Vikande framtidsutsikter och stigande långräntor – är riskfyllda tillgångar ovanligt riskfyllda?

Avkastningen i Crescit under oktober blev -0,74 %. Därmed uppgår avkastningen för året till +1,29 %. Oktober var en svag månad för riskfyllda tillgångar där MSCI World föll med -2,97 %. Nordiska hedgefonder (NHX Index) avkastade -0,72 %.

Oktober blev tredje månaden i rad med stigande långräntor och kraftigt fallande börser. Den amerikanska 10-års-räntan noterades som hastigast över 5 % och de europeiska motsvarigheterna handlar omkring 3 %. Inflationen (främst i USA) studsar upp igen mot bakgrund av stigande energipriser och svårare jämförelsetal.

Bolagsrapporterna visade under månaden på starka nulägen men försiktigare utsikter vilket satte press på aktiekurserna. De bolag som rapporterade sämre än förväntat straffades i regel väldigt hårt av marknaden i det negativa klimatet. Den konjunkturavmattning som vi väntat på i över ett år ser ut att börja närma sig samtidigt som centralbankerna förväntas ligga kvar med höga och åtstramande i närtid.

De kommande sänkningarna av styrräntor som marknaden prisade in under våren och sommaren har precis som vi misstänkte blivit undantryckta av centralbankerna. Genom väl valda ord och prognoser har centralbankerna framgångsrikt lyft bakänden av räntekurvan utan att behöva höja korträntan nämnvärt vilket resulterat i en rejäl brantning av räntekurvan och förmodat därmed även den realekonomiska inbromsning som de har eftersökt. Den kraftiga kurv-brantningen som vi ser nu är tyvärr ofta spiken i kistan för konjunkturen och en lågkonjunktur tenderar att följa inom kort. Den stigande långräntan som följer redan höga korträntor pressar företagens vilja att låna och så även tillväxt och jobbskapande.

Inför månaden var det blandade signaler för riskfyllda tillgångar då värderingarna var fortsatt höga men så var även vinstestimaten. Efter rapporterna och uppgången i räntorna under månaden så står det klart att börsen värderades något för högt. De förväntade vinsterna för nästa år är fortsatt relativt höga, även om de har kommit ner något, och börskurserna med dem och aktieriskpremien är fortsatt mycket låg. OMXS30 noteras nu för samma nivåer som när vi inledde året och därmed åter kring -15 % från sina tidigare högstanivåer. Även om amerikanska S&P 500 stigit med 9,2 % under året så har den likaviktade varianten av samma index (SPW) fallit med -3,9 % och en klar majoritet av alla bolag har handlats ned under året. Uppgången har drivits av ett fåtal ”mega-cap” bolag som primärt reflekterar deras exponering mot artificiell intelligens och starka balansräkningar.

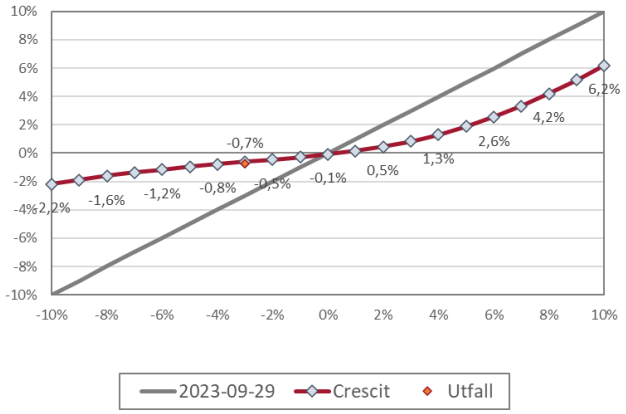
Den breda börsnedgång som skett under sommaren (Amerikanska ”Små” bolag mätt som Russell 2000 har pressats ned med ca -16 % och markeras klart lägre sedan årsskiftet med ca -6 %) beror sannolikt på att marknaden till slut börjar ta till sig centralbankernas kommunikation att ränteläget kommer att förbli högt under överskådlig framtid. Så länge konjunkturen inte viker finns ingen anledning att sänka räntorna signifikant. Således blir det endast under en skarp inbromsning som räntan kan komma att sänkas vilket svårligen sammanfaller med en gynnsam miljö för börsen. Detta började prisas in förra månaden och fortsatte under oktober.

