

Februari 2025

Centaur Commodity
Fund



CENTAUR

FONDER





Avkastning under februari

- Centaur Commodity Fund A -3,3 %
- Konkurrerande fonder*, snitt (i SEK) -4,5 %
- Aktier Sverige +0,7 %
- Aktier Europa (i SEK) +0,3 %
- Aktier globalt (i SEK) -3,5 %

**Urvalet av konkurrerande fonder syns på sidan "Returns and Weights" på näst sista sidan*



Vad har hänt sedan sist?

Stigande inflation ger långsiktigt lägre tillgångsvärden – råvaror är undantaget

Stigande inflation är gynnsamt för avkastningen på råvaror. Stigande inflation är på samma gång ogynnsamt för avkastningen på aktier, fastigheter och obligationer. Stiger inflationen med en procent brukar räntenivån hänga med.

Högre räntor minskar nuvärdet av framtida kassaflöden och det är på det sättet som aktier, fastigheter och obligationer värderas.

Råvarumarknaden i februari präglades på en ”makronivå” av tecken på stigande inflation och av en ökad geopolitisk risk starkt präglad av en våldsam dans med tullar. På ett lite mer jordnära plan fortsatte lagernivåerna av jordbruksprodukter att minska.

Det är ett tryck underifrån som byggs upp och som förr eller senare kommer att leda till ganska stora prisuppgångar på de stora råvarorna vete, majs och sojabönor.

Skillnader mot förra gången

Inflationen har de senaste månaderna varit överraskande hög inom flera områden både i Sverige och USA. Orsakerna denna gång verkar till stora delar skilja sig från den dramatiska uppgången 2022 när pandemin skapade stora störningar på utbudssidan. Den inflationsökningen spädades dessutom på av stigande energipriser i spåren av Rysslands aggression mot Ukraina.

Men här finns också likheter. Reverseringen av den långa period av globalisering som världsekonomin har upplevt hade egentligen redan inletts innan under Trumps första presidentperiod och redan en månad in i den andra står det klart att den åter kommer att eskalera.

Risken för ett globalt handelskrig är överhängande med stigande tariffer och ökade import- eller exportblockader. De brister som finns eller uppstår för enskilda råvaror riskerar att bli förhandlingspunkter när stormakterna sällar bland vänner och fiender.



Inflation på väg uppåt

Jordbruksråvaror i fokus – överviktat i fonden

Det kan, till exempel, gälla för jordartsmetaller och koppar, men även för alla typer av grödor i det fall skördarna inte faller ut normalt. Förra året var, med undantag för kaffe, kakao och apelsiner, ett bra år för grödor generellt, men det hör snarare till vanligheterna än undantagen att skördarna inom några större jordbruksområden slår fel.

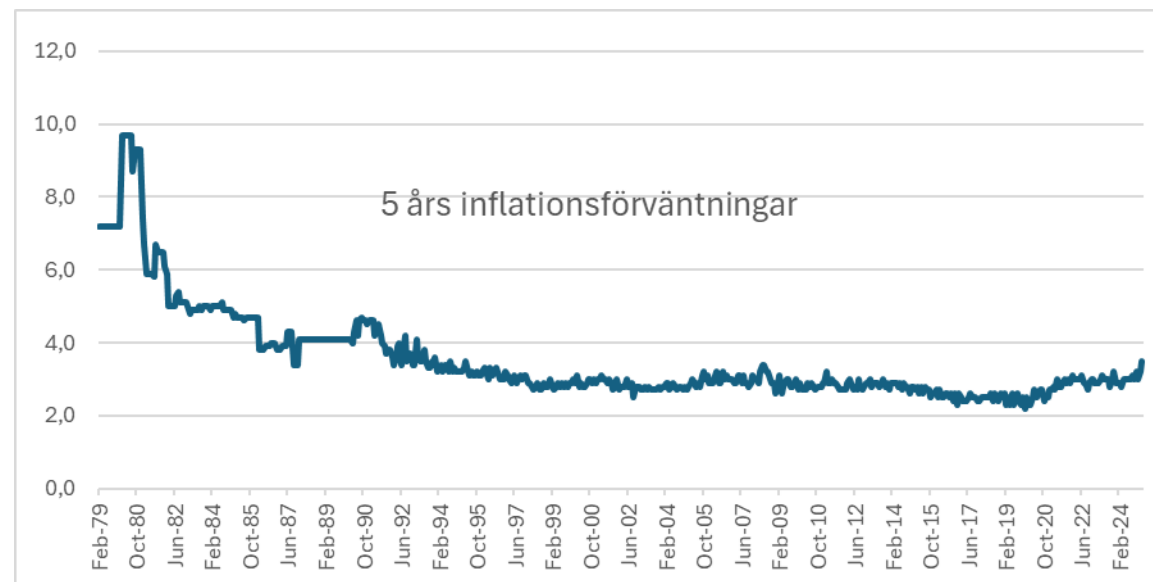
Det kommer att vara viktigt för alla ekonomier att skapa sina egna säkra försörjningslinjer för viktiga råvaror precis på samma sätt som det visat sig viktigt inom vapenindustrin. Förutsättningarna för att komma åt världsmarknaden för enskilda varor försämras - konkurrensen minskar, vilket i slutändan innebär högre priser.

