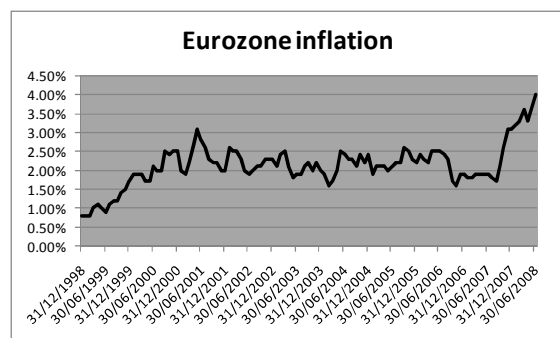




## Månadsrapport – juni 2008

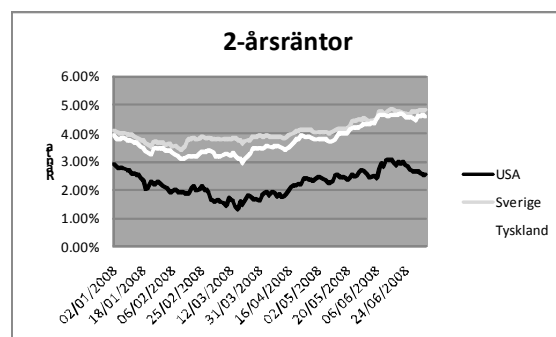
	Jan	Feb	Mars	April	Maj	Juni	Juli	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	2008
Carlsson Norén Macro Fund	-0.47%	0.65%	1.00%	0.21%	1.00%	-0.74%							1.63%
T-bill index Sverige	0.40%	0.27%	0.35%	0.37%	0.31%	0.31%							2.02%
T-bond index Sverige	2.36%	-0.04%	0.36%	-0.37%	-1.40%	-0.63%							0.25%
Sax index	-12.13%	3.26%	-2.02%	1.48%	2.29%	-14.15%							-20.77%

Marknaderna har under juni levererat investerare fler och större olägenheter än salta kallsupar - redan före midsommar. Vi har tyvärr råkat ut för några av dem, även om vi upplever att marknaden rör sig trendmässigt så som vi har förväntat oss. Oron för det finansiella och verkliga ekonomiska läget är däremot så stor att enskilda nyheter kan utlösa plötsliga rörelser som är betydligt större än normalt motiverade, därför att likviditeten är markant sämre i räntemarknaderna än vad vi vant oss vid det sista decenniet.



Vi har i varje månadsbrev diskuterat den rådande höga inflationstakten jämfört med ränteläget i Sverige, Europa och Storbritannien – där alla dessa länders centralbanker har uttalade inflationsmål. I Europa oroar sig centralbankerna för s.k. "second-round effects" där löneökningar kanske är den viktigaste faktorn (indikatorn). Än så länge finns det inte några starka signaler på löneinflation varken i Europa eller i Sverige. Vi ser inga löneökningssignaler i Spanien, Italien eller Frankrike pga. det konjunkturella läget för dessa länders industrier. I Sverige har vi heller inte än så länge sett några indikationer på att fackföreningarna vill riva upp existerande avtal. Det borde centralbankerna se som positivt.

Marknaden har nu prisat in en räntehöjningscykel om två till tre höjningssteg. Det speglar inte alls våra förväntningar om väldigt svag statistik från Sverige. Vi ser att det bromsar in ordentligt i industrin i Sverige, se t.ex. Volvos varsel veckan efter midsommar. Vi anser också att det är inflationen som dämpar konsumtionen, inte bankkrisen.



Centralbankerna hamnar därför i ett verkligt dilemma om de skall fortsätta höja, framförallt eftersom tvååriga och femåriga marknadsräntor stigit med 65-70 punkter under maj och juni och därmed redan skapat en åtstramning. Dessutom har swap-spreadarna expanderat, vilket ytterligare höjer utlåningsräntorna till konsument och företag.

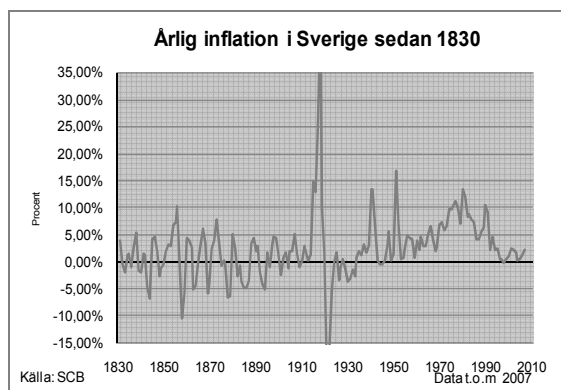
Den svåra situationen verkar ha fått centralbankerna att prata väldigt mycket mer med varandra. Sista tidens kommentarer från ECB tolkar vi som signaler att man inte ville starta en ny räntehöjningscykel – utan göra en höjning. Lusläser man deras rapporter kan vi konstatera att de absolut har en fokus på inflation, men även den realkonsekvens utvecklingen.

Oljepriserna har under månaden fortsatt stiga och bidrar starkt till oron och volatiliteten på marknaden. Det diskuteras om dagens pris drivs av spekulanter eller om det är verklig efterfrågan som ligger bakom prishöjningarna.



EIA – Energy Information Administration - i USA förutser en global efterfrågan i år om 86,38 miljon fat råolja om dagen, och en produktion om 86,54 miljoner fat om dagen. Dessa siffror speglar en högre efterfrågan om 1 miljon fat respektive produktion om 2,1 miljoner fat om dagen jämfört med 2007. Efterfrågan sjunker nu i USA och stiger i Kina, Indien och Mellanöstern. Situationen för 2009 förväntas bli ett produktionsunderskott om 0,05 miljoner fat per dag.

Insiders i oljeindustrin säger att det tar sju år från en oljefyndighet konstateras kommersiellt intressant till dess att olja börjar fysiskt levereras. Även om dagens oljepriser därmed gör oljeutvinning lönsam ur svårtillgängliga källor, kommer det ta lång tid innan flödena därifrån kommer med i den globala produktionsstatistiken.



## Utsikter

Om det är så att det är ökad efterfrågan på olja i Kina, Indien och Mellanöstern som är orsaken till det höga oljepriset och som drar upp inflationen i Sverige och övriga Europa är det befängt av centralbankerna att höja räntorna. Det skulle vara en pro-cyklisk åtgärd. Man bör snarare kompensera för den beskattningseffekt på ekonomin som dessa högre priser ger.

Vi är oroliga för hur centralbankerna kommer att hantera dagens utmaning med höga energipriser. Hade man historiskt sett tagit hänsyn till tillgångspriser i sina monetära beslut, skulle det nu vara självklart att balansera dessa mot de höga oljepriserna. Det

är däremot ett stort steg att idag ändra den principen med bibehållet förtroende som inflationsbekämpare.

Centralbankers agerande har en effekt med 18-24 månaders fördröjning. Rensar vi inflationsstatistiken från oljepriserna – och antar att de hamnar där terminsmarknaden nu indikerar – räknar vi med att den kommer tillbaka till att ligga strax över 1,0 % i januari 2009, dvs. under de flesta länders inflationsmål. Då har vi egentligen för höga räntor idag, framförallt med hänsyn tagen till den snabba konjunkturella avmattningen vi nu ser! Inser inte centralbankerna detta dilemma får vi ställa in oss på en mycket hård landning för det finansiella systemet och världskonjunkturen.

Fredrik Carlsson, Martin Norén  
Göteborg 2008-07-08