



Carlsson Noren Macro Fond

Månadsrapport – juni 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%							4.23%

Den finansiella upplevelseindustrin fortsätter att vända upp och ner på traditioner; den Schweiziska centralbanken bekräftar att man intervenerat för att trycka ner francens värde, ECB visar sig vara en aggressivare sedelpressare än Federal Reserve och Riksbanken sänker styrräntan till 0.25 %.



Utöver den överraskande sänkningen ger man också bankerna möjlighet att låna 100 miljarder till den nya styrräntenivån på ett år. Den här faciliteten kan vi jämföra med ECB's beslut för en dryg vecka sedan om en liknande ettårsfacilitet om 443 € miljarder, dvs. ca 2 % av ECB-volymer. Operationen skapar i sig direkt ca 600 miljoner i vinster i banksystemet på ett år, vilket naturligtvis inte är att förringa men beloppet överskuggar inte heller problemen i Baltikum. Den stora effekten för bankerna ligger i att räntekurvan nu blir brantare och kommer att vara så längre genom att flagga att styrräntan förväntas ligga kvar till hösten 2010. Bankerna kommer därför ha fantastiska möjligheter att tjäna pengar det närmaste året.

Nu kommer det bli ännu billigare att låna och budskapet blir implicit att man ska låna, köpa reala tillgångar, inte amortera, utan vänta in framtida inflation.

Vi blev överraskade av beslutet och har svårt att helt se logiken. Vår fokus har snarare varit på en förväntad förbättring i stämmningsläget inte bara hos svenska inköpschefer i juni, utan även i USA, Kina och Indien. Utvecklingen följer däremot inte med i Tyskland, Frankrike och Italien.

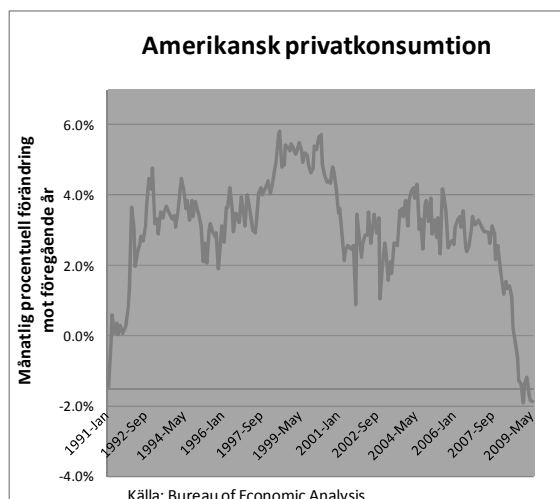
Än så länge märks inte den förbättrade stämningen hos inköpscheferna i orderläget i orderstatistiken och det kanske är det som väger starkt för Riksbanken. Industrins investeringsplaner är fortsatt mycket låga. ECB's agerande under krisen börjar också nu komma i ett annat ljus vid närmare analys av förändringen av ECB's balansräkning och det är kanske här Riksbanken tar inspiration. Expansionen av ECB's balansräkning är ca 1,500 miljarder dollar sedan krisens start sommaren 2007. Det överskuggar Federal Reserve's expansion om ca 1,200 miljarder under samma tid.

Effekten av agerandet har blivit att Europeiska banker framförallt kanaliserat pengar till köp av grekiska, irländska och spanska statspapper. Därför har Eurosystemet lyckats att kanalisera medel till de länder som varit i starkt behov av likviditet utan att ha haft en självständig oberoende centralbank, om än indirekt.

Marknaden letar nu tecken på att den amerikanske konsumenten ska bekänna färg. Vad väger tyngst? De relativt låga räntorna och lägre oljepriser än för ett år sedan? Eller är det oron för eroderade personliga balansräkningar pga. börs- och husprisfall? I ett historiskt perspektiv har vi en utveckling bakom oss som vi sett vid kriserna sedan 70-



talet. Under första och andra kvartalet 2009 har vi sett en stabilisering som är i linje med det historiska mönstret.



Det kan därför vara intressant att ställa sig frågan hur illa kan det få vara ställt med den amerikanske konsumenten utan att det verkligen hindrar en global återhämtning? Med tanke på utvecklingen i Kina, Indien, Brasilien – hur mycket kan dessa snabbväxare balansera en utplanande eller fallande amerikansk utveckling?

Om vi jämför konsumtionsstatistik på aggregerad nivå för de 10 största länderna har USA en dominerande position. Samtidigt kan vi konstatera att kinesisk konsumtion nu är så stor att den skuggar Italiens. Och eftersom den växer med en takt om drygt 15 % på årsbasis enligt kinesisk majstatistik (i genomsnitt 14 respektive 35 % de sista 10 respektive 15 åren) är konsumtionsökningen i Kina om 15 % redan högre än den amerikanska ökningen räknat i absoluta tal. En konsumtionsökning på 1 % i USA motsvaras av knappt 8 % i Kina. Brasilien, Indien och Ryssland ligger på plats 11, 12 och 15 är tillsammans med Kina större än Tyskland. Kanske är det i den här recessionen som vi faktiskt kan se att USA inte behöver agera ensamt draglok. De fyra stora tillväxtländerna tillsammans kanske kan klara av att balansera USA som draglok. Om USA följer mönstret från tidigare recessioner och Kina kan hålla sin tillväxttakt kommer bilden för det globala ekonomiska läget snart att klarna.

