

## Påbörjad nedgång för världsekonomin eller första stegen mot nya stimulanser?

*Avkastningen i Crescit under februari blev +0,08 %. Därmed uppgår avkastningen för 2023 till +4,02 %. Stigande räntor och inflationsutsikter satte käppar i hjulet för årets starka inledning. Februari var en blandad månad för riskfyllda tillgångar och MSCI-World föll -2,53 % under månaden.*

### Marknadskommentar och förväntansbild

Februari var en mycket intressant månad för de globala finansiella marknaderna. Europa och Sverige fortsatte att utvecklas starkt på hoppet om en förnyad kinesisk efterfrågan på europeiska produkter samt en utebliven energikris tack vare varmt väder. Samtidigt vände både marknadsräntor och inflationsutsikter uppåt igen samtidigt som centralbankerna förväntas höja styrräntorna både högre och under längre tid än vad marknaden tidigare förväntat sig.

Den amerikanska tio-års-räntan steg under månaden till 3,92 % vilket gör att den är marginellt högre än vid årets inledning (3,87 %). Samtidigt noteras den tyska motsvarigheten till 2,65 % vilket är den högsta nivån sedan 2011. Den breda börsuppgången under januari antogs generellt vara driven av att inflationen påbörjat sitt branta fall tillbaka mot ”normala” nivåer vilket drog med sig räntorna nedåt under januari. Tyvärr visade det sig under februari att inflationen inte alls faller lika fort som marknaden trodde och hoppades på. Den amerikanska inflationen reviderades upp för både januari månad och för merparten av förra året samtidigt som preliminär februari-data pekar på en re-acceleration av kärninflationen. Samtidigt ligger europeisk inflation kvar på mycket höga nivåer och för Sverige noterades KPIF på 9,3 %. Sammantaget visar detta att inflationsproblematiken kvarstår och normaliseringen riskerar att dra ut på tiden. Det innebär i sin tur att styrräntorna behöver ligga kvar på förhöjda nivåer ytterligare en tid med utmanande konsekvenser för hushåll och konjunktur.

Ledande indikatorer fortsätter att noteras på låga nivåer och den studs som anades under januari verkar av allt att döma utebli. Marknaden förväntar sig inte längre några räntesänkningar under detta år och inflationen förväntas ligga kvar på förhöjda nivåer under överskådlig framtid. Svensk BNP och

konsumtion fortsätter att falla med den allt högre räntebördan som åläggs hushållen samtidigt som preliminär statistik från arbetsförmedlingen tyder på en mycket stor ökning av antalet varsel.

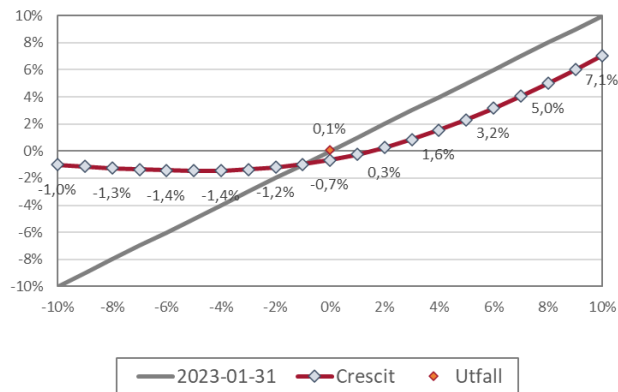
Efter den starka börsuppgången i januari så har sentimentet normaliserats en aning. Trendföljande och systematiska modeller har redan återköpt tidigare blankningspositioner på aktieindex vilket därmed inte längre skapar ett underliggande köptryck i en stigande marknad. Den ”short-squeeze” som marknaden genomled under januari har därmed rensat ut mycket av den negativa positionering som rådde. Samtidigt har rapportperioden medfört sänkta vinstestimater för helåret 2023 även om det inte riktigt satt några större avtryck i börskurserna. Vi ställer oss fortfarande skeptiska till att världsekonomin får den mjuklandning som man vill och hoppas på och vidhåller därmed vår avvaktande inställning till riskfyllda tillgångar. Vi ser en hög risk för fortsatt nedskrivning av vinstestimaten och med högre räntor som medför attraktiva alternativ till börsexponering är utsikterna svaga för aktieindex inför våren. Om något ser vi en potentiell inflektionspunkt under februari och förväntar oss att mars bjuder på mer klarhet kring den kommande lågkonjunkturen.

