

VECKA 47, 2011

VECKAN SOM GICK

- Europeiska obligationsräntor styrde utvecklingen på finansmarknaden
- Stigande obligationsräntor fick börserna på fall
- Spanien får en ny regering som lovar besparingar och ekonomiska reformer
- Marknaden är dock skeptisk till politikernas förmåga att genomföra det man säger
- ECB-chefen upprepade att ECB inte kommer att ikläda sig rollen som utlånare av sista utpost, utan att ansvaret istället vilar på Europas politiker att lösa krisen
- Vår bedömning är dock att ECB kommer att behöva axla den roll man säger sig inte vilja ha
- Den ekonomiska statistik som publicerades i förra veckan visade att den globala tillväxten var fortsatt hyggligt robust

Spanska obligationsräntor har följt med de italienska uppåt inför helgens spanska parlamentsval. Ett val som innebar att Spanien precis som Italien, Irland, Grekland och Portugal får en ny regering. Det spanska högerpartiet Partido Popular ser ut att ha vunnit en storseger. Besparingar och en uppluckring av en stel arbetsmarknad har utlovats av valsegraren.

Ränteuppgången i Europas skuldländer är dock ett uttryck för att marknaden har liten tilltro till att de nya regeringarna ska kunna lösa den europeiska skuldskrisen. Förutom ovissheten kring nya spanska regeringens förmåga att genomföra ekonomiska reformer och sparpaket, så är marknaden orolig för att de nya teknokratiskt styrda regeringarna i Grekland och Italien inte får den politiska legitimitet som krävs för att kunna genomföra ekonomiska förändringar.

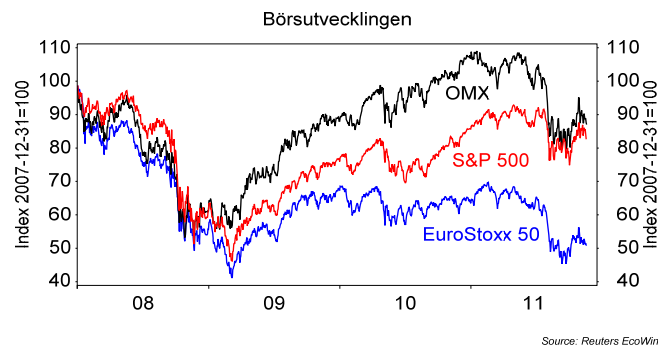
Dessutom skapar EMU:s krispaket nya problem för skuldländerna. Bankernas frivilliga nedskrivning med 50 procent av deras grekiska obligationsinnehav innebär troligen att de inte kan utnyttja sina försäkringar för just en sådan händelse – s k CDS:er. Effekten blir att CDS marknaden blivit mindre attraktiv, och istället kräver investerare nu högre räntor för att låna ut pengar till Italien och Spanien.

Framförallt är marknaden tilltro till den brandvägg som utformats i krispaketet svag. Idén att ”blåsa upp” de ca 200 mdr euro av nödfonden EFSF som inte redan är in-tecknade för programmen i Grekland, Portugal och Irland till ca 1000 mdr euro har inte övertygat marknaden. Tanken är att använda EFSF för att försäkra en del av nya obligationsemissioner i övriga skuldländer, genom att låta EFSF ta den första smällen av en senare eventuell skuld-nedskrivning. Ju högre säkerhet som marknaden kräver desto större smäll måste EFSF vara beredd att ta och desto mindre hävstång fås på EFSF:s befintliga kapital. Just nu kräver marknaden högre säkerhet för att delta i Italiens, Spaniens och även Frankrikes emissioner av statsobligationer.

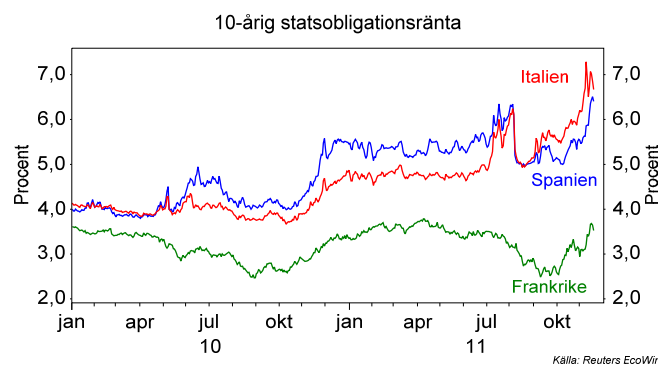
ECB utökade sin köp av skuldsatta länders obligationer på andrahandsmarknaden i veckan som gick. Problemet är att ECB:s insatser enligt egen utsago är begränsade och tillfälliga, vilket inte räcker för att trycka ned obligationsräntorna uthålligt. Istället riskerar begränsade obligationsköp skapa nya problem. EMU, ECB och IMF

