



## Månadsrapport – juli 2008

	Jan	Feb	Mars	April	Maj	Juni	Juli	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	2008
Carlsson Noren Macro Fund	-0.47%	0.65%	1.00%	0.21%	1.00%	-0.74%	2.08%						3.75%
T-bill index Sverige	0.40%	0.27%	0.35%	0.37%	0.31%	0.31%	0.37%						2.40%
T-bond index Sverige	2.36%	-0.04%	0.36%	-0.37%	-1.40%	-0.63%	1.98%						2.24%
Sax index	-12.13%	3.26%	-2.02%	1.48%	2.29%	-14.15%	-0.74%						-21.36%

**Den amerikanska bankkrisen årgång 2008 håller på att blomma ut. Och olyckor brukar inte komma ensamma. Oljepriset har i juni gjort ett all time high i reala priser. Kanske ska vi vara tacksamma för att Finansminister Paulsson verkar vara kaptenen som styr genom bankkrisen istället för andra politiska entreprenörer.**

Under juli har det världsekonomiska läget fortsatt att försämrats. Den amerikanska bankkrisen förvärras, inflationstrycket ökar (mätt som konsumentprisindex) och tillväxtstatistiken är en besvikelse - inte bara i Europa utan även för Kina och Indien.

Vi följer följande faktorer extra noga just nu:

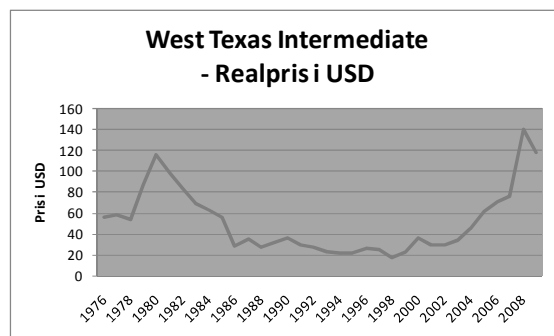
- Tvärnit i världskonjunkturen
- Har oljepriset toppat?
- Amerikanska bankkrisen förvärras
- Konsumentprisindex nära toppen
- Penningmultiplikatorn
- Tillväxten i Kina och Indien

### Oljepriset

När oljepriset i bröt igenom \$ 146 per fat – en uppgång med 40 % sedan årsskiftet - betydde det att vi slog emot samma realpris som i början av 1980-talet, och att kostnaden för olja mätt som andel av globala ekonomin kom upp i samma nivå som då - 7 %. Detta är dubbelt så mycket som genomsnittet för femårsperioden 2002-7, och mer än tre gånger genomsnittet under perioden 1986-2001 - 1,9 %. För den kinesiska ekonomin är det ännu värre. Kostnaden för olja har stigit till 11 % av kinesiska BNP, vilket kan jämföras med genomsnittet om 5,7 % för de senaste fem åren.

På 80-talet fick det höga priset effekten att efterfrågan mattades av och att det blev

ekonomiskt intressant att utvinna nya fyndigheter med markant högre utvinningskostnader. Länderna i Mellanöstern står fortfarande för drygt 60 % av Världens råoljereserver. Venezuela och Ryssland har vardera ca 7 %.



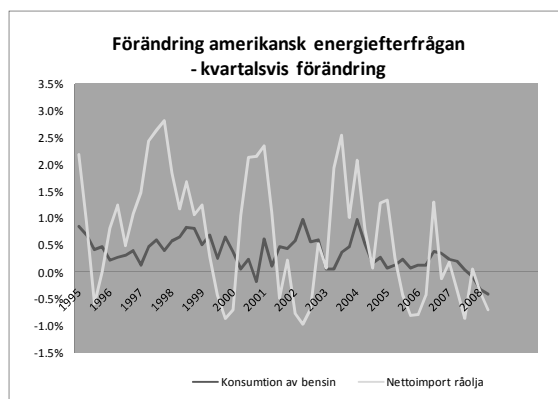
### Ökad efterfrågan på olja?

