

Realekonomisk återhämtning men stiltje på marknaden – Rekordhög inflation men snabbt övergående?

Under maj uppgick avkastningen i Crescit till +0,06 %. Därmed är året upp +10,83 %. För börsen var maj en slagig månad som slutade med en mindre uppgång. Övriga höga inflationssiffror gav svallvågor på tillgångsmarknaderna men den underliggande trenden är fortsatt intakt. Efter en längre sidledes rörelse har sentimentet svalnat något och ett flertal högrisk-tillgångar föll kraftigt under månaden tillsammans med vanliga mått på hur riskintresserade investerarkåren är. Vi har fortsatt en något lägre exponering för små rörelser inför sommarmånaderna men tror på en försiktigt positiv utveckling för riskfyllda tillgångar. Världsindeks MSCI-World fortsatte upp och steg under månaden +1,26 % vilket tar globala aktier till +10,62 % sedan årsskiftet.

Positionering och förvaltning

Maj blev en skakig månad med tvära kast för internationella börsindex. Det var också mycket slagigt på marknaden för förväntad volatilitet och priset på optioner fluktuerade vilt. För Crescit betydde detta att vi fick flera bra lägen att öka vår långsiktiga exponering samtidigt som det innebar att våra kortdaterade optioner tappade mycket i värde. Den något överhettade riskkapiten har försvunnit och även börsindex har svalnat av något med en avtagande uppgångstakt. Vi befinner oss fortsatt i en konstruktiv miljö för riskfyllda tillgångar, men vi går nu in i en säsongsmässigt svagare period och en tunn sommarmarknad som generellt är mer sårbar för potentiella säljtryck.

Vårt huvudscenario var att marknaden skulle svalna genom en reky i pris (inte främst i tid) vilket ännu inte skett. Vi anser att den troligaste utvecklingen fortsatt är en ytterligare normalisering för den långdaterade volatiliteten i takt med att osäkerheten för den ekonomiska framtiden minskar. Detta kommer troligtvis materialiseras även i en marknad som dras med något svagare börsavkastning under sommaren än vad vi sett under det senaste året och i takt med att detta sker viktas vi löpande om vår portfölj till mer långdaterade derivat som minskar timing-risken och kostnaden för att upprätthålla en god exponering. Då undviker vi att generera en dålig avkastning i en svagt stigande marknad såsom skedde under maj månad, där börskänsligheten i våra derivat i stor utsträckning motverkades av att rörelsen gick för långsamt.

Förväntansbild

När vaccinationerna närmar sig slutfasen och återöppningen av samhället börjar få upp farten så ser vi framför oss en marknad som domineras av mer klassiska makroekonomiska frågor. Återhämtningen för arbetsmarknaden står i fokus eftersom den med stor sannolikhet blir avgörande för hur ”överhettad” den ekonomiska återhämtningen blir. Den mångåriga miljön av låg inflation och låga räntor kan vara på väg att gå mot sitt slut vilket får stor inverkan på tillgångsmarknaderna. Om arbetsmarknaden återhämtar sig i linje med, eller än bättre än, förväntningarna så finns en överhängande risk att inflationen börjar stiga på riktigt. Den nuvarande inflationsimpulsen som främst drivs av utbudssidan som håller på att repa sig efter de stora nedstängningarna förra året kommer att bedarra under sommaren och det är först då vi kan vänta oss en ökning av lönerna och den ”riktiga” inflationen. Om inte lönerna börjar stiga så förväntar vi oss heller inte att marknadsräntorna börjar drivas uppåt på ett sätt som ger investeraren en tillräcklig riskpremie i räntemarknaden vilket därmed inte hotar aktiekurserna.