Crescits utveckling

Crescits avkastning under månaden blev i linje med förväntan. Fallande börsindex skapade förluster i derivatportföljen samtidigt som kreditpåslagen steg kraftigt och sinkade utvecklingen för ränteportföljen. Volatiliteten steg under månaden och bidrog positivt till resultatet efter att under sommaren och hösten handlat på relativt låga nivåer. Portföljens allokeringsmix bidrog negativt till resultatet då vi hade en liten övervikt mot svenska börsen som utvecklades sämst under månaden (OMX30 -3,7 %) samtidigt som förvaltningens implementeringsbidrag blev positivt då vi utnyttjade svängningarna till att justera positioneringen.

Justeringarna ändrade vår exponering mot både underliggande marknader och förväntad volatilitet vilket gav ett positivt bidrag. Ränteportföljen bidrog marginellt positivt under månaden vilket är under förväntan givet räntenivån och kupongnivån i portföljen. Totalt noteras Crescit för en nedgång på -5,0 % under de tre månaderna av nedgång. Under samma tid tappade OMXS30 -7,8 % och MSCI World -9,6 %.

Figur 1 – Utfall under oktober



Utvecklingen under sensommaren och hösten är sämre än vad vi siktar på att realisera över tid. Den svaga avkastningen är hänförlig till fallande tidsvärden och en lägre än förväntad utveckling för ränteboken samt att några skyddspositioner inte realiserade sin potential på grund av den låga nivån på förväntad volatilitet. Genom den tre månader långa börsnedgången har fonden haft en kraftigt minskande känslighet från en hög startpunkt vilket gjort att förlusterna blivit mindre och mindre allteftersom börsfallet tilltar – helt i linje med vår strategi.

Positionering och förvaltning

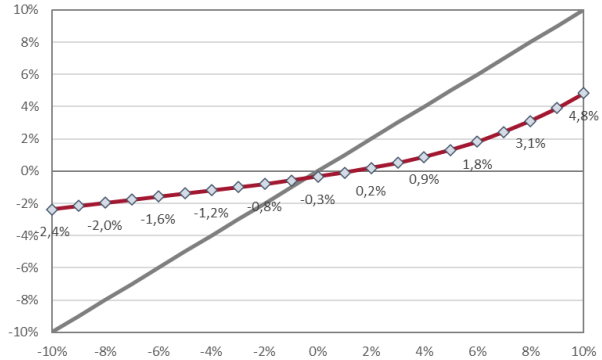
Exponeringen i derivatportföljen är fortsatt något lägre än vanligt efter den svaga börsutvecklingen. Det beror också på att fonden har en övervikt mot räntebärande tillgångar vilket gör att vi tar mindre risk mot aktiemarknaden för att bevara risknivån i fonden som helhet. Vi justerar derivatboken löpande under börsnedgången för att förbättra exponeringen.

Efter uppgången under månaden är inte förväntad volatilitet längre att klassa som ”billig”. Det har vi utnyttjat för att jämna ut exponeringen från övervikt i köpta optioner till en något mer balanserad exponering.

Vi har under året legat överviktade i köpta optioner vilket gett oss ett bra handlingsutrymme och goda möjligheter att agera på börsens rörelser, men som också kostat oss i form av sjunkande tidsvärden. Vi har även dragit ner kreditrisken i portföljen något och ökat allokeringen mot lågrisk-alternativ allteftersom förhållandena mellan risk och potentiell avkastning ändrats under året. Efter en relativt svag period för OMXS30 i samband med fallande inköpschefsindex och svaga kvartalsrapporter så har vi viktat upp exponeringen något i det översålda läget.

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%	-0,74%			1,29%

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

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