Balansen mellan efterfrågan och utbud av olja har blivit tight. Den globala trenden för efterfrågan på olja har endast ökat marginellt mer den senaste femårsperioden än för den föregående (1,6 % jämfört med 1,4 %). Det är utbudssituationen som är en mer rimlig förklaring till prisutvecklingen. Nu är världen mer beroende av försörjning av råvaran från mer komplicerade geologiska och politiska regioner där känsligheten för driftsstyrningar är betydligt större. Oljepriser som är markant högre än på 90-talet är här för att stanna på grund av högre produktionskostnader.

Experter anser att det är raffinaderisektorn som är det mest känsliga segmentet inom oljebranschen för effekter av förändringar på utbud och efterfrågan. Kanske har kravförändringen på dieselkvalitet i Europa kombinerad med långsam omställning av produktionskapacitet och det faktum att hälften av Europas dieselimport kommer från Ryssland skapat extra efterfrågan av vissa kvaliteter som sedan spridit sig. Ett antal



samspelande faktorer har dessutom lett till en extra hög dieselefterfrågan under året; gasbrist i Chile och Argentina, en kraftförsörjningskris i Sydafrika, en explosion i en Australisk gaspipeline och ökad Kinesisk efterfrågan pga. jordbävningen i Sichuanprovinserna.



Historiskt har kraftiga oljeprisökningar lett till lägre ekonomisk aktivitet och oljeefterfrågan. I kölvattnet av pristoppen i slutet av 1970-talet följde en global efterfrågeminskning om 10 % under treårsperioden 1980-1982. Eftersom USA grovt räknat står för ¼-del av världens oljekonsumtion är det intressant att se de första tecken på efterfrågeavmattning där. Bensinefterfrågan har kumulativt sjunkit med drygt 14 % sedan i december 2007 tom maj 2008, jämfört med samma period året innan. I USA utgör bensin ca 45 % av den samlade oljekonsumtionen. Därför kan det vara intressant att också reflektera över att genomsnittsförbrukningen för den amerikanska personbilsparken lär ligga på samma nivå som 1986. Man har inte heller reviderat några politiska beslut om mål för personbilars förbrukning sedan 1985!

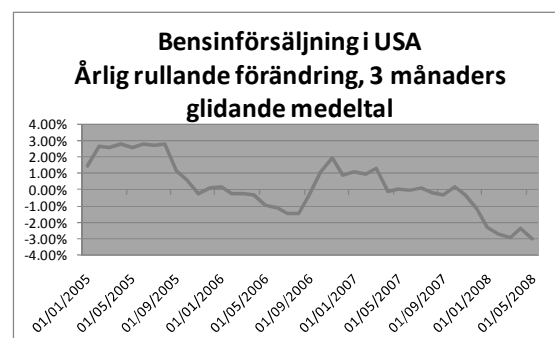
Under andra halvåret i år kan marknadsläget balanseras av de nyligen offentliggjorda produktionsökningarna av Saudiarabien från 8,9 till 9,7 miljoner fat per dag (totalmarknad om ca 86 miljoner fat per dag). Dessutom kommer marknaden börja få tillgång till olja från några stora projekt som börjar leverera alternativt ökar produktionen.

Kanske har vi också i oljepriset nu en stark drivkraft till förändring i den amerikanska bilkulturen vilket i det här läget skulle kunna hjälpa både den amerikanska ekonomin och bidra till lägre oljeefterfrågan. En intressant punkt ur den amerikanska bilförsäljningsstatistiken för juni var i detta sammanhang att det såldes fler bilar av märket MINI än amerikanska fanbärare som Chevrolet Suburban och Hummer.

### Oljepriset och centralbankerna

Om oljepriset klättrar tillbaka till toppnoteringarna från början av månaden (~ 146 USD/fat) innebär det ett högriskscenario för Riksbanken. Skulle priset istället hålla sig vid nuvarande nivåer (~ 120 USD/fat), betyder det att vi kan nå ett genomsnittspris för 2008 om ca 113 USD/fat. Detta speglar ett lågriskscenario – och då kan det finnas utrymme att sänka räntan. Det är därför ett "understatement" att säga att oljan betyder mycket för både Riksbanken och ECB ur inflationsperspektiv.