Land	Konsumtionsutgifter - senaste kända helårssiffror	Total kostnad för sjuk- och hälsovård senast kända år
USA	10,058,900,000,000 \$	14.2%
Japan	3,456,767,000,000 \$	7.9%
Tyskland	2,175,563,000,000 \$	10.9%
Storbritannien	1,914,369,000,000 \$	7.7%
Frankrike	1,718,249,000,000 \$	9.7%
Italien	1,394,893,000,000 \$	8.5%
Kina	1,138,583,000,000 \$	5.8%
Spanien	849,548,500,000 \$	7.6%
Canada	730,697,200,000 \$	9.6%
Mexico	613,316,700,000 \$	6.1%

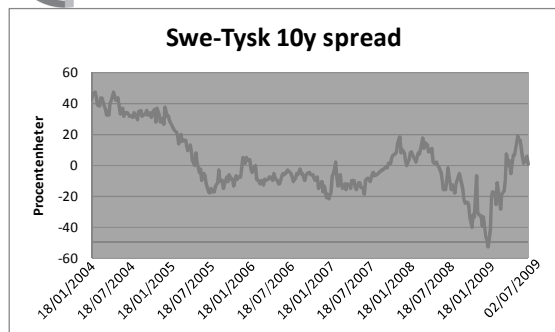
Källa: Nationmaster.com

En intressant komponent i den amerikanska konsumtionen är kostnaden för sjuk- och hälsovård. Analysfirman GaveKal har nyligen i en publikation visat att konsumtionsökningen i USA sett som andel av total BNP ökat från ca 3 % till ca 14 %. Exkluderar man vad amerikanen har tvingats lägga på sjuk- och hälsovård oscillerar privatkonsumtionen mellan 55 % och 59 % av BNP (Kina ca 37 %, Sverige ca 49 %).

I en ranking av hur stor andel av BNP som spenderas på hälsovård är USA klar 1:a före Kambodja, Libanon, Schweiz och Sao Tome med en marginal om 2 % enheter av BNP. Kanske är den platsen å ena sidan inte något att vara stolt över ur ett effektivitetsperspektiv. Å andra sidan borde här finnas en källa till stor besparing. Får amerikanen verkligen dubbelt så bra sjukvård eller dubbelt så mycket som medborgarna i Canada, Japan eller Spanien? Ett negativt svar på den frågan betyder att resurser ur ett nationalekonomiskt perspektiv felallokeras, om nu inte amerikanen vill ha det så här.

Här har kanske Barack Obama hittat ett område som han kan göra ordentliga besparingar i samtidigt med en systemreform.

Under juni började korta räntor röra sig uppåt, för att sedan vända nedåt i en kraftigare rörelse. Ett antal faktorer samverkade för att stödja rörelserna.



Vi har sedan en tid tillbaka haft en positiv syn på att den penningpolitiska tsunamin av stimulansåtgärder ska börja verka och tycker oss ha fått viss stöd i form av högre börs och råvarupriser.

Efterfrågan på pengar har som vi alla vet ökat både från länder och företag och till viss del på grund av att många banker har försökt att öka sin kapitaltäckning genom att dra ner på exponeringar genom att krympa en del av sin utlåning. Inför ett antal stora emissioner i juni har intensiva rykten om kinesiskt köpstopp av amerikanska obligationer hjälpt till att skapa osäkerhet på köpsidan.

Utsikter

Riksbankens agerande bör leda till att volatiliteten borde gå ner på den korta delen av räntemarknaderna eftersom man flaggar att styrräntan kommer att ligga stilla till 2010. Samtidigt är Riksbanken mer svårlästa än någonsin - de är ju faktiskt den mest aktivistiska banken i världen under det senaste året!

Marknaden kommer naturligtvis när krutröken har lagt sig efter beslutet att börja spekulera om prognosen kan infrias. Vad kommer att behövas för att få marknaden att spekulera att Riksbanken ändrar banan på vägen? Det kommer bli vår vardag att fundera på.

Sedan förra mötet tolkar vi nyhetsflödet för den ekonomiska utvecklingen på marginalen

som generellt positivare. Därför är det svårt att låta bli att spekulera i vad Riksbanksfullmäktige vet som inte vi vet? Det pratas mycket om att det globala finansiella systemet är inne i en fas av att dra ner på exponeringar, vilket i sig kan vara dramatiskt åtstramande.

En förklaring kan ligga i Baltikum, för där har inte nyhetsflödet bytt färg. De ekonomiska påfrestningarna för befolkningen pga. den växelkurspolitiken börjar likna en sado-masochistisk historia lik den engelska komiker brukade porträttera Tyskland med under Bundesbank-tiden. Genom agerandet skapas nu ett längre tidsfönster för de svenska bankerna att utnyttja "spreaden" mellan korta och långa räntor. De banker som spelar med ges här en fantastisk möjlighet att stärka sin intjäning under de närmaste 12 månaderna. Vi vet vilka banker vars balansräkningar är utsatta vid en devalvering från Baltikum. I sommarvärmen kanske man inte ska vara så konspiratorisk, men kanske blir det tillräckligt spännande att följa den finansiella dagspressen i hängmattan på semestern till förmån för sommardeckaren...

Fredrik Carlsson, Martin Norén
Göteborg 2009-07-06

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.