Osäker höjd och längd på ränteuppgången när baseffekter och energipriser grumlar utsikterna.

Avkastningen i Crescit under september blev -1,45 %. Därmed uppgår avkastningen för året till +2,04 %. September var en svag månad för riskfyllda tillgångar där MSCI World backade med -4,45 %. Nordiska hedgefonder (NHX Index) avkastade -0,23 %.

September påminde mycket om augusti. Långa räntor fortsatte att stiga kraftigt under månaden vilket satte press på riskfyllda tillgångar. Den amerikanska 10-års-räntan noterades för sin högsta nivå på många år och närmar sig 4,7 %. Inflationen faller vidare men i långsam takt och centralbankerna väntas hålla räntorna åtstramande under lång tid framöver.

Efter tre kvartal av året så har ekonomin av allt att döma klarat sig betydligt bättre än vad de flesta bedömare trodde vid årets början. Inom kort kommer bolagsrapporterna och de förväntas bekräfta bilden av att 2023 är lite av ett förlorat år men kanske också slutet på nedgången. De prognosmakare som i början av året var säkra på att vi skulle se en global lågkonjunktur har nu svängt helt och hävdar att världsekonomin i stället undviker en lågkonjunktur. Samtidigt är den förväntade vinsttillväxten för bolagen under de kommande åren mycket hög från den globala analytikerkåren. Riskfyllda tillgångar står inför olika bud eftersom värderingarna har normaliserat något. Å ena sidan är estimaten höga och värderingarna därmed ganska okej. Dock är räntenivåerna nu betydligt högre än vad de varit på mycket länge vilket allt annat lika motiverar betydligt lägre multiplar på aktiemarknaden.

Den stigande räntan har under sensommaren skapat stora svängningar på aktiemarknaden. Tvärtemot vad många trodde så är det de mindre bolagen som pressats hårdare än de dyra ”mega-cap” bolagen. Det är främst de fundamentala effekterna av högre räntor som prisats in av aktiemarknaden där bolag som har hög belåning (läs: fastighetsbolag) straffas för kommande marginalpress snarare än att multiplarna pressas av en högre diskonteringsränta.

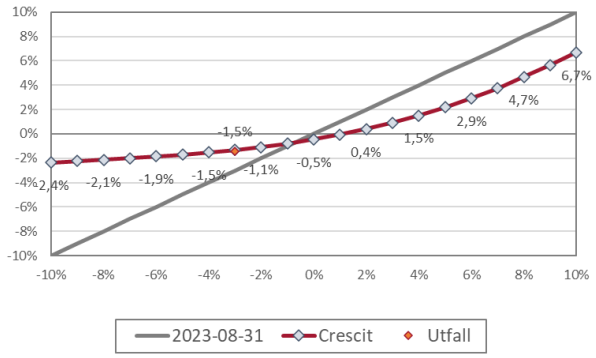
I vår mening visar den sammanlagda nettoeffekten på två saker. Aktiemarknaden, precis som resten av världen, räknar kallt med att räntorna sänks betydligt tidigare än vad centralbankerna försöker ge sken av och att det sker samtidigt som världsekonomin undviker en bredare lågkonjunktur. För oss är dessa två inte helt förenliga. Om världen undkommer den lågkonjunktur som centralbankerna försökt orkestrera genom att höja räntorna så innebär det antingen att centralbankerna behöver höja mer eller att räntevapnet inte hade den effekt som vi trodde. Om räntehöjningen inte medförde någon lågkonjunktur så finns det heller *ingen anledning att sänka räntan igen* eftersom den inte var så viktig som man räknat med. Räntesänkningar är ett sätt för centralbankerna att stimulera ekonomin och om den tuffar på bra trots höga räntor så finns det ingen anledning att sänka dem. Mot slutet av månaden började detta prisas in av långräntorna men *enligt oss har aktiemarknaden ännu inte tagit höjd för detta.*

Crescits utveckling

Crescits avkastning under månaden blev något bättre än förväntat. Fallande börsindex medföljde förluster i derivatportföljen som balanserades upp till viss del av intäkterna i kreditportföljen. Volatilitetsbidraget var mycket litet under månaden då reaktiviteten i förväntad volatilitet är fortsatt låg. Det gjorde även att fallande tidsvärden drabbade portföljen negativt. Portföljens allokeringsmix stärkte resultatet något eftersom vi hade en förhållandevis låg exponering mot de svagaste (amerikanska) indexen (S&P500 föll med -4,9 %)

Crescits utveckling under tredje kvartalet blev -2,7 %, att jämföra med snittutvecklingen för OMXS30, Eurostoxx50, och S&P500 som blev -5,1 % och utvecklingen för MSCI-World som blev -3,83 %.

Figur 1 – Utfall under september



Detta är något sämre än vad vi siktar på att realisera över tid och är hänförligt till fallande tidsvärden och en kostsam övervikt mot köpta optioner efter den starka utvecklingen i juli.

Positionering och förvaltning

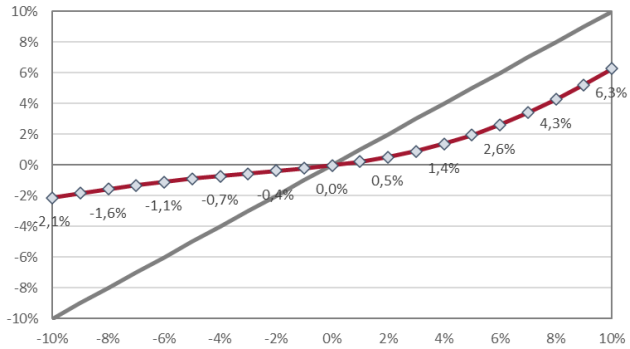
Derivatportföljen har en något lägre nivå efter två månader av börsnedgång. Vi närmar oss nu den säsongsmässigt starkare hösten även om den kortsiktiga trenden är mycket negativ. Volatiliteten är fortfarande relativt billig men allteftersom index sjunker så ökar graden av finansiering i portföljen.

Portföljen är fortsatt skyddad mot större börsfall och vi vidhåller vår övervikt mot räntebärande investeringar. Vi har dragit ner kreditrisken i portföljen något och minskat durationen ytterligare. Vi ser framför oss ett mycket bra klimat för att äga både räntepapper och durationsrisk vartefter ränteuppgången svalnar av.

Att vi ökade exponeringen mot svenska aktier gynnade oss under månaden då svenska OMXS30 utvecklades relativt starkt jämfört med världsindex. När vi nu närmar oss rapportperioden ser vi dock anledning att minska denna övervikt eftersom vi ser framför oss en rapportperiod som karaktäriseras av svaga utsikter och förväntade orderingångar. Den tilltagande ränteuppgången riskerar att sätta förnyad press på fastighetssektorn och hushållen som redan kämpar i motvind av kraftigt fallande reallöner.

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 är främst ett stresstest mot plötsliga rörelser samt en indikation om vad förvaltningen strävar emot i närtid.

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%	-2,92%	-1,45%				2,04%

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

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 5:e oktober 2023