Utdragen mjuklandning och stigande räntebanor – orkar börsen stiga mer?

Avkastningen i Crescit under maj blev +1,29 %. Därmed uppgår avkastningen under första halvåret till +4,84 %. Halvåret blev trots dystra utsikter en mycket stark period för världens aktiemarknader. Efter en stark avslutande månad noteras MSCI-World index för en total uppgång om +14 % under årets första sex månader. Hedgefonder har haft en tuffare period och de nordiska fonderna har gett en avkastning på +1,59 % mätt med Nordic Hedge Index.

Marknadskommentar och förväntansbild

Juni blev en mycket positiv börsmånad som framför allt drevs av den oerhört starka avslutningsveckan på månaden. MSCI-World Index steg med +5,9 % och svenska OMXS30 steg med +3,4 %, trots att det handlade runt nollan med bara några handelsdagar kvar. Detta trots att kärninflationen envist ligger kvar på förhöjda nivåer vilket fått centralbanker världen över att skruva upp sina räntebanor under månaden. Så sent som i våras var en räntesänkning från amerikanska Federal Reserve förväntad av marknaden redan nu i juli, men nu är snarare frågan om det blir en endaste sänkning av räntan under detta år?

För aktiva förvaltare har året varit mycket svårnavigerat. Till exempel har korrelationen med räntemarknaden varit ovanligt instabil. Under första kvartalet var korrelationen mellan aktiemarknaden och obligationsmarknaden väldigt hög. Under andra kvartalet däremot så har både räntor och börsindex stigit tillsammans och vänt avkastningskorrelationen till negativ. Effekten av högre räntor, upphöjda räntebanor och svaga ledande indikatorer såsom inköpschefsindex flaggar fortsatt varningsflagg för konjunkturen, men de vinstnedgångar som vi sett framför oss under året har ännu inte visat sig. Den stundande rapportperioden kommer eventuellt ge lite mer klarhet kring företagens orderböcker och anställningsplaner.

Den försvagning av arbetsmarknaden som vi sett som given och centralbankerna sett som nödvändig i sin kamp att stävja inflationen har också uteblivet och testar därmed tålamodet för alla som haft en negativ syn på tillgångspriser mot de makroekonomiska och fundamentala utsikterna. Köpkraften är tydligen fortsatt god hos konsumenterna trots högre räntor och fortsatt hög inflation. Vinstestimaten ligger kvar på höga nivåer och aktiemultiplarna är fortsatt däruppe tillsammans med dem. Samtidigt har stora reallönesänkningar och sinande kassabalanser (från de stora överskott som byggdes upp i kölvattnet av pandemi-stimulanserna) inte satt press på förväntade försäljningsnivåer, orderböcker, eller bolagsvinster.

Konjunkturavmattningen fortsätter att dra ut på tiden vilket också innebär att räntorna kommer ligga kvar på högre nivåer under längre tid än tidigare förväntat. Vartefter tiden går förfaller även företagens skulder som behöver om-finansieras på nya högre nivåer. Detta gäller allt från bostadsrättsföreningar till handelsbolag och industribolag. Företag lånar normalt pengar på ett par års löptid till skillnad från den privata bolånestocken som i stor utsträckning finansieras med rörliga lån. Därmed får det högre ränteläget en allt stramare effekt ju längre det håller i sig och ju fler företagslån som hinner förfalla. Det börjar nu synas på allvar hos svenska företag som sett en dramatisk uppgång i antalet konkurser under första halvåret och även i den världsledande amerikanska ekonomin stiger antalet konkurser drastiskt.

