

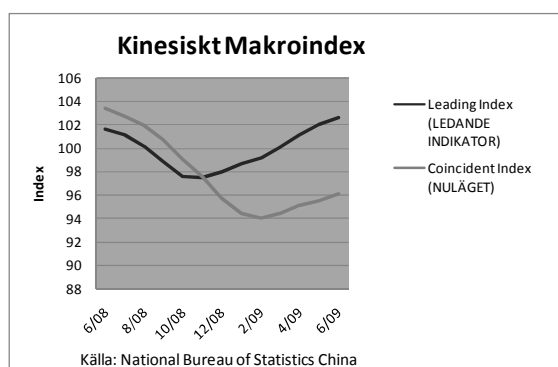
Carlsson Noren Macro Fond

Månadsrapport – juli 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%						4.66%

Långa räntor i Sverige är i princip oförändrade mot förra månadskiftet, men Riksbankens sänkning drog ner dem rejält i under första hälften av månaden. Bättre internationell och inhemsk ekonomisk statistik har under den andra hälften återställt nivåerna.

Konsensusuppfattningen i marknaden var inte tillräckligt försiktig i början av 2008 för vart realekonomin var på väg. Idag upplever vi att situationen är helt omvänd. Man är för negativ och vill inte tro på de många ekonomiska indikatorerna som visar allt bättre värden i Asien och Europa. Tecken på den traditionella V-formade återhämtningen som marknaden söker finns den här gången framförallt i Asien. Industriproduktionen i Korea, Taiwan och andra asiatiska länder visar en klassisk återhämtning efter att lagercykeln spelat ut.



Återhämtningen i de produktionsdrivna asiatiska ekonomierna har lett till höjda löner och mer övertid, vilket i sin tur har förbättrat stämningen hos konsumenterna. Eftersom regionen också har en låg skuldsättning i generella termer har de låga räntorna lett till att fastighetspriserna tagit fart.

Uppfattningen om den ekonomiska återhämtningen i USA är mycket försiktig. Konsensusuppfattningen om BNP tillväxten under tredje kvartalet 2009 ligger på svaga 0.8 %, vilket kan jämföras den genomsnittliga återhämtningstakten i recessioner sedan 1945 om 7 % under de första två kvartalen av återhämtning. Återhämtningen efter depressionen var ännu starkare. Amerika behöver spara och därför är det ändå rimligt att tro att återhämtningen förblir trög i USA.

Med ett mer globalt perspektiv tror vi ändå att världsekonomin är på god väg mot en relativt normal återhämtning, men med andra länder som draglok den här gången än vad vi är vana vid. Därför ser vi stora möjligheter till att tjäna ordentligt med pengar på att ekonomin återhämtar sig i en snabbare takt än vad marknaden idag förväntar sig.

I Sverige har vi både sett bättre konsumtionsstatistik, konsumentstämning, handelsstatistik och stämning i industrin. Därför tror vi att det underliggande ekonomiska klimatet kommer att ge Riksbanken anledning att höja räntorna i Sverige redan vid årsskiftet 2009/10 och inte ett år senare.

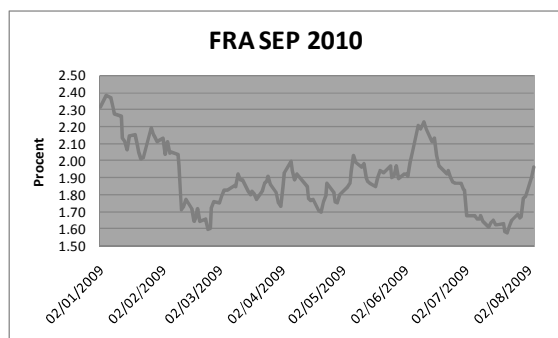
Bra husprisstatistik från Kina, England, Frankrike, Sverige och till och med USA bör välkomnas med lättnad och ses som en bekräftelse på att de åtgärder som centralbankerna runt om i världen har vidtagit faktiskt fungerar. Så länge bankerna fortsätter att agera med dagens stora försiktighet bör risken för att en utbredd bubbla blossar upp okontrollerat vara liten. I England, t ex., har det utestående värdet av lån till företag



sjunkit med 1,2 % under tolv månaders perioden fram tom juni 2009.

Konsekvensen av större försiktighet hos bankerna leder till att de nu håller på att bli mer kapitaliserad än de varit på många år. När väl krisen klingar av kommer då resultatet bli en ketchupeffekt i form av 1) fler lån till skenande fastighetspriser och därmed risk för en ny bubbla, eller 2) stora återbetalningar till aktieägarna, eller 3) en våg av konsoliderande uppköp.

Någonstans kommer centralbankerna att vilja agera för att försöka styra eller stävja utvecklingen. Man kommer att vara uppmärksamma på utvecklingen för att förhindra nya prisbubblor. Lucas Papademos, Vice President i ECB, gjorde nyligen högaktiga uttalande där han betonade en oförminskad fortsatt stark fokus på inflation och förändring i penningmängden. Räntorna kan komma att höjas, samtidigt som man behåller de likviditetshöjande åtgärderna. Så länge man säkerställer likviditet till företagen i Europa kanske inte prisnivåerna är det viktigaste. Däremot slår högre räntor snabbare på konsumenternas kreditaptit och förmåga att driva husmarknaderna.

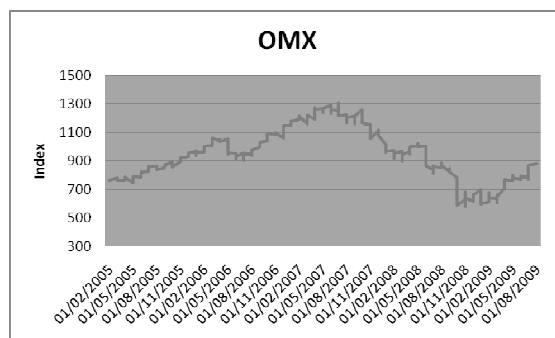


Utsikter

Den ekonomiska återhämtningen skall sättas i relation till kapacitetsutnyttjandet inom industrin. Den har ännu inte börjat stiga markant, varför både vinstuppgången och investeringscykeln kan låta vänta på sig.

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.

Likviditeten som flödar in i aktiemarknaden leder då till en traditionell multipelexpansion, där man hoppas att vinsterna skall komma med en tidsfördröjning. Ekonomierna kan mycket väl fortsätta sin expansion fast effekterna blir synliga snabbare på den korta delen av räntemarknaden än i aktiemarknaden. Därför tror vi att även om ränteläget är rekordlågt så är förutsättningarna mycket goda för oss att generera en bra avkastning.



När räntorna är så låga som de är i dagsläget är risken stor att investeringar kanaliseras till fel saker. Bara för att inflationen, mätt som KPI är låg betyder det inte att inflationen om vi tar med hus-, råvaru- och andra tillgångspriser varit låg. Inflationmålet mätt som KPI blir fel. Om centralbanker och regeringar inte ska göra samma misstag som Greenspan har blivit beskyldd för, så är det logiskt att se högre räntor snabbt när tecken kommer på en bubbelledd ekonomisk uppgång.

Vi följer Bank of England mycket noga som en ledande indikator vad gäller riktningen för centralbankernas räntebeslut för tillfället därför att vi ser dem som bäst på penningpolitik och tydligast att läsa.

Fredrik Carlsson, Martin Norén
Göteborg 2009-08-04