sandsynlig overvurderer vækstpotentialet, da ISM kun inkluderer store virksomheder. Tillidsindikator for mindre virksomheder er meget dårligere og indikerer ligefrem faldende BNP vækst, hvilket skyldes dårligere adgang til kapital samt høj afhængighed af den indenlandske efterspørgsel. Tilstanden i de små virksomheder er ikke uvæsentlig, da små virksomheder de sidste 15 år har skabt over halvdelen af alle jobs.

Forbrugertilliden fra USA overraskede positivt med en stigning i marts til 52,5 fra 46,4, men opvejede kun delvist faldet i februar fra 56,5. Mere bekymrende er det, at forbrugerne ikke er blevet mere optimistiske end for 9 måneder siden, hvor opsvinget startede, og der er lang vej til det langsigtede gennemsnit på 94. Dette kan skabe nervøsitet for holdbarheden af opsvinget, da privatforbruget skal tage over, når de store hjælpepakker ophører.

En afgørende faktor for om økonomien bliver selv bærende er arbejdsmarkedet, og der er tegn på bedring på det amerikanske arbejdsmarked. Arbejdsmarkedsrapporterne for januar og februar overraskede positivt, og arbejdsløshedsprocenten er da også faldet fra 10,1% til 9,7%, og desuden er vikaransættelser steget markant, hvilket normalt varsler stigninger i fuldtidsstillinger. I påskeferien kom der arbejdsmarkedsrapport for marts måned, som på overfladen var lidt dårligere end ventet, da beskæftigelsen steg 162T mod ventet 184T. Men det var forventet, at 100T ville være ansat til den igangværende folketælling, men i marts blev der kun ansat 48T til folketællingen. Beskæftigelsen på 114T ex. folketællingen var altså bedre end ventet, og desuden blev beskæftigelsen for de to forgående måneder oprevideret med 62T. Alt i alt var rapporten positiv, og med det højeste antal ansættelser i 3 år, synes en vending på det amerikanske arbejdsmarked en realitet. Rapporten var dog ikke stærk nok til at få arbejdsløshedsprocenten til at falde, da arbejdsstyrken også steg.

March 2010

## MARKEDSKOMMENTAR

DKK

Der har ikke været den store fokus på nøgletal fra Europa pga. gældskrisen, men der kan nævnes, at væksten i Q4 for Eurozonen skuffede med 0,0% q/q. Tiltrængte gode nyheder kom der trods alt sidst i kvartalet, da PMI for Eurozonen overraskede positivt med stigning fra 53,7 til 55,5, hvilket er det højeste niveau siden august 2007. Stigningen i PMI var især drevet af Tyskland, som pga. den meget åbne økonomi har nydt godt af den stigende globale efterspørgsel, og den tyske PMI for fremstillingssektoren nåede op på det højeste niveau i 10 år. PMI for Eurozonen indikerer en vækst på 0,5% q/q – noget bedre end væksten i Q4 på 0,0%. Modsat USA er det europæiske arbejdsmarked ikke vendt endnu, og i februar steg arbejdsløsheden til 10% i Eurozonen, hvilket er det højeste niveau siden 1998. Det skal dog nævnes, at jobkomponenten i flere tillidsindikatorer peger på, at bunden er ved at være noget på arbejdsmarkedet i Eurozonen.

Inflationstal fra begge sider af Atlanten bekræftede, at det underliggende inflationspres nærmest er ikke eksisterende, da kerneinflationen har været faldende i Q1 i både USA og Europa. Kerneinflationen i USA faldt til 1,3% i februar og til 0,8% i Europa, og de forventes at falde yderligere som følge af den høje ledighed og produktionskapacitet.

Den overordnede inflation har dog været støt stigende siden bunden i sommeren 2009, og i USA var den helt oppe at vende i 2,8% i december, men er siden faldet til 2,1%, og i Eurozonen steg inflationen til 1,5% i marts. Stigninger skyldtes primært basiseffekter på energi og skulle derfor være kortvarig, hvorfor det ikke burde vække bekymring hos centralbankerne.