(Fortsättning nästa sida)

Christer Tallbom, Chefekonom
 Tel: 08-522 550 02
 christer.tallbom@garantum.se



Den europeiska ränteutvecklingen satte tonen på finansmarknaden i veckan som gick. Ränteuppgången fick börserna att falla på bred front (se sista sidan). Fokus har flyttats från Grekland till euroregionens stora ekonomier. Statsoptionsräntorna i Italien handlades fortsatt på räntenivåer som på sikt är ohållbara, nivåer där tidigare Grekland, Portugal och Irland har tvingats kasta in handduken och söka finansieringshjälp från EMU/ECB/IMF:s nödfond. Även obligationsräntor i stabilare euroländer steg, medan de tyska långräntorna var mer eller mindre oförändrade.



VECKAN SOM GICK (Forts.)

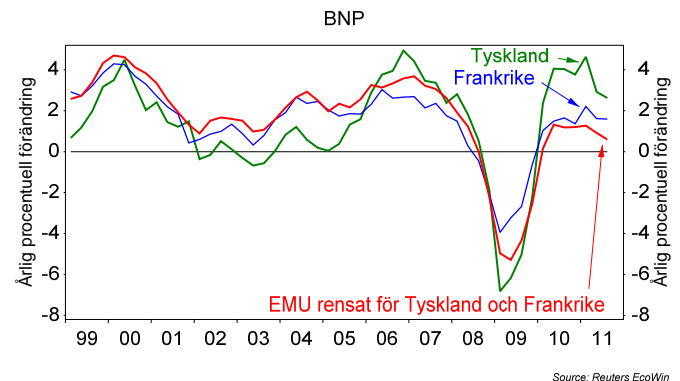
tog inga nedskrivningar vid rekonstruktionen av Greklands statskskuld. Effekten av ECB:s köp av italienska och spanska obligationer, om en lösning lik den grekiska skulle bli aktuell för dessa länder, är att bankernas del av en sådan nedskrivning skulle öka. Bankernas vilja att hålla italienska och spanska obligationer hämmas därför av ECB:s nuvarande agerande.

Det grundläggande problemet är att marknaden inte har tilltro till EFSF skapar den tänkta brandvägg som krispaketet skissat på. Enligt vårt förmenande finns bara två vägar för att skapa en tillräckligt stor brandvägg som förmår investerare att finansiera solventa länders upplåningsbehov. Det ena är att skapa euroobligationer, med Tyskland som ankare. En sådan lösning verkar dock vara politiskt omöjlig i dagsläget och skulle kräva stor förändringar i Europafördraget och därför sannolikt ta flera år att implementera. Därför återstår sannolikt bara den andra lösningen, nämligen att ECB ska börja med kvantitativa åtgärder, dvs ställa obegränsade resurser till förfogande för att säkerställa solventa länders fortsatta finansiering.

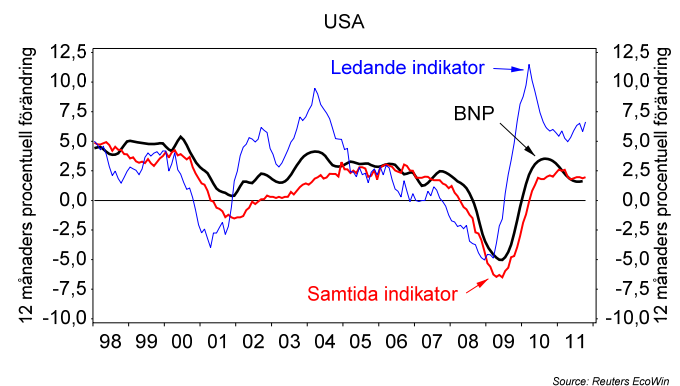
Enligt fördragstexten får inte ECB köpa obligationer på primärmarknaden – dvs köpa direkt i ett lands obligationsemission. Däremot kan centralbanken agera mer resolut på andrahandsmarknaden, eller tillföra IMF obegränsat med kapital så att valutafonden kan köpa på primärmarknaden, eller så kan den ge EFSF bankstatus för att den ska kunna agera på primärmarknaden.

