

## Gott nytt år för finansmarknaderna – men kan världsekonomin verkligen hålla jämna steg?

Avkastningen i Crescit under januari blev +3,94 %. Året inleddes likartat som stora delar av 2022 med en mycket stor rörelse för de finansiella marknaderna vilket skapar stora möjligheter i förvaltningen. Januari var en mycket stark månad för riskfyllda tillgångar och världsindex MSCI-World började året med en uppgång på 7,00 % efter att ha genomlidit sitt 4e sämsta år någonsin under föregående år.

### Marknadskommentar och förväntansbild

Aktieindex världen över steg på bred front drivet av en fallande global inflation och minskade kinesiska covid-restriktioner. Den varma vintern och därmed låga gaspriser öppnar upp för möjligheten att Europa undgår en recession i närtid. Samtidigt drar den fallande inflationen med sig räntorna nedåt vilket skapar en välbehövd andningspaus för konsumenterna.

Samtidigt noterar vi att underliggande trender fortsatt tyder på en ordentlig avkylning av ekonomin. Även om långräntor slutat stiga och i viss mån börjat falla så räknar centralbankerna fortsatt med höga räntor under lång tid framöver. Under slutet på 2022 noterades skarpa inbromsningar för både detaljhandel och industriproduktion. Hoppet om en ny våg av efterfrågan från det nyöppnade Kina (samt hoppet om att den i sin tur inte medför en ny våg av inflation) var dock tillräckligt för att lyfta riskapiten. Rörelsen karaktäriseras dock av flertalet fenomen som är klassiska för björnmarknadsrallyn vilket ger oss fog för en avvaktande inställning. De mest blankade aktierna och förra årets svagaste sektorer (såsom teknik & tillväxtaktier) gick starkast i januari samtidigt som både framtida vinstestimater reviderats ned och bolagsrapporter vittnat om fallande vinster. Inför årsskiftet var både positionering och riskviljan mycket låg vilket skapar förutsättningarna för den typ av aggressiva uppgång som är typisk för björnmarknader. Även om Kinas återöppning inger hopp om förbättring och avvaktande centralbanker skapar hopp om en ”mjuklandning” så ser vi anledning att vara försiktiga.

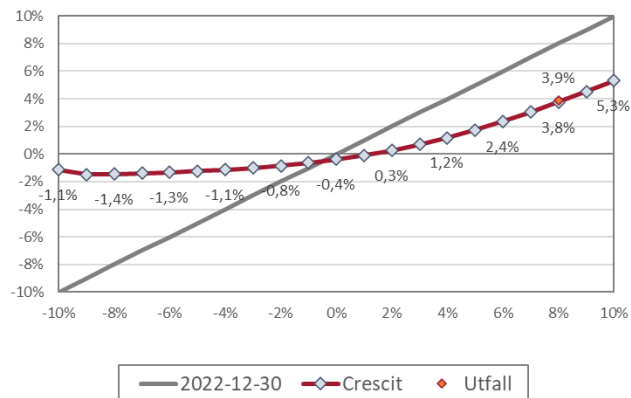
Vi förefaller vara precis i början av den globala lågkonjunkturen snarare än i någon form av vändpunkt. Tills vidare är vårt huvudscenario att lågkonjunkturen tar längre tid på sig att spela ut än vad man räknat med, snarare än att faran blåst över. Den marginalpress som inflationen skapar ser mycket riktigt ut att späs på av en fallande efterfrågan från konsumenter vilket i snabb takt äter upp de privatekonomiska buffertar som byggdes upp under pandemin. Vi anser fortsatt att det finns risk för att börsens botten i denna sättnings sker först under detta år. Som alltid är vi ödmjuka inför marknadens prissättning och prognosförmåga vilket gör att vi trots vår ganska starka syn på vart ekonomin är på väg har behållit en viss exponering mot riskfyllda tillgångar.