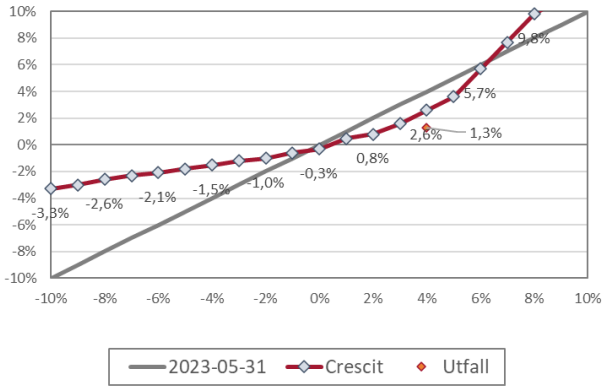
Vi fortsätter att hävda att argumenten för att äga aktier i den här miljön är svaga. Den förväntade avkastningen är mycket låg, speciellt i jämförelse med både ”riskfria” alternativ och räntebärande investeringar. Aktiemarknaden är mycket högt värderad i förhållande till ränteläget både mätt genom utdelningar/direktavkastningar och mätt som aktieriskpremien (den förväntade avkastningen på aktiemarknaden utöver den riskfria räntan). Aktieindex fortsätter att drivas av ett fåtal mycket stora och påstått ”högkvalitativa” bolag. Den tunna bredden i marknaden är ytterligare ett varningstecken bland många som antyder att denna rörelse är ett björnmarknadsrally snarare än början på en ny långvarig börsuppgång.

Crescits utveckling

Med de +1,29 % som Crescit genererade under juni så uppgår avkastningen för årets första halvår till +4,84 %. *Det är fondens näst bästa första halvår sedan starten.* Utvecklingen under månaden var betydligt svagare än väntat. Den svaga avkastningen beror på flera faktorer som samverkade till fondens nackdel.

Dels kom rörelsen på aktiemarknaden främst under sista veckan vilket gjorde att ett antal derivatpositioner hann förfalla och känsligheten hos de kvarvarande derivaten minskade. Effekten förstärktes också av den kraftigt fallande förväntade volatiliteten vilket gjorde att fondens skyddspositioner tappade i värde. Totalt gav derivatportföljen ett bidrag på 1,06 %. Ytterligare en bidragande faktor var att kreditportföljen utvecklades svagare än väntat under månaden. Turbulensen i svensk fastighetsmarknad fortsatte att pressa nordiska krediter och bidraget under månaden blev +0,23 %. Allt annat lika är det förväntade bidraget från kreditportföljen just nu ca +0,40 % per månad.

Figur 1 – Utfall under maj

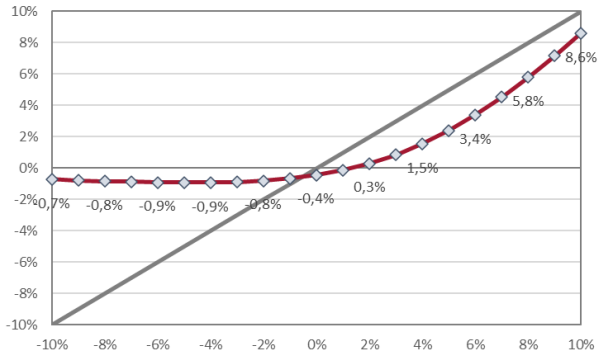


Positionering och förvaltning

Fondens exponering är något högre inför andra halvåret eftersom den fortsatt fallande volatiliteten gör det möjligt att köpa förhållandevis billig exponering mot en fortsatt börsuppgång. Nedsidan i portföljen är fortsatt mycket begränsad genom vår övervikt mot köpta köpoptioner. Kreditportföljen har fortsatt höga kuponger och allt annat lika förväntar vi oss ett starkt bidrag från den under andra halvåret.

Vi ser fram emot den kommande rapportperioden och med den förhoppningsvis en bättre bild av hur ekonomin utvecklar sig. Vårt huvudscenario är fortsatt att vinst-estimaten kommer att revideras ned mot bakgrund av en försvagad arbetsmarknad och försäljningstillväxt samtidigt som räntorna ligger kvar på förhöjda nivåer. Som alltid har vi en positiv underliggande exponering mot börsindex och jobbar aktivt med att löpande justera våra portföljsskydd. Fondens indikativa känslighet mot börsindex framgår i **figur 2** nedan. Den reflekterar vår fortsatt avvaktande syn på riskfyllda tillgångar. Portföljen innehåller flera kombinationer av optioner och vår målsättning är som alltid att överprestera den momentana riskbild som visas i figuren nedan. Figuren visar vår momentana känslighet i skrivande stund och kommer att förändras löpande under månaden i takt med att vi justerar vår positionering.

Figur 2 – 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%	1,34%	-0,44%	-1,37%	1,29%							4,84%

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

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