Den nye ECB-shefen Draghi upprepade dock i veckan som gick att centralbanken inte vill agera utlånare av sista utpost för regeringarna i Europa. Istället poängterade Draghi på att initiativet ligger hos politikerna. Innan ECB ens kommer att börja flörta med med tanken på att expandera sin balansomslutning så kommer det sannolikt att krävas att de nya regeringarna i Europas skuldländer förmår genomföra ekonomiska reformer som övertygar den europeiska centralbanken.

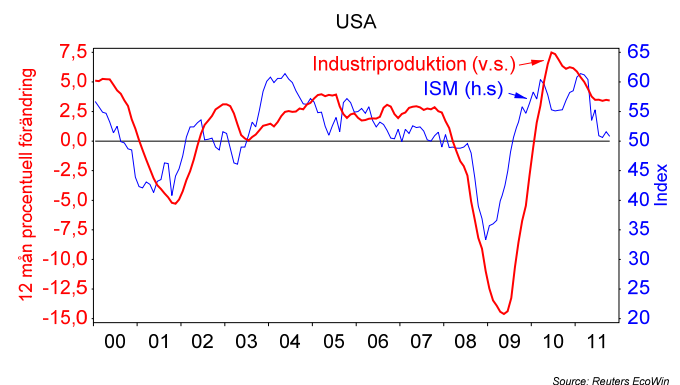
Den statistik som redovisades i förra veckan var fortsatt hyggligt god. De första beräkningarna av BNP-tillväxten under årets redje kvartal kom in ungefär i linje med förväntningarna. Tillväxttakten hade dämpats, men var fortsatt högre i Tyskland än i övriga större euroländer. Den franska tillväxten var dock i paritet med den amerikanska under perioden juli till september.



Conference Boards ledande och samtida indikatorer rapporterade om att den amerikanska tillväxten var fortsatt stabil och att det finns vissa förhoppningar på att tillväxten kan komma att öka på ett halvårssikt.



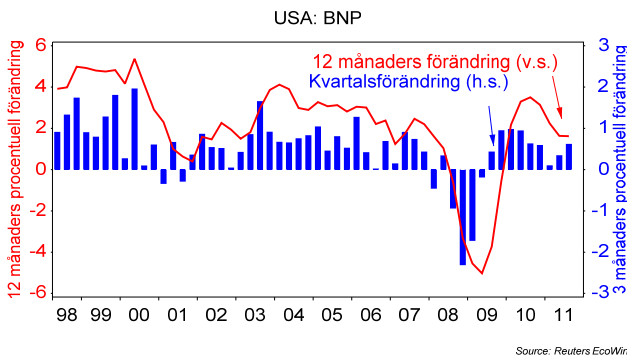
Resultaten av de regionala industriundersökningarna i USA avseende november var blandade, men pekade på en liknande utveckling som Conference Boards index. Utifrån förra veckans regionala barometrar skulle ISM:s nationella index, som redovisas i nästnasta vecka, hamna på ungefär samma nivå som i oktober, dvs fortsatt över 50-strecket. Samtidigt fortsatte den uppmätta produktionen i USA att rapportera om en högre industriaktivitet än vad PMI data har gjort.



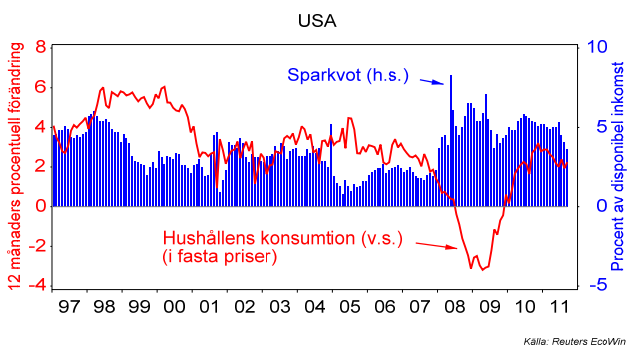
Christer Tallbom, Chefekonom
Tel: 08-522 550 02
christer.tallbom@garantum.se

VECKAN SOM KOMMER

- Fortsatt fokus på ränteutvecklingen i Europa
- Även makrostatistiken från USA blir intressant:
 - reviderad BNP data,
 - konsumtions- och inkomstutvecklingen i oktober samt
 - order av varaktiga varor samma månad
- I Europa riktas blickarna främst mot:
 - Preliminära PMI data i november och
 - Tyska Ifo indexet för samma månad