### Crescits utveckling under månaden

Genom att utnyttja gammat i kortdaterade optioner så blev januari därmed en av fondens bästa månader någonsin. Det redan pressade priset på volatilitet blev under januari ännu billigare vilket förändrar spelreglerna för derivatförvaltare. Under januari steg värdet av Crescits derivatportfölj tillsammans med de stigande börserna. Trots kraftigt fallande volatilitet ökade derivatportföljens värde med +2,83 %. Fallande räntor gjorde att även ränteportföljen inledde året starkt med ett bidrag om +1,08 % på portföljnivå. Därmed har derivatboken och ränteportföljen återhämtat 39 % respektive 69 % av förra årets värdeminskning redan efter årets första månad, se **Tabell 1**. Totalavkastningen blev i linje med förväntan givet portföljen vi hade vid årsskiftet och de starka börsuppgångarna. Under månaden låg börsexponeringen i snitt på 44 % efter en stark ökning under början av månaden i takt med börsen (se **figur 2**). Tack vare optionaliteten i portföljen blev januari en av fondens starkaste månader någonsin trots vår i grunden negativa syn på marknaden.

### Tabell 1 – Återhämtning i delpportföljerna

Delpportfölj	Helåret 2022	jan-23	återhämtning %
Derivatboken	-7,26%	2,83%	39%
Högavkastande obligationer	-2,42%	1,05%	43%
Hela Ränteboken	-1,57%	1,08%	69%

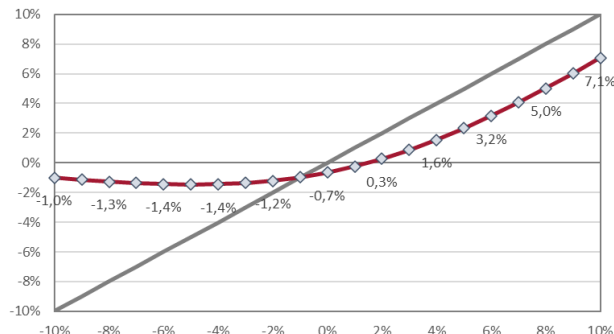
**Figur 1 – Utfall under januari**

**Figur 2 – Allokering under året**


### Positionering och förvaltning

Exponeringen i derivatportföljen är relativt hög eftersom gammaexponeringen i optionerna gjort att känsligheten mot underliggande index ökat i takt med de stigande marknaderna. Portföljens nedsida är mycket begränsad eftersom den **just nu** är helt fri från barriäroptioner. Stigande räntor, förhöjda kreditriskpremier, fallande volatilitet och tveksamma ingångsvärden på börsen medför att finansieringen för boken är mer attraktiv i kreditmarknaden än genom att sälja skevhet på optionsmarknaden. Att volatiliteten fallit till låga nivåer ger oss möjlighet att skapa den konvexa exponering mot aktieindex som

framgår i **Figur 3**. Denna konvexitet är trots låg volatilitet dyr att äga över tid vilket medför att den inom kort kommer att behöva justeras, men för närvarande är fonden fortsatt nettoköpare av optionspremier för att begränsa exponeringen i händelse av börsfall.

Vi förväntar oss inte att ränteinvesteringar presterar lika dåligt relativt aktier som under förra året eftersom en bred lågkonjunktur kommer att komma med fallande inflation och räntor till skillnad från 2022 när räntor steg på bred front. Högre räntor och fallande efterfrågan bör få genomslag på bolagsvinsterna under 2023 och så även på aktiepriserna. Värderingarna är fortsatt höga och vinstestimaten i vår mening också lite för höga. Med det sagt ser vi fortsatt goda möjligheter att utnyttja både börsrörelserna och svängningarna i förväntad volatilitet för att skapa en god riskjusterad avkastning under året. Det nya ränteläget och svängiga aktiemarknader ger oss mycket bättre förutsättningar att generera en god avkastning genom derivatförvaltning än under tidigare år.

**Figur 3 – Indikativt framåtblickande stresstest**


År	JAN	FEB	MAR	APR	MAJ	JUN	JUL	AUG	SEP	OKT	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%	-0,14%	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%	0,03%	0,90%	0,63%	-1,40%	0,98%	-0,24%	1,28%	13,23%
2022	-2,98%	-2,29%	0,97%	-1,66%	0,68%	-3,82%	2,42%	-0,86%	-1,80%	0,96%	1,94%	-2,60%	-8,83%
2023	3,94%												3,94%

Inför 2020 ändrade Crescit sin förvaltningsmodell för att bättre överensstämma med rådande marknadsklimat

Jonas, Simon och Gustav  
Stockholm den 7:e februari 2023