### Crescits utveckling under månaden

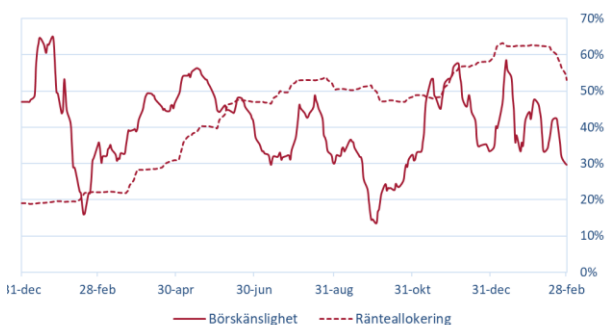
Derivatportföljen hade en blandad utveckling under månaden i likhet med de underliggande index vi primärt allokerar emot. Den implicita volatiliteten steg något och motverkade därmed de tidvärden som portföljen tappade under månaden. Vi minskade vår övervikt mot köpt optionalitet allteftersom volatiliteten steg men den är fortfarande betydande. Ränteportföljen fortsatte att leverera under månaden och gav ett positivt bidrag på +0,35 % till portföljen. Under månaden har vi dragit ner något på kreditrisken i portföljen genom att allokerat något mindre mot högavkastande obligationer.

Totalavkastningen blev starkare än väntat under månaden tack vare det positiva bidraget från ränteportföljen och att våra löpande justeringar och aktiva kortsiktiga positioner motverkade den förväntade tidsvärdesförlusten. Börsexponeringen låg i snitt på 39 % under månaden (se **Figur 2**)

Figur 1 – Utfall under februari



Figur 2 – Allokering senaste året



Positionering och förvaltning

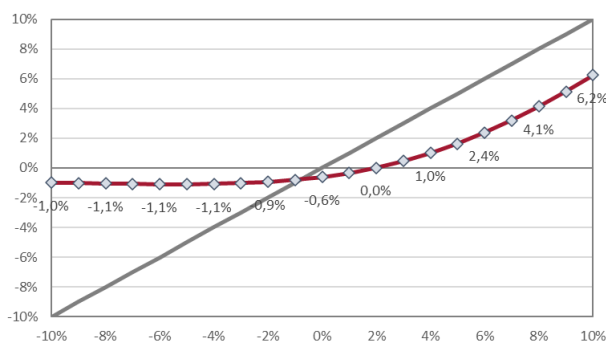
Exponeringen i derivatportföljen är relativt låg efter att den minskat under månaden som resultat av fallande underliggande index och att vi lade på nya portföljskydd efter den starka första veckan. Portföljens nedsida är fortsatt mycket begränsad eftersom den är fri från barriäroptioner och inkluderar skydd i form av sälloptioner. Det högre ränteläget och den förhållandevis låga volatiliteten tillsammans med utmanande multiplar på aktieindex gör att vi ser bättre alternativ i kreditmarknaden än genom att sälja derivat, om än till en något kortare och säkrare papper.

Nedgången i kortdaterad förväntad volatilitet ger oss möjlighet att skapa den konvexa exponeringen mot aktieindex som framgår i **Figur 3**. Konvexitet är som alltid dyrt att äga över tid vilket gör att vi löpande justerar positioneringen och att vi under våren förväntar oss att minska något på övervikten mot köpt optionalitet, efter vad vi ser framför oss kommer vara en rörelse på nedsidan.

Trots dystra utsikter på kort sikt så ser vi framför oss att det uppstår ett mycket bra läge för långsiktiga investerare att öka exponeringen mot riskfyllda tillgångar under året. Dels som följd av en svag utveckling för börsen, dels genom en gradvis förbättring av de ekonomiska utsikterna. Bolagsestimaten är fortsatt (för) höga och vinstmarginalerna löper fortsatt stor risk att pressas av inflation i priser och löner.

Det nygamla ränteläget och svängiga aktiemarknader ger oss mycket bättre förutsättningar att generera en god riskjusterad avkastning med derivatförvaltning än under tidigare år i fondens historia. Detta är något vi ser fram emot under det av allt att döma mycket utmanande börsår vi går till mötes (igen).

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%	0,08%											4,02%

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

Jonas, Simon och Gustav  
Stockholm den 3:e mars 2023