### MAKRO – ASIEN

Kina fortsætter de gode takter, og seneste væksttal viste, at BNP steg med hele 10,7% i Q4 – lidt bedre end ventet. Industriproduktionen steg i gennemsnit knap 21% i årets to første måneder, hvilket var noget højere end ventet, og indikerer høj fremtidig vækst. Myndighederne i Kina er begyndt at stramme pengepolitikken ved at forhøje reservekravene til bankerne for at bremse udlånsvæksten. Høj vækst og stigende bekymring for inflationen, som var højere end ventet i februar (2,7%), forventes at få Kina til forhøje renten i løbet af et par måneder. Centralbanken i Indien overraskede med at forhøje de ledende renter med 0,25%, da inflationen er steget til næsten 10% y/y og ingen tegn på at væksten vil aftage de kommende kvartaler.

Japan kæmper fortsat med deflation, og på trods af at inflationen steg til -1,1% i februar fra -1,3% i januar, så er der lange udsigter til positiv inflation.

### CENTRALBANKER

I modsætning til flere lande i Asien er der ikke udsigt til snarlige renteforhøjelser fra hverken Fed eller ECB. På sidste rentemøde var Fed dog lidt mere positiv på økonomien, hvor Fed hæftede sig ved en stabilisering af arbejdsmarkedet og stigning i erhvervslivets investeringer. Samtidig fastholdte Fed ordlyden, at renten vil forblive ”exceptionally low for an extended period”, hvorfor renten højeste sandsynlig ikke vil blive forhøjet de næste 6 måneder. Markedet forventer dog også, at Fed først forhøjer ultimo 2010.

Der var ikke de store nyheder på det seneste rentemøde i ECB, hvor der heller ikke blev indikeret, at en renteforhøjelse var nært forstående. Med de store gældsproblemer i Europa og udsigt til en generel finanspolitisk opstramning i Europa, vil ECB nok også være påpasselig med at forhøje renten. Markedet har på denne baggrund også udskudt den første renteforhøjelse helt til sommeren 2011.

March 2010

## MARKEDSKOMMENTAR

DKK

### AKTIEMARKEDERNE

Aktiemarkederne kunne i starten af 2010 ikke opretteholde de gode takter fra 2009, og ledende indeks i USA og Europa tabte 4-6% i januar. Der var indpriset markante stigninger i virksomhedernes indtjening for 2010 og 2011, og markedet begyndte at stille spørgsmålstejn ved yderligere potentiale i aktier. Desuden tyngede hele uroen omkring Grækenland især europæiske aktier.

Siden er aktier generelt steget, da tegn på bedring på arbejdsmarkedet især i USA og indikationer på større investeringslyst blandt virksomhederne, har fået investorerne til at købe aktier på forventning om, at forbrugs- og investeringscyklen vil kunne tage over fra industricyklen. De ledende indeks på begge sider af Atlanten sluttede kvartalet med at være steget 3-5%, mens det danske OMXC20 steg næsten 15% i første kvartal – godt trukket op af Novo Nordisk.

### RENTEMARKEDERNE

Gældskrisen i Grækenland prægede også obligationsmarkedet i Europa, hvilket fik investorerne til at søge i sikre statsobligationer såsom tyske, mens der var brandudsalg af græske statsobligationer. Lange renter i Tyskland faldt 0,3% i kvartalet, mens lange græske renter steg hele 0,75%. Den 10-årige danske rente fulgte med den tyske ned, hvilket skyldtes Danmarks relative gode budgetmæssige situation. De korte renter faldt også i kernelandene i Eurozonen, og endnu mere i Danmark da fortsat inflow til valutareserven fik Nationalbanken til at nedsætte renten selvstændig to gange i løbet af kvartalet. Korte tyske renter faldt 0,4%, mens korte danske renter faldt hele 0,6%.

Renterne i USA sluttede generelt uændret på kvartalet, da et par dårlige auktioner over statsobligationer sidst i kvartaler skabte bekymringer over finanseringen af det store amerikanske budgetunderskud, hvilket pressede renterne op.