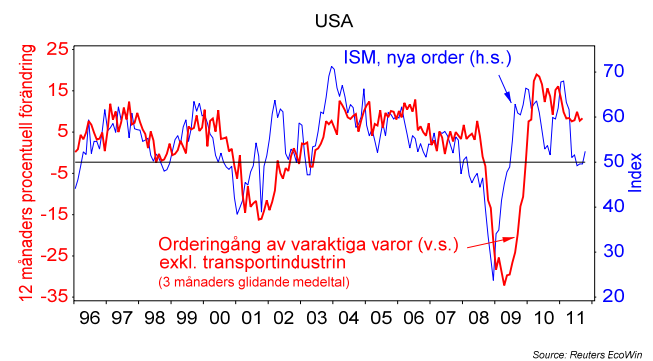


De första revideringarna av USA:s BNP-tillväxt under årets tredje kvartal redovisas på tisdag. Till skillnad från de första preliminära beräkningarna som redan publicerats baseras denna veckas siffror ett fullständigt (men inte slutgiltigt) dataunderlag. I vilken mån BNP revideras kommer främst bero på hur man justerar restposten i BNP-beräkningarna, nämligen lagerinvesteringarna. Det viktigaste är dock att konsumtionen och privata investeringar ska ha fortsatt att dra tillväxten i USA.

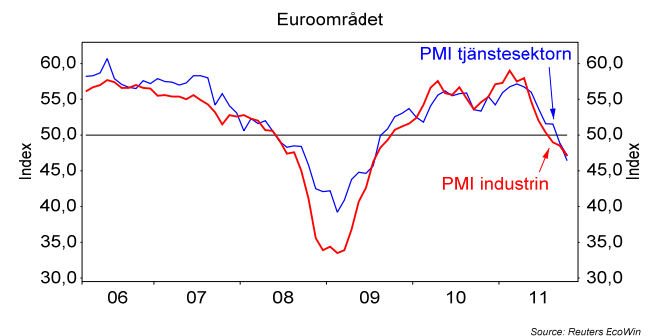


Dagen efter får vi dessutom siffror på den ekonomiska utvecklingen i USA i början på årets sista kvartal. Då släpps data på hushållens konsumtion, inkomster och sparande för oktober. Detaljhandelsförsäljningen, som utgör knappt hälften av den totala konsumtionen, rapporterades under samma månad ha varit högre än förväntat. Arbetsmarknaden har visat tecken på en viss förbättring, vilket kan börja manifesteras sig i form av en lite snabbare ökning av hushållens inkomster. I år har hushållen dragit ned på sitt månadsvisa sparande för att

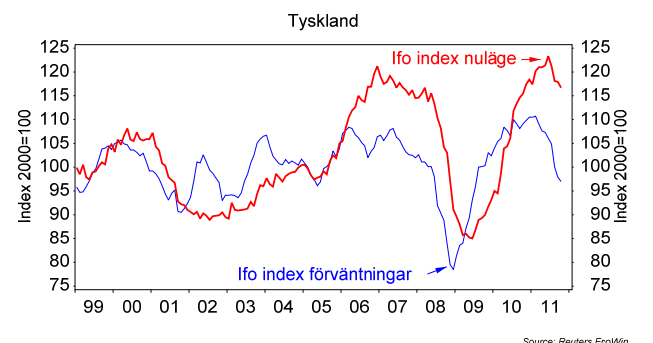
kunna finansiera en del av sin konsumtionsökning. En uthållig konsumtionstillväxt förutsätter dock att inkomsterna utvecklas i linje med konsumtionen.



Samma dag publiceras även siffror på industrins orderingång av varaktiga varor. Med varaktiga varor avses industrivaror med en beräknad livslängd på minst tre år. Det innebär att onsdagens statistik ger en hygglig bild av investeringsutvecklingen i början på det fjärde kvartalet.



På onsdag redovisas även preliminära inköpschefsindex (PMI) i november för euoområdet. Företagsaktiviteten har sjunkit och nuvarande osäkra inramning pekar på att indexen inte ska signalera någon vändning. En lika viktig indikator på företagsaktiviteten får vi på torsdag i form av Ifo-barometern som mäter tillståndet i det tyska näringslivet. Företagsaktiviteten i Tyskland är starkare än i euroområdet, men ökar nu långsammare än tidigare.