Annars verkar det vara relativt konventionella anledningar till de stigande priserna. Med inflationschocken för ett par år sedan i färskt minne har inflationsförväntningarna fastnat i ett högre läge och förväntningarna om inflation är en konkret drivkraft för högre inflation.

Vi vet också sen tidigare att många företag inte kan ta ut hela prishöjningen när den hamnar på de exceptionellt höga nivåer som den gjorde för ett par år sedan, men att de med tiden kommer att fortsätta höja priserna och vinstmaximera.

Stigande inflation

Inflationsförväntningarna i USA för de kommande fem åren steg i februari till 3,5 procent, vilket är den högsta nivån sedan år 1995. Som vi ser i diagrammet nedan har inflationen varit på väg nedåt sedan år 1980. Fallande inflation har sedan 1980, genom allt lägre räntor, verkat som en stark medvind för avkastningen på aktier, fastigheter och obligationer. Som vi ser i diagrammet nedan ser den medvinden ut att ha vänts till en motvind.



Källa: University of Michigan



Inflation på väg uppåt, forts.

I början av mars publicerades en preliminär inflationssiffra för Sverige som enligt måttet KPIF låg på 2,9 %. Månadsförändringen låg på 0,9 %.

Enligt Konjunkturinstitutets februari-statistik upplever svenskar att inflationen just nu ligger på 10 %, vilket av en slump kanske, stämmer rätt väl överens med 0,9 % på månadsbasis. Svenskarna förväntar sig att inflationen om ett år ska ligga på 5 %.

Den senaste tiden har emellertid kronan stärkts kraftigt mot i stort sett alla valutor. På sikt bör detta verka dämpande på inflationen i Sverige. I omvärlden växer emellertid trycket i faktorer som driver inflation.

I stort sett alla länder på jorden har budgetunderskott som finansieras med upplåning. USA hade exempelvis nått en statsskuld i december förra året som uppgick till 124 procent av BNP. Budgetunderskottet förra året uppgick till 6,3 procent.

Om folk börjar tänka sig en högre sannolikhet för att den här skulden inte kommer att betalas tillbaka, eller att den kommer att betalas tillbaka med nytryckta pengar, kommer de att med större frekvens sälja dessa och köpa saker. Det leder alltså simultant till högre räntor och högre pris på saker, dvs inflation.

Detta sätt att tänka om hur ofinansierade budgetunderskott leder till inflation kallas på engelska för The Fiscal Theory of the Price Level. Den som är intresserad att läsa mer om detta kan till exempel läsa John Cochrans bok med samma titel.

Råvaror har varit den bästa tillgångsklassen vid inflation

Om man tar månadsavkastningar och lägger avkastningen i en hink för ”hög inflation” eller en för ”låg inflation”, beroende på om inflationen samma månad antingen är högre än den varit i genomsnitt de sju senaste åren, eller dito lägre, får man följande tabell sedan år 1901 (med start 1909 för att få ihop sju års historik).