Vi vill istället fokusera på den beskattande effekt priset har på ekonomierna och därmed risken för tillväxt. Om oljepriset fortsätter att mattas innebär det en mycket viktig efterfrågestimulans. Det hjälper till att mildra konjunkturedgången.





## Den amerikanska bankkrisen

Åtgärderna från Bush-administrationen är extrema i ett amerikanskt republikanskt perspektiv för att hjälpa finanssektorn genom krisen. Realpolitik verkar tack och lov vara dagens rättesnöre snarare än politiska dogmer. I mitten av månaden fick vi se aktiekurserna i USA's två största bolåneinstitut kollapsa med knappt 50 % under några timmar. Administrationen, med Finansminister Paulsson i spetsen, tvingades motvilligt koordinera en räddningsaktion av Fannie Mae och Freddie Mac. Alternativet hade inneburit ett faktiskt kreditstopp för bostäder i USA!

Hittills i år har 8 amerikanska banker kollapsat exklusive Bear Sterns. Om de bägge bolåneinstituterna skulle nationaliseras innebär det att \$ 5000 miljarder i lån överförs till den amerikanska statskulden som skulle öka till 65 % av BNP. Därmed är den amerikanska staten är på väg att bli samma gökunge som svenska staten var en gång när man tog alltför mycket av ränteplacernas pengar och lämnade alltför lite till "riktiga" investeringar. Det är kanske inte en jämförelse med ett socialdemokratiskt Sverige från 70-talet som President Bush skulle vilja se i sitt avgångsbetyg.

Vi tror att den amerikanska bankkrisen kommer att få ett antal implikationer globalt;

- Högre räntor på längre löptider eftersom efterfrågan på lån från USA ökar.
- Brantare lutning på räntekurvan.
- Penningmultiplikatorn tidvis ur funktion. Därför kommer inflationstrycket att hållas tillbaka. De penningpolitiska åtgärderna kortsluts med ett banksystem som är i starkt behov att förbättra sin balansräkning.

## Penningmultiplikatorn

Efter de senaste årens lånekaruseller så kommer det behövas en lång tid av konsolidering inom banksektorn. Oron för

kreditförluster och rädsla för framtiden kommer att påverka riskaptiten. Bankernas upplåningskostnader kommer ha stor betydelse. Dessutom skulle bankerna behöva en positiv "yield-kurva".

För ECB, som kritiseras av alla och alltid för en alltför högaktig penningpolitik, är penningmängdstillväxten den andra viktiga faktorn som man baserar sina beslut på förutom inflationen. Här kan ECB hitta en möjlig väg att ta sig ur det tilltagande skruvstäd som politikerna i Sydeuropa utsätter banken för, utan att behöva utsätta sig själva för en förtroendeeroderande debatt.

## Utsikter

Världen har aldrig haft så stark tillväxt som den perioden vi har bakom oss, men nu ser det illa ut. Tillväxten bromsar in rejält i Spanien, Irland, Danmark, Storbritannien, Tyskland och Sverige. Även Kina, Indien och Korea tappar dragkraft.

Vi har flaggat för ett gryende inflationstryck i tre år. Ett stort orosmoln för oss var löneinflationen i Sverige, vilken till stor del har uteblivit. Vi tror det är för sent att höja räntorna för att hålla tillbaka inflationen när en lågkonjunktur nu står för dörren. Lånebubblan är redan skapad. Om oljepriset skulle stabiliseras på nuvarande nivåer så tror vi inte att inflationen är ett problem på ett års sikt. Oljan är då en "skatteeffekt" att diskutera snarare än inflationseffekt.

Fredrik Carlsson, Martin Norén  
Göteborg 2008-08-06