Den starka tillväxten och det underliggande inflationstrycket gör att vi tror att vi är på väg att bryta den trend som rått under mycket lång tid. En välmående ekonomi som orsakar stigande räntor skulle kunna medföra ett prisras för finansiella tillgångar. Detta skulle betyda att även om den riktiga ekonomin äntligen får uppleva en bra högkonjunktur så skulle det ske på bekostnad av den finansiella ekonomin. Efter decennier av tillgångsinflation och haltande ekonomisk tillväxt skulle det med stor sannolikhet vara en välkommen förändring för de utvecklade ekonomierna. Det skulle kunna medföra ett problem för investerare som är vana vid att centralbankerna håller tillgångsmarknaderna på höga nivåer och är beredda att kliva in vid minsta tumult. Detta är dock en risk först på sikt då vi ser stor sannolikhet för att samtliga större centralbanker fortsätter att stimulera genom låga räntor tills löneinflationen både tagit fart och hållit sig på högre nivåer under en tid – helt i linje med det nya paradigmet av

”Average Inflation Targeting (AIT)” där man kommer att studera den genomsnittliga inflationstakten över en godtycklig tidshorisont i stället för den nuvarande inflationen mätt som den senaste tillgängliga datapunkten. Det är en perfekt ursäkt för att fortsätta stimulera även under ett mycket högt konjunkturläge.

Inför årets andra halvår är vi fortsatt positiva. Det råder fortfarande en bra miljö för riskfyllda tillgångar och vi håller alltså en relativt hög exponering för stigande börs. Vi jobbar som alltid löpande med att hålla nere risken för investerat kapital och har efter de starka månaderna börjat dra ner på våra risker vid större sättningar. Som nämnt ovan har vi lämnat ett visst utrymme för att kunna öka vår exponering om det kommer ett bättre köpläge under sommaren. En viktig del i vår aktiva förvaltning är att löpande dra ner på risken under goda tider för att ha gott om utrymme att öka vår exponering opportunistiskt. Sedan vi återlanserade vår kärnstrategi för ett drygt år sedan (April 2020) har Crescit levererat en konkurrenskraftig absolut avkastning och en mycket god riskjusterad avkastning – i linje med vår långsiktiga målbild. Utöver vår derivatförvaltning har vi en ränteförvaltning för att balansera vår offensiva aktieexponering. Exponeringen är fortsatt viktad mot en cyklisk återhämtning för konjunktur känsliga börser och sektorer.

Vi vill även passa på att önska våra läsare en trevlig nationaldag och en glad midsommar!

År	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2013	-	-	-	0,12%	0,03%	-0,94%	1,03%	-0,47%	1,09%	1,12%	0,75%	0,65%	3,42%
2014	-1,23%	1,97%	0,03%	0,90%	1,17%	-0,11%	-0,50%	1,42%	-0,14%	-0,15%	2,56%	-1,52%	4,40%
2015	2,57%	2,16%	0,35%	-0,65%	-0,49%	-3,05%	2,41%	-4,76%	-1,85%	3,63%	1,89%	-2,77%	-0,96%
2016	-2,67%	0,95%	1,19%	0,09%	0,76%	-0,66%	1,91%	0,18%	-0,23%	-0,21%	-0,31%	1,51%	2,46%
2017	-0,27%	1,88%	1,05%	0,63%	0,15%	-1,57%	-0,31%	0,08%	1,20%	0,88%	-1,20%	-1,07%	1,40%
2018	2,15%	-2,23%	-1,67%	2,15%	-2,18%	0,05%	1,18%	-0,53%	-0,53%	-3,62%	-1,09%	-3,44%	-9,52%
2019	2,05%	0,88%	-0,08%	2,45%	-1,88%	0,01%	-0,21%	-1,16%	-0,16%	-0,15%	0,22%	0,35%	2,26%
2020	0,49%	-2,29%	-4,22%	1,43%	1,77%	2,50%	1,13%	5,29%	0,29%	-2,65%	8,36%	-0,21%	11,86%
2021	2,03%	2,76%	3,84%	1,73%	0,06%								10,83%

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 4:e juni 2021