	Inflation lägre än sju senaste åren	Inflation högre än sju senaste åren	Summa
Aktier	7,0%	2,5%	9,5%
Obligationer	3,1%	2,2%	5,3%
Råvaror	1,6%	4,2%	5,8%

Källor: Riksbanken, OMXSGI, Handelsbankens obligationsindex, spotpriser på en korg av råvaror före 1960. Undersökningen sträcker sig mellan 1909 och 2021.

Studien ovan underskattar om något råvarumarknadens avkastning, eftersom vi bara använt spotpriser före 1960 och i terminsmarknaden finns en riskpremie som inte finns i spotmarknaden.

Sedan 1909 har alltså råvaror haft högre avkastning än både aktier och obligationer när inflationen varit högre än den varit vid var tid senaste sju åren. Om man är orolig för att inflationen är på väg uppåt, säger historien att man ska öka andelen råvaror i portföljen.



Tullar och prisutveckling

Tullars effekt

Det är USA som inför tullar. I regel har beskedet förstärkts med pejorativ. Tullar har en direkt påverkan på priserna på de råvarutermener som utgör råvarumarknaden.

De flesta terminskontrakten som handlas på råvarumarknaden har leverans av amerikansk råvara. Sedan årsskiftet har exempelvis terminspriset på koppar med leverans inom USA:s gränser gått upp med 20 procent. På London Metal Exchange har priset bara gått upp med tio.

London Metal Exchange har leverans i frihamnslager, runtom i världen. I januari såg vi först effekterna av de tullar USA alltmer väntades införa. USA är nettoimportör av koppar, exempelvis. USA är också en stor nettoimportör av vegetabilisk olja för framställning av biodiesel. Priset på sojaolja steg därför kraftigt i USA.

I februari har vi emellertid också sett effekter på framför allt de jordbruksprodukter som USA är nettoexportör av, varefter det blivit alltmer sannolikt att Mexiko, Kanada och Kina skulle införa tullar på amerikanska varor, som svar på de amerikanska tullarna.

Exempelvis går nära hälften av USA:s export av majs till Mexiko. Mexiko kan väl lika gärna göra som för 7 år sedan och importera majs från de allt större exportörerna Brasilien och Argentina. Kina kan göra likaledes. Alltså faller priset på terminskontraktet på majs på Chicagobörsen. Detsamma gäller för sojaböner och till mindre del för vete.

Vad avkastningen på råvaror har varit i februari har dominerats av tullar på grund av att terminskontrakt på amerikansk vara i vissa fall gått upp enbart för att den är amerikansk, medan andra gått ner, av samma anledning. Detta har gjort det svårt att se effekten av utbud och efterfrågan.

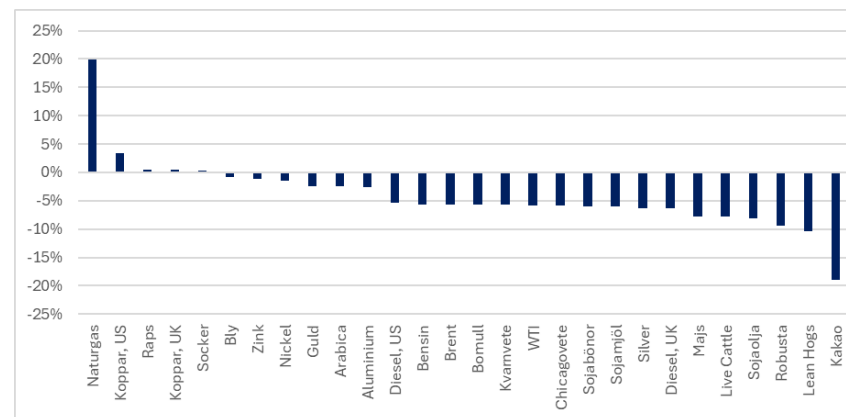
Prisutvecklingen på några råvarutermenskontrakt i februari

I diagrammet nedan ser vi prisförändringen på några av de viktigare råvarutermenerna. I de flesta fall är leveransen i maj. Prisförändringarna är i svenska kronor.

Vinnaren är amerikansk naturgas. Prisuppgången för den är något av en spegelbild av prisnedgången för råolja, eftersom naturgas är en gas som även kommer upp ur oljekällor.

