

Splittrade utsikter och stigande räntor – hur högt kan börsen gå i motvind?

Avkastningen i Crescit under juli blev +1,73 %. Därmed uppgår avkastningen för året till +6,66 %. Juli var en blandad period för riskfyllda tillgångar där svenska aktier utvecklades svagt samtidigt som internationella börser fortsatte uppåt. MSCI-World index steg med +3,29% och nordiska borgefonder (mätt som NHX index) avkastade +1,20 %.

Marknadskommentar och förväntansbild

Juli blev en blandad börsmanad där svenska storbolag (OMXS30) föll samtidigt som internationella börsindex steg på bred front, om än med förhållandevis små rörelser. Fallande inflation och minskad osäkerhet gjorde att kreditspreadarna föll under månaden. Kärninflationen ligger kvar på förhöjda nivåer men börjar att normaliseras och med den återkommer riskaptiten hos investerarna.

Den amerikanska långräntan steg under månaden och 10-års-räntan testade den psykologiskt viktiga 4 procentsnivån. Centralbankerna fortsätter att strama åt penningpolitiken och den hökiga retoriken tyder på att ytterligare räntehöjningar ligger i korten. Rapportperioden är i full gång och för Sveriges del har den bjudit på negativa reaktioner till följd av svagare utsikter porträtterade i rapporterna. Vi har länge sett framför oss en avmattning av konjunkturen och är därmed inte förvånade. Svensk BNP-statistik och arbetslöshetsstatistik vittnar också om en potentiell neråtvändning. Samtidigt visar dock den viktiga amerikanska ekonomin fortsatt inga tecken på att försvagas.

De stigande räntorna ger heller inte de negativa effekter på konsumtion som vi väntat oss. Här hemma i Sverige fortsätter de rörliga boräntorna att stiga men än så länge har det haft ytterst begränsad effekt på hushållen. Den illikvida sommarmarknaden visar vissa tendenser till fortsatt inbromsning för bostäder men det går inte att dra några slutsatser ännu, innan den normalt sett starkare augustimånaden kommer in. Den som väntar på en lågkonjunktur verkar få vänta på att arbetsmarknaden försvagas ordentligt, vilket kan dröja ett tag till. En möjlig nackdel med det är att den bundna lånestocken hinner rullas om på högre nivåer vilket riskerar att skapa press på ekonomin under lång tid framöver.

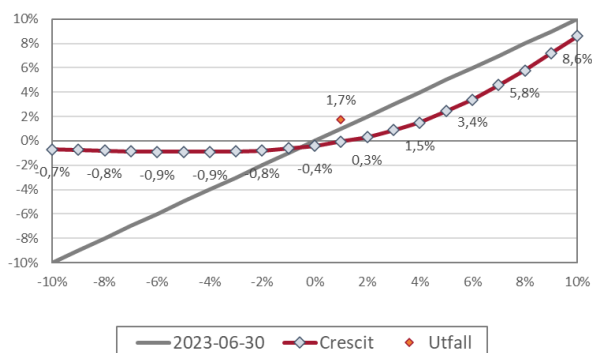
Enligt oss är det fortsatt dåligt förhållande mellan risk och potentiell avkastning i att äga aktier just nu. Därför fortsätter vi att främst använda krediter och räntepapper för att finansiera våra köpoptioner för en stigande marknad. Börsen är högt värderad i förhållande till riskfria alternativ och det är dessutom innan en eventuell nedskrivning av vinstestimatet, vilket vi ser som sannolikt.

Crescits utveckling

Crescit hade en bra månad i juli, då både ränte- och derivatboken uppvisade en stark utveckling. Våra investeringar i företagskrediter gav ett positivt bidrag på +0,61 % under månaden. Vi har under året haft en övervikt mot företagskrediter som vi främst använt som ersättning för att undvika nedsidesrisk mot aktiemarknaden och efter en trög start på året har ränteboken nu börjat avkasta i linje med förväntan. Allt annat lika har ränteboken en förväntad avkastning på ca +0,40 % per månad.

Derivatboken hade å sin sida en blandad, men positiv, utveckling under månaden. Våra långsiktiga derivat gav en positiv avkastning på +1,23 % där exponeringen mot Sverige drog ner totalbidraget något. Tack vare vår övervikt mot köpta optioner och det handlingsutrymme (gamma) som det medför så kunde vi utnyttja den negativa inledningen på månaden till att försiktigt addera exponering mot aktieindex på attraktiva nivåer. Det gjorde att vi kunde kapitalisera på den efterföljande rörelsen på ett gynnsamt sätt. Därmed fortsätter Crescit att leverera en stark riskjusterad avkastning för året när vi nu går in i en traditionellt ganska stökig period innan den normalt sett starkare höst- och vinterperioden.

Figur 1 – Utfall under juli



Avkastningen under månaden blev högre än indikerat tack vare våra aktiva justeringar under månaden (se figur 1). De kortsiktiga, opportunistiska, positionerna gav ett positivt bidrag på +0,36 % vilket tog ut merparten av kostnaden för fondens portföljskydd under månaden (-0,47 %).

Positionering och förvaltning

Fondens exponering är något högre än vanligt eftersom de starka uppgångarna på underliggande index gjort att vi organiskt ökat vårt delta. Vi arbetar kontinuerligt med att justera vår nedsidesexponering och står väl rustade inför vad vi fortsatt ser som en potentiellt mycket stökig sensommar och höst. Vi har minskat vår exponering något mot företagskrediter för att inte öka den totala risken i fonden. Efter en kort uppgång har förväntad volatilitet fortsatt att sjunka och befinner sig alltså på, enligt oss, köpvärda nivåer. Säsongsmissigt är sensommaren en stark period för volatilitet av samma anledning som att det är en ofta utmanande period för aktier. Vi har fortsatt goda skydd i portföljen och främst exponering mot krediter för att finansiera exponeringen.

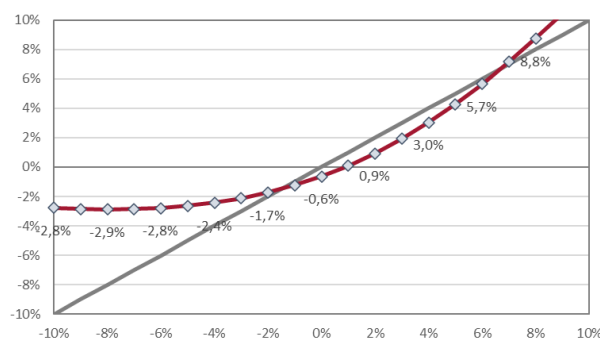
Kreditportföljen har fortsatt höga kuponger och vi förväntar oss ett starkt bidrag från den under resten av året. Även om vi fortsatt navigerar för en ytterligare stormig period för aktier vartefter lågkonjunkturen får fäste i realekonomin så ser vi goda möjligheter för de nominella skuldinstrumenten att generera en god avkastning.

Vår vana trogen har vi upprätthållit en viss exponering mot aktiemarknaden vilket gett oss möjlighet att både leverera en stabil avkastning för våra andelsägare och att löpande minska vår exponering vartefter börsindex fortsatt att stiga. Detta trots att vi står fast vid att vinstestimaten fortsatt är för höga och att aktieriskpremien som investerarna kräver i påslag för att välja aktier över säkrare ränteplaceringar historiskt sett är mycket låg.

Fondens indikativa känslighet mot börsindex framgår i figur 2 nedan. 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. Rörelsen simulerar ett parallellskifte för samtliga börsindex.

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%	1,73%						6,66%

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

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 4:e augusti 2023