



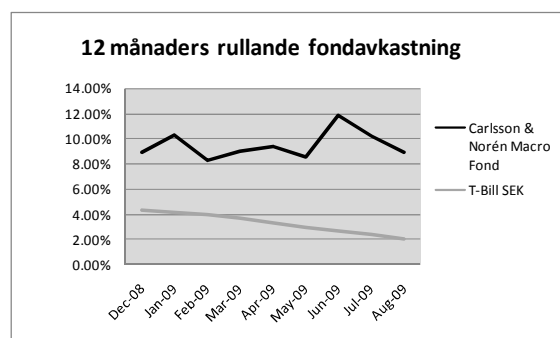
## Carlsson Noren Macro Fond

Månadsrapport – augusti 2009

År	Jan	Feb	Mars	April	Maj	Juni	Juli	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Årsbasis
2008	-0.47%	0.65%	1.00%	0.21%	1.00%	-0.74%	2.08%	1.51%	2.23%	0.10%	0.01%	1.02%	8.89%
2009	0.86%	-1.29%	1.62%	0.53%	0.15%	2.34%	0.41%	0.21%					4.88%

Effekten av de finans- och penningpolitiska åtgärderna syns med all tydlighet i finansmarknaderna sedan en tid. Aktiemarknaden har drivits av att likviditeten inte hittar tillräckligt med säljare snarare än fundamentala värderingsfaktorer. I räntemarknaden finns bara köpare. För mycket pengar söker för få varor och därför stiger priserna. Ekonomisk statistik visar på en verklig vändning i den ekonomiska utvecklingen och framåtblickande indikatorerna fortsätter att vara positiva.

Det här läget i finansmarknaderna tror vi centralbanker och politiker vill komma ur. Frågan är därför hur de gör det utan att skada momentum i den ekonomiska återhämtningen. Kina har strypt kredittillgången då enligt uppgift 1/3 av volymerna verkade hamna i aktiemarknaden. Ett beslut som både verkar rimligt och förklarar avkylningen i den kinesiska aktiemarknaden den senaste tiden.



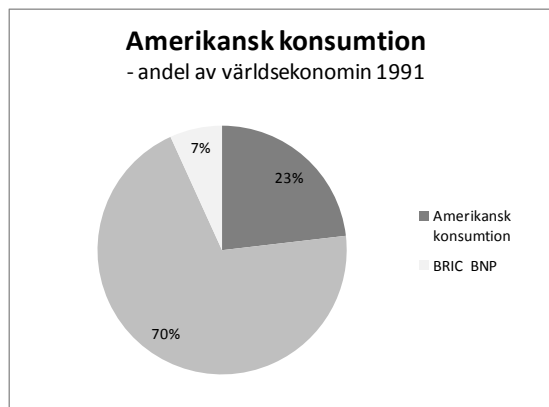
Vi tror att man nu försöker komma till rätta med vilken exit strategy ur den expansiva profilen i både finans- och penningpolitik och vad som benämns quantitative easing som är bäst.

Dilemmat ser ut ungefär så här. För det första, genom att tillåta fler typer av tillgångar som säkerhet från bankerna har centralbankerna indirekt bidragit till att hålla ett antal industrier under armarna. Det har bidragit till att locka till sig köpare av dessa tillgångar vilket har avspeglat sig positivt i marknadspriserna. Innan man är absolut säker på att marknaden tål att garantierna tas bort tror vi man kommer att behålla dem. Det är svårt att skatta storleken på pendelrörelsen om man gör det här för tidigt, men vi tror att centralbankerna vill undvika upplevelsorna under kvartal 4 2008 och kvartal 1 2009 till varje pris. Vi lär alltså inte se någon åtstramning härifrån.