Naturgas är också råvaran för att göra kvävegödsel. Det finns ett starkt samband mellan priset på naturgas och priset på kväveslukande grödor som vete och majs. Som vi ser i diagrammet har naturgas på kostnadssidan för en lantbrukare ”spreadat isär” från intäktssidan, priserna på majs och vete under februari.

Det går emot en fundamental värdering. Tullar och geopolitik har helt enkelt totalt dominerat prisrörelserna. Detta är naturligtvis ett investeringstillfälle. Centaur Commodity Fund innehåller ingen naturgas (och inte heller någon olja), och har därmed också en högre vikt på just jordbruksprodukter.



Källa: Barchart



Geopolitik och fundamentalt

Geopolitik

Skeendet inom geopolitiken är att USA drar sig tillbaka från försvaret av Europa men inte nödvändigtvis andra länder inom försvarsalliansen Nato.

Det är naturligtvis inte bara USA som har bidragit till Europas försvar historiskt. Nato-länder, inklusive de europeiska, har köpt amerikanska vapensystem, som motprestation. Exempelvis Tyskland har inte tillåtit att ha ett eget adekvat försvar, utan har i stället amerikanska kärnvapenbaser.

Vad som är lätt att inse är emellertid att med den höga statsskuld på 124 procent av BNP som USA nått upp till och ett konsekvent stort budgetunderskott som förra året var 6,3 procent av BNP har de inte råd att fortsätta betala.

USA:s statsskuld är så stor att den i sig är inflationsdrivande. Nu flyttas de utgifterna över till Europa, som inte heller har råd med dem. Det kommer att leda till inflation, som det alltid har gjort. Att man inte var förberedd på detta från europeiskt håll är naturligtvis i sig ett stort misstag ur försvarsperspektiv.

Effekten blir en omedelbar uppgång i skulder och aviserade framtida ökande skulder i Europa. Tyskland frångår sin skuldspärr, som syftade till att begränsa inflationen. Geopolitiken skapar en stor osäkerhet, men det har än så länge inte gjort något stort avtryck i exempelvis VIX-index (ett index som visar volatilitet i aktiemarknaden). Guldpriset reagerar även det med något av en gäspning. Är guldpriset ett exempel på ”buy on rumour, sell on fact”?

Guld är i och för sig knappast i riskzonen om aktier faller på grund av stigande inflation. Även om FED-fund Futures snabbt fallit så att tre sänkningar om 25 bps vardera snabbt har prisats in och Atlanta FED:s prognosmodell förutspår att USA:s BNP sjunker nu under årets första kvartal. Ett lägre BNP förbättrar för övrigt inte skulder i procent av BNP.

Fundamentalt

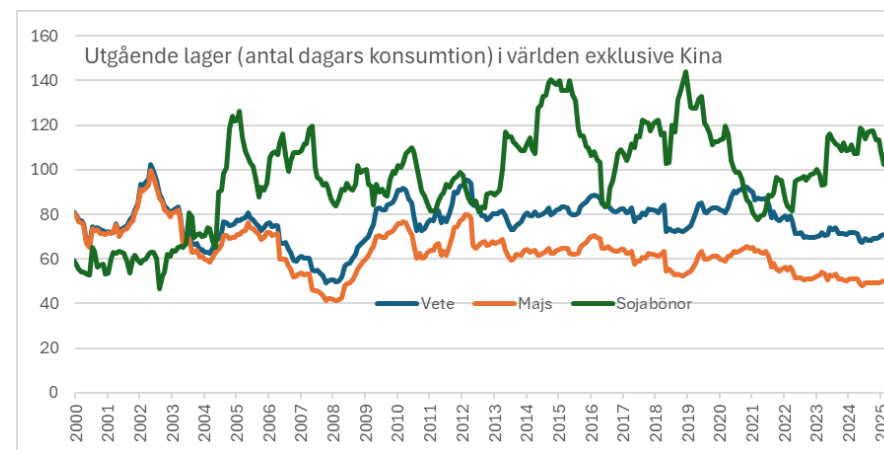
I februari publicerade det amerikanska jordbruksdepartementet sin månadsvisa uppskattning av produktion, konsumtion, handel och lagernivåer för en rad jordbruksprodukter, som de gjort alla månader förutom när USA slagit i skuldtaket.

I diagrammet nedan ser vi USDA:s prognos vid var tid av utgående lager i världen av majs, sojaböner och vete.