Christer Tallbom, Chefekonom
Tel: 08-522 550 02
christer.tallbom@garantum.se

Börser	2011-11-20		Procentuell förändring:					
	Region	Land	Index	1 år	2011	3 mån	1 mån	1 vecka
Europa	Sverige	OMXS30		-14,92	-18,55	5,39	-0,45	-3,61
	Norden	FTSE Norex 30		-15,84	-19,01	5,79	1,65	-2,75
	Euroområdet	EuroStoxx 50		-21,66	-19,91	1,36	-3,04	-3,79
	Tyskland	DAX 30		-17,85	-18,83	3,52	-1,31	-4,24
	Frankrike	CAC 40		-22,52	-21,23	-2,57	-4,59	-4,84
	Italien	MIB 30		-27,05	-24,49	1,75	-4,62	-3,46
	Portugal	PSI 20		-31,08	-28,28	-9,76	-9,23	-2,52
	Spanien	IBEX 35		-19,52	-15,71	-0,09	-5,69	-2,88
	Storbritannien	FTSE100		-7,03	-9,10	5,32	-0,88	-3,29
	Schweiz	SMI		-15,10	-12,76	8,06	-1,19	-0,61
	Östeuropa	CECE		-26,14	-26,93	-9,41	-4,37	-2,42
	Ryssland	RDX		-5,44	0,38	-15,66	6,16	-2,27
Amerika	Brasilien	iShares MSCI Brazil		-23,33	-23,53	-3,24	2,05	-4,16
	USA	S&P 500		1,59	-3,34	6,58	-0,79	-3,81
Asien	Japan	Topix		-17,13	-19,90	-6,17	-4,16	-1,25
		Nikkei 225		-16,36	-18,13	-6,36	-4,20	-1,64
	Kina	FTSE/Xinhua 25		-20,30	-17,75	-4,82	7,38	-4,18
		HSCEI		-24,38	-14,51	-0,05	1,65	-2,53
	Hongkong	Hang Seng		-21,77	-19,73	-7,62	2,29	-3,38
	Sydkorea	Kospi 100		-4,67	-11,71	0,47	-0,19	-1,47
	Taiwan	MSCI Taiwan		-12,55	-19,38	-3,51	-1,35	-1,62
	Singapore	MSCI Singapore		-17,84	-17,54	-4,31	0,00	-1,88
	Indien	S&P Nifty		-18,22	-20,03	-0,78	-2,61	-5,09
	Vietnam	Top Select aktiekorg		-11,14	-21,50	-4,95	-5,83	-3,51
Valutor								
Referensvaluta	Region	Valuta						
USD	Sverige	SEK		1,18	-1,13	-5,08	-2,22	-2,68
	Japan	Yen		8,57	5,51	-0,44	-0,13	0,26
	Kina	Yuan		4,38	3,69	0,51	0,41	-0,20
	Hongkong	HK Dollar		-0,45	-0,21	0,06	-0,16	-0,15
	Indien	Rupee		-11,69	-12,75	-10,72	-3,79	-2,40
	Indonesien	Rupiah		-0,83	-0,11	-5,38	-2,22	-0,58
	Sydkorea	Won		-0,76	-1,58	-4,91	0,97	-1,06
	Thailand	Baht		-3,36	-3,16	-3,52	-0,94	-0,84
Euro	Sverige	SEK		2,11	-2,12	0,60	-0,63	-0,97
	USA	USD		1,00	-0,98	6,08	1,69	1,78
	Brasilien	Real		-3,26	-8,01	-5,10	-0,26	-0,72
	Hongkong	HK Dollar		0,44	-1,31	6,15	1,69	1,81
	Indien	Rupee		-10,84	-13,62	-5,33	-2,19	-0,67
	Sydkorea	Won		0,20	-2,57	0,83	2,64	0,69
	Ungern	Forint		-9,42	-8,27	-10,01	-2,11	2,36
SEK	Vietnam	Dong		-8,23	-6,11	4,44	1,88	2,81
Fastigheter								
	Region							
	Europa	EPRA		-18,66	-21,71	-12,27	-10,68	-5,02
	Japan	TSE REIT		-18,42	-26,35	-16,04	-6,95	-2,67
Räntor								
	Region			Ränteförändring (procentenheter):				
3 mån SSVX	Sverige	1,40%		0,30	0,08	-0,10	0,05	0,00
10 år Statsobl.	Sverige	1,75%		-1,20	-1,52	-0,18	-0,11	0,06

Christer Tallbom, Chefekonom
 Tel: 08-522 550 02
 christer.tallbom@garantum.se

Informationen i denna publikation är baserad på källor och bearbningsmetoder som vi anser vara tillförlitliga. Antaganden om framtida utveckling och prognoser är dock till sin natur förenad med osäkerhet. Varje placering måste därför vara ett självständigt beslut av placeraren oberoende av denna information. Garantum Fondkommission AB svarar alltså inte för eventuella förluster som kan tänkas uppkomma.