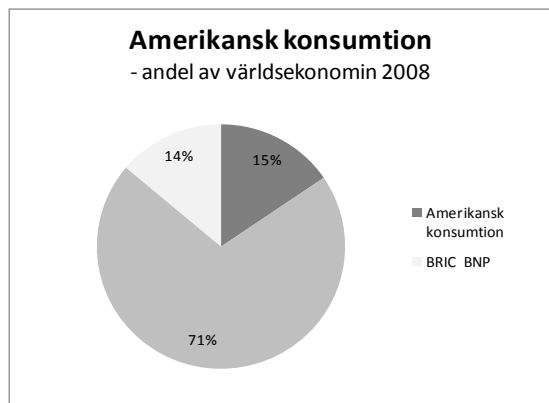
För det andra tror vi att man från politikerhåll vill elda på ekonomierna för att skapa högkonjunktur och därigenom skapa plattformar för omval. Kapacitetsutnyttjandet är generellt sett lågt varför det kan bedömas som relativt ofarligt i nuläget att stimulera ekonomierna. Dessutom så ökar ju de välbehövlige skatteintäkterna snabbare om tillväxten kan ta fart. När inte ens Anders Borg kan stå emot, vem ska då göra det?

Den tredje återstående blåslampan på ekonomierna är räntenivåerna. Generellt sett vet centralbankerna vad de skall göra i högkonjunkturer - det är svårare har det visat sig i lågkonjunkturer. Greenspans verktyg har kortslutits. Vi tror att dagens räntenivåer mer står i att förklara från ett perspektiv av likviditet och funktionalitet i banksystemet än att man kan hävda att dessa räntor speglar normal efterfrågan och utbud av pengar. Vi ser ingen farlig inflation på ett bra tag och centralbankerna tycker uppenbarligen att de har gott om tid på sig att agera. Men vi tror att

det är centralbankerna som kommer att bli först ut med en exit ur de extremt expansiva åtgärderna. En räntjustering uppåt påverkar mycket mindre momentum i funktionaliteten i marknaden nu än en finanspolitisk åtstramning.



Innan vi lämnar ämnet vill vi reflektera över Sveriges situation idag jämfört med den senaste stora krisen på 90-talet. Det är den första krisen vi vet om för Sverige där man statsfinansiellt kan gasa ur krisen. Vi har valår 2010 vilket inte minskar sannolikheten att det blir Riksbanken som agerar först att minska expansionskrafterna.

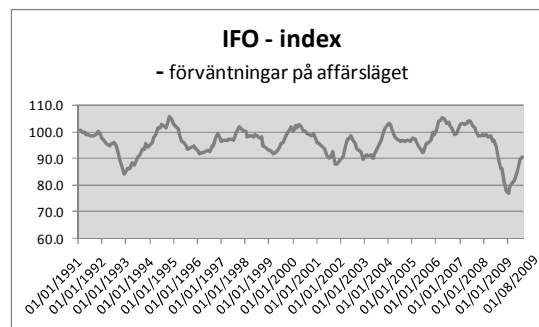


Internationellt fortlöper diskussionen om den amerikanske konsumentens vara eller inte vara som drivkraft för världsekonomin. Vi sällar oss till gruppen som står bakom synen att vi har ett annat läge idag än i början på 90-talet med mer än två stora ekonomier som drivkrafter.

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.

Brasilien, Ryssland, Indien och Kina är idag tillräckligt stora för att verkligen kunna spela en roll bredvid de andra stora ekonomierna den här gången. Och av de stora ekonomierna är det egentligen bara Spanien, Storbritannien och USA som ser ut att få brottas med problem relaterade till fastighetsbubblan en lång tid framöver.

## Utsikter



Riksbanken bedriver idag en penningpolitik som inte är proaktiv. Vår uppfattning är att de bara tittar på faktisk data och tycks helt ignorera framåtblickande indikatorer, vilket gör deras penningpolitik reaktiv och extremt tillbakablickande. En alltför lång period med för låga räntor kan mycket väl göra att hushållen återigen skuldsätter sig till mer än hälsosamma nivåer. Då kan vi snabbt vara tillbaka där problemen startade för hushållens köpkraft.

Det kommer en korrigerig av de låga räntorna. Vi tror den är nödvändig tidigare än vad Riksbanken idag anser. Stämningen i räntemarknaden är på väg att vridas i denna riktning. Slagen kan bli mycket stora på instrument med kortare löptider när väl Riksbanken ändrar kurs. Marknadsaktörernas positioneringarna inför denna rörelse gör att vi just nu har sidledes rörelser att hantera.

**Fredrik Carlsson, Martin Norén**  
Göteborg 2009-09-04