

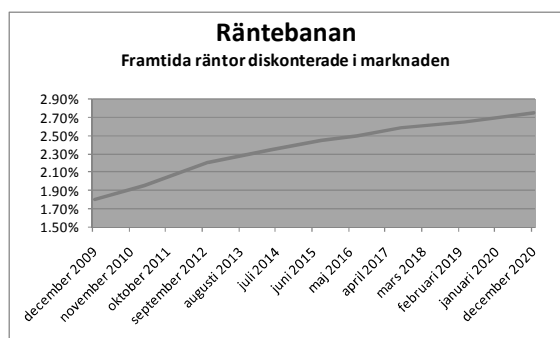


Månadsrapport – november 2008

	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%	2.08%	1.51%	2.23%	0.10%	0.01%		7.79%
T-bill index Sverige	0.40%	0.27%	0.35%	0.37%	0.31%	0.31%	0.37%	0.33%	0.39%	0.49%	0.27%		3.90%
T-bond index Sverige	2.36%	-0.04%	0.36%	-0.37%	-1.40%	-0.63%	1.98%	1.23%	2.09%	2.80%	3.29%		12.05%
Sax index	-12.13%	3.26%	-2.02%	1.48%	2.29%	-14.15%	-0.74%	1.24%	-12.46%	-17.89%	-2.15%		-44.00%

Räntemarknaderna har under november med oförminskad intensitet fortsatt diskontera en recession. Samtidigt har fiskala stimulanspaket presenterats från Kina i öster till USA i väster. Vi vet lika lite som andra makroekonomer hur illa recessionen kommer att bli. Däremot kan vi konstatera att de finanspolitiska åtgärderna måste betecknas med samma superlativ som recessionsfarhågorna beskrivs med. De är lika stora i ett historiskt perspektiv som snabbheten i avmattningen.

De långa räntorna har fortsatt att falla dramatiskt under månaden. Det kan tolkas som att marknaden börjar ställa in sig på ett scenario i västvärlden som i Japan under 90-talet. Marknaden diskonterar nu så kraftiga sänkningar i korta räntor att det nästan inte går att köpa obligationer med korta löptider utan att vänligt be hushållaren om ett recept på valium. Förväntningarna på Riksbankens kraftiga sänkning var relativt diskonterad då 2-årsräntan handlade kring 2 % före beskedet.



Marknaden förväntar sig sänkningar ner till 1,5 % under 2009. Kanske känns det då bättre att placera på 10 års löptid till 2,70 %?

Under november har världens regeringspolitiker - och Barack Obama - alla blivit Keynesianer genom att ha annonserat stimulanspaket för att försöka stödja ekonomierna. Siffrorna i rubrikerna är naturligtvis avsedda att också ha en politisk effekt. Kanske skall man därför inte räkna med att beloppen helt representerar nya planer utöver redan pågående paket. Trots det innebär stimulansåtgärderna sammantaget stöd för de enskilda ekonomierna om mellan 0,5 % till drygt 10 % på årsbasis.

Land	Finanspolitiska stimulanspaket, bn	% av BNP	BNP storlek, bn \$, imf
EU	200 €	1.8%	14,712
Frankrike	19 €	1.2%	2,046
Italien	6 €	0.4%	1,786
Kina, Centralregering	\$590	10.9%	6,991
Spanien	40 €	3.8%	1,351
Storbritannien	£20	1.2%	2,137
Tyskland	50 €	2.3%	2,809
USA	\$700	6.5%	13,843
Sverige	40 kr	1.5%	455
Världen	\$1,476	2.9%	64,903

Även om det mesta av stödet naturligtvis skulle behövas så snart som möjligt tar implementeringen tid. I Kina bedöms effekten synas framförallt 2009, då den statliga konsumtionen förväntas utgöra 4 % av BNP, en uppgång från 1,5 % under 2007. EU har inte heller några egna medel att spendera utan det paketet måste förankras hos medlemsländerna. Tyskland stretrar emot och kritiseras därför hårt i



européisk press för sitt motstånd till att spendera.

Under månaden har en viss stabilisering visat sig i några viktiga råvaror. Priserna på koppar, nickel, zink och olja har inte fortsatt att falla i samma takt under november jämfört med trenden efter sommaren. Budskapen från räntemarknaden och råvarumarknaden är därmed trendmässigt inte helt entydiga.

I somras skrev vi om oljepriset efter att det brutit igenom \$ 146 per fat. Kostnaden för olja mätt som andel av globala ekonomin – baserat på \$ 146 - kom då upp i 7 %, vilket var samma nivå som i början av 1980-talet. En återgång till genomsnittet för femårsperioden 2002-7, skulle alltså medföra en kostnadsbesparing om ca 3 % på årsbasis jämfört med hur situationen bedömdes i somras. Lägre oljepriser kan därmed ha en större påverkan än de finanspolitiska åtgärderna på kort sikt eftersom vi märker av de lägre oljepriserna direkt. För den kinesiska ekonomin är det ännu bättre. Kostnaden för olja utgjorde i somras 11 % av kinesiska BNP, vilket kan jämföras med genomsnittet om 5,7 % för de senaste fem åren.

Efter oljeshocken på 70-talet återhämtade sig efterfrågan på olja inte på 10 år. I några stora marknader (Japan och Europa) ligger fortfarande efterfrågan under nivåerna från 1979. Prishocken vi har upplevt i år kommer troligtvis att ha lika långvariga effekter. Oljepriset har inte bara en dämpande effekt på USA's oljeberoende livsstil, vilket är högst märkbart för Detroit. Sannolikt kommer också Asiens och andra tillväxtområdets synsätt på energiförbrukning i allmänhet att påverkas av sommarens upplevelser.

Utsikter

Vi vill inte på något sätt i det här månadsbrevet förmedla en positiv bild av det makroekonomiska läget i världen. Det ser väldigt dystert ut och hastigheten i avmattningen är dramatisk. Men ur ett ränteperspektiv tror vi att det är fel att blunda för storleken på de finanspolitiska åtgärderna som presenterats samt de penningpolitiska åtgärder som nu världens samtliga centralbanker deltar i. Vi menar då inte bara räntesänkningarna som presenterats de senaste två veckorna utan även hur centralbankernas balansräkningar växer. Federal Reserves balansräkning har tredubblats i storlek under 2008! I praktiken har de blivit en sedelpress därför att penningmultiplikatorfunktionen i det normala banksystemet satts ur spel. Vi vet alla vad som händer om de här paketen börjar få en effekt.

Fredrik Carlsson, Martin Norén 2008-12-05.

Denna information är inte avsedd att och skall inte tolkas som en rekommendation av Carlsson & Norén Asset management att förvärva andelar i Fonden. Carlsson & Norén Asset Management tillhandahåller inte sådan finansiell rådgivning som avses i Lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter. Det ankommer på var och en som önskar förvärva andelar att göra sin egen bedömning av en investering i Fonden och de risker som är förknippade därmed.