



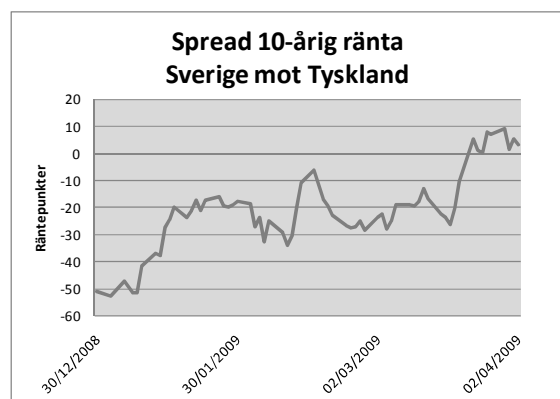
Carlsson Noren Macro Fond

Månadsrapport – mars 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%										1.17%

Emissionen av svenska 30-åriga obligationer under månaden är en viktig milstolpe i den svenska räntemarknadens evolution. Effekten på de svenska 10-årsräntorna infann sig snabbt och rabatten mot Tyskland försvann. I kvartal 4 2008 handlades svenska 10-årsräntan på en rabatt om ca 50 punkter. Nu är den uttraderad.

Hela rörelsen är inte förklarlig av emissionen av 30-åriga obligationer utan beror även på oron för perifera delar av Europa smittat av sig till Sverige. Sämre ekonomisk statistik för Sverige tog sen över som drivkraft vilket förväntades leda till ett ökat utbud av obligationer. Den stora rörelsen kom emellertid i samband med beskedet om emissionen av 30-åringen. Sverige har haft artificiellt låga räntor under en lång tid beroende på att den starka efterfrågan från våra livbolag inte har kunnat mättas av utbudet från den inhemska marknaden. Priset har därför varit konstlat högt på de obligationer som funnits – en klassisk prisinflationshistoria. När nu emissionsbeloppet blev större än förväntat, blev ventileffekten också större.



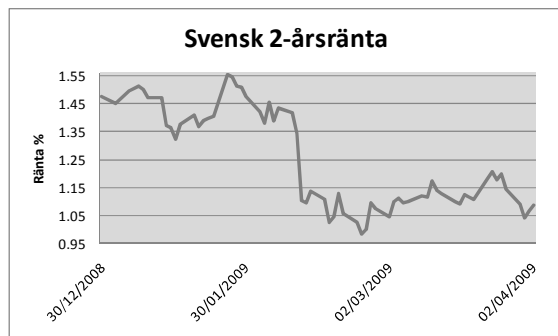
Volatiliteten i valutamarknaderna fortsätter. Rörelserna drivs dels av marknadskrafterna men också av centralbanker. Sökresultatet på "competitive devaluations" ger länkar till två omaka par som Schweiz och Kazakstan högt i resultatlistan, vilket är ytterligare ett tecken på världen inte är sig riktigt lik. Det finns en lång tradition att se negativt på devalveringar som ett sätt att förskjuta ett lands ekonomiska problem till sina grannar. Detta är inte rätt forum att föra fram vår eventuella akademiska syn på frågan, men vi konstaterar att där finns en stor bredd i synpunkterna på huruvida devalveringar kan ses som lösning eller orsak till de ekonomiska problemen i kölvattnet av finanskrisen (Kindlberger, L.E.O.Svensson, Corsetti-Pesenti-Roubini-Tille, etc). I dagens värld med stora internationella fria valutaflöden och stora internationella finansiella institutioner är det däremot lätt att se valutarörelserna som ovälkomna påfrestningar för redan sargade balansräkningar.

Att Kina i denna turbulens öppnar en diskussion om en ny reservvaluta känns naturligt med tanke på deras enorma exponering mot den amerikanska dollarn. En påföljande försvagning av dollarn efter dessa signaler är lika logisk.

I förra månadsbrevet uttryckte vi våra förväntningar på att priset på pengar skulle reagera på den stora efterfrågan som både länder och företag visar. Där finns ett antal tecken på att prisökningarna har börjat krypa in i marknaden: Både USA och Storbritannien har sett misslyckade emissioner av statsobligationer i mars. Marknadsräntorna steg mycket kraftigt i procentuella termer under de första tre veckorna av månaden.



Aktiemarknadernas försvagning i slutet av månaden tycks däremot ha gjutit olja på räntevågorna så att vi är tillbaka på oförändrade nivåer jämfört med slutet av februari.



Det är intressant att reflektera över att inflationsförväntningarna stigit från 1.4 % till 2.0 % under mars. Eftersom Riksbanken publicerat en artikel om möjligheten för en centralbank att påverka inflationsförväntningarna genom att trycka ner värdet på den egna valutan kan det vara en förklaring till marknadens reaktion. En annan är naturligtvis en oro för att de stora statskulder som uppstår pga. av fiskala stimulanspaket och konjunkturdrivna underskott kommer att vara inflationsdrivande.

Utsikter

I delen av företagsobligationsmarknaden som benämns CDO tror vi att där finns en stor osäkerhetsfaktor hos många pensionsstiftelser och livbolag på grund av förväntade kreditförluster och företagsrekonstruktioner världen över. Under åren av låga räntor har som vi nu vet alltför väl kreativiteten varit hög för att skapa nya paketerade instrument med målet att ge investeringsmöjligheter till högre avkastning. Ett resultat av denna kreativitet heter CDO, som går ut på att en investerare köper eller säljer ett paket av obligationer med en extra krydda i form av risken att ett

bestämt antal företag inte klarar av att fullgöra sina åtaganden enligt obligationsvillkoren. Vi ser en risk för negativa överraskningar för investerare i dessa instrument därför att effekten av en rekonstruktion kan bli digital och utlösa en markant annorlunda profil på investeringen.

Den globala finansiella krisen eskalerade när Lehman Brothers gick i konkurs i höstas. Då påverkades nämligen obligationsinvesteringarna av krisen. En liknande likviditetsdriven effekt kan utlösas om antalet företagskonkurser respektive rekonstruktioner börjar påverka obligationsmarknaderna. Hur kommer marknaden ta eventuella kreditförluster i exempelvis GM? Bolaget har skulder om 46 miljarder USD. Deras noterade obligationer handlas visserligen redan med rabatter på mellan 5 och 70 % jämfört med nominellt värde beroende på olika löptider.

Vi har en känsla av att det finns nya investerare i företagsobligationsmarknaden som kanske inte helt tänkt igenom sambandet med högre statsräntor. Vågen av varsel och nedjusteringar av tillväxtprognoser fortsätter, vilket naturligtvis ökar osäkerheten för företagsvinsterna och därmed ökar attraktionen i fasta betalningsflöden i form av obligationskuponger. Men det kan vara på sin plats att fundera över hur cykliska nationalekonomer, journalister och politiker är i sina prognoser. Är kreditobligationer på dagens nivåer fortfarande attraktivare än aktier om statsräntorna klättrar uppåt några stora steg på räntestegen pga. av ökade inflationsrädsla och intensiteten i konjunkturedgången avtar? Är räntemarknaden och aktiemarknaden i tandem vad gäller diskonteringen av kommande dåliga företagsnyheter?

Fredrik Carlsson, Martin Norén
Göteborg 2009-04-03

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.