

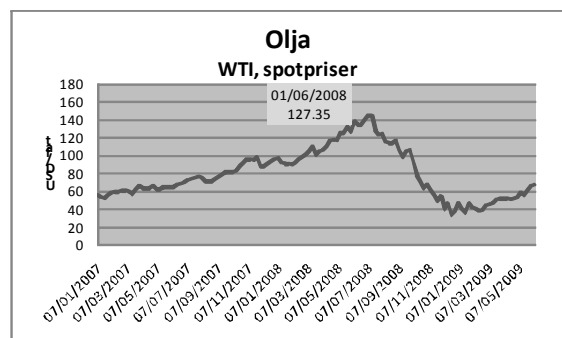


## Carlsson Noren Macro Fond

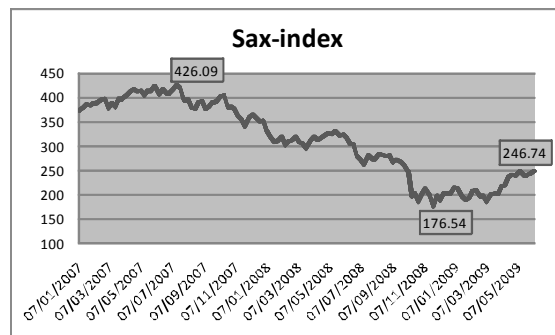
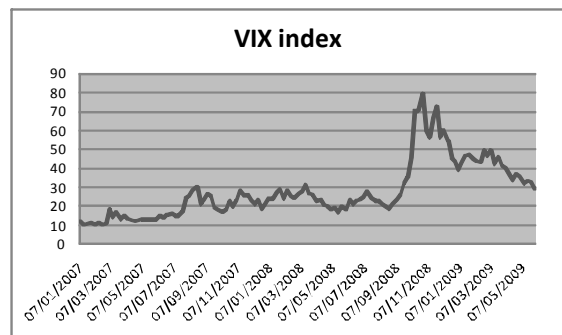
Månadsrapport – maj 2009

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%								1.85%

I maj har nyhetsflödet i många delar varit positivt. Aktiemarknaderna har stigit, oljepriset har i princip fördubblats sedan börjat av året, priset på silver steg med 26 % under månaden och Baltic Dry Index fortsätter stärkas. Samtidigt är dagens oljeprisnivåer hälften av vad de var för ett år sedan. Långa obligationsräntor har reagerat på stärkta råvarupriser genom att stiga i de flesta valutor.



Vi bevittnar av allt att döma ett försök till en återgång till ett normalläge i de internationella finansmarknaderna; oljepriset är tillbaka till nivåer före krisens början, aktiemarknaderna har gjort ordentliga avstamp från bottenivåerna i början av året och volatiliteten i aktiemarknaden har gått tillbaka till nivåer som är något över de från krisens utbrott sommaren 2007.



Den här utvecklingen märks också i den långa delen av obligationsmarknaden. Amerikanska 10-årsräntor, som vi diskuterade i förra månadsbrevet, ligger nu på 3,75 %. Från de lägsta nivåerna om ungefär 2 %, har marknaden hämtat in hälften av räntenedgången från 5,30 % där de låg sommaren 2007. I Sverige är återhämtningen ungefär lika stor i procent från lågmärket, fast vi får gå tillbaka till sommaren 2004 för att se våra 10-årsräntor i samma procentuella relation till bottennoteringen vad gäller räntorna. Ur ett investerarperspektiv motsvarar årets ränterörelse på långa räntor ett värde fall på ca 5 %.

De låga styrräntorna världen över ser alltså ut att verka. Men det är svårt att överblicka konsekvenserna fullt. Här hemma säger till exempel SBAB att 89 % av låntagarna lånar till rörlig (3mån) ränta, vilket är lätt att förstå med tanke på var långa boräntor ligger jämfört med var de toppade i förra räntecykeln. Det förefaller inte attraktivt att binda på 5 år till en premie av 260 punkter per år på 4,50 % mot korta räntor då 5-årsräntorna toppade på ca 5 % i förra räntecykeln. Att bolånekurvan är brant är bra för bankernas intjäning och så länge bankerna har problem är det svårt för Centralbankerna



att höja räntan. Penningpolitiken och Baselreglerna favoriserar utlåning till fastighetssektorerna i dagsläget.

Baksidan på myntet är att företagen drabbas, eftersom det inte går att styra vem som bankerna lånar ut till. De har sämre rating i Baselsystemet och kräver därmed mer kapital i bankernas balansräkningar. Följden blir högre räntor och därmed att investeringscykeln inte kommer igång. Penningpolitiken och Baselreglerna favoriserar således utlåning till fastighetssektorerna. Företagen får fortsätta brottas med finansieringsproblemen.

### Utsikter

Att börserna går bra, yenen tappar i värde, råvarupriser och långräntorna stiger och volatiliteten i aktiemarknaden faller är tecken på en normalisering. Det lugnet kan däremot försvinna blixtnabbt vid en baltisk devalvering. Vi kopplar kronans svaghet till oron för devalveringar i Baltikum. Eurons styrka är också en effekt av oron för devalveringar.

Försvagningen av dollarn förklarar vi delvis med osäkerhet i Asien om dollarns roll. Ett sätt att skydda den stora dollarexponering som finns är köp av råvaror. Det är en positiv signal att dollarn försvagas därför att det är ett tecken på normalisering genom en återgång till nivåer före krisen.

Obalanserna i världshandeln som var en kraftigt bidragande orsak till krisen vi hamnade i tror vi inte kan fortsätta på samma sätt. För att rätta till dem måste produktion flyttas till USA. Därför finns det många skäl för USA att se över den amerikanska livsstilen. Bundeskansler Merkel går inte så långt som att kritisera den amerikanska livsstilen utan stannar vid att kritisera Federal Reserve, ECB och Bank of England för deras monetära politik. Än så länge har hennes uttalande inte

utlöst några diplomatiska incidenter i likhet med Sarkozys inställda besök i Stockholm – Tyskarnas problem är att de oroar sig över storleken på pendeleffekten i monetära åtgärder. Vi tror inte att det är inflationserfarenheterna från 30-talet som är det stora spöket utan en centralbankschef från Reagentiden – Paul Volcker. Han är inte bara respektingivande i sin fysik utan kanske mest känd för att han höjde Fed Fund räntan till 20 % i juni 1981 för att hämma den skenande inflationen. Tyskland vill hellre se problemen värka ur än att centralbankerna tvingas till dramatiskt höjda räntor som en konsekvens den nuvarande politiken.

**Fredrik Carlsson, Martin Norén**  
Göteborg 2009-06-03

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.