Vi har räknat om från ton till hur många dagars konsumtion lagren räcker.

Som vi ser har lagren stadigt minskat i nästan 15 års tid och är nästan nere på de låga nivåer som nåddes åren 2007 och 2008.

Då gick priserna upp så kraftigt för att ransonera konsumtionen, att politiker slog sig samman och anklagade spekulanter, med konsekvens att terminskontrakt på råvaror nu är klassificerade som ”komplicerade instrument”. Och att dessa inte kan marknadsföras till lantbrukare som riskhanteringsinstrument, vilket var hela syftet när terminsmarknader en gång uppstod för första gången i Mesopotamien för drygt 3700 år sedan.



Källa: USDA



Vad sker härnäst?

Ny supercykel i råvarumarknaden i skapande?

Som alla säkert förstår håller här en bull-marknad på att skapas. Folk i Sverige upplever att inflationen är hög, men det är egentligen bara mjölk och mejerivaror, kött, kaffe, kakao och apelsinjuice som ökat kraftigt i pris på terminsmarknaderna och i butiken. Priserna på åkergrödorna är så låga att lagren minskar.

Om man jämför utgående lager från de senaste årens månadsrapporter från USDA med priset vid varje rapporteringstillfälle får man ett tydligt samband. Just nu, i synnerhet efter prisnedgången som svar på tullar i USA, krävs en prisuppgång på minst 40 procent bara för att få någorlunda rätt pris givet lager.

Positionering i fonden

Medan vi alltjämt ser att åkergrödorna vete, majs och sojaböner är billiga, kan man aldrig veta exakt vilken trigger som ska få dem att bli rätt värderade. Det är så det är med fundamental analys. Samtidigt har kaffe blivit otroligt dyrt med en prisuppgång på 300 procent till ca 400 cent per pund på börsen i New York. Kostnaden att producera ligger i exempelvis Brasilien på strax under 100 cent. Det tar två år från en nyplanterad kaffebuske att producera. Den utbudsresponsen kommer alltså.

Kakao är en annan sådan, som nu handlas en bra bit under toppnoteringen. För ett kakaoträd tar det 5 till 6 år att ge skörd. Bristen på kakao tar längre tid att bota.

Vad gäller den väldigt lilla marknaden för apelsinjuice har priset fallit ungefär 40 procent från toppen. Anledningen verkar vara att man med genteknik monterat in en gen från en bakterie, *Thuringiensis*, i ett apelsinträds arvsmassa. Sojaböner med samma teknik har funnits i många år, kallad BT-Soja. Frågan är hur mycket av apelsinproduktionen detta biter på.

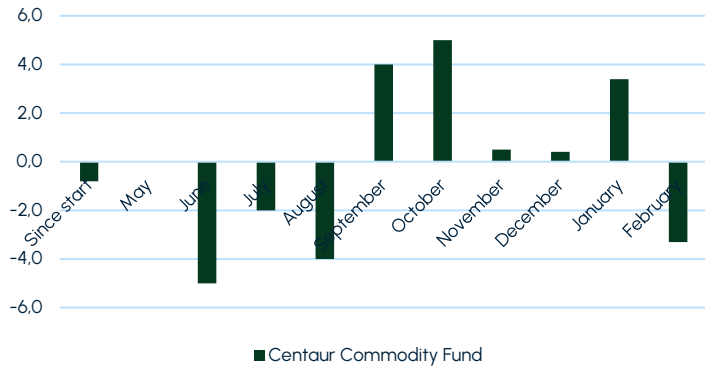
Alla vill inte ha BT-apelsiner. Den bakterie som orsakar sjukdomen angriper dessutom alla typer av citrusfrukter, inte bara apelsiner, och *Thuringiensis* tar kål på alla insekter vilket man kanske inte vill. Nu är apelsinjuice en så liten råvara att den inte finns på kartan för Centaur Commodity Fund, men det stora priset på apelsinjuice känns inte helt motiverat, tycker vi.

Fonden är investerad i koppar på London Metal Exchange och inte som de flesta andra, COMEX-koppar. Det betyder att fonden är investerad i den billigare typen av koppar, som inte är påverkat av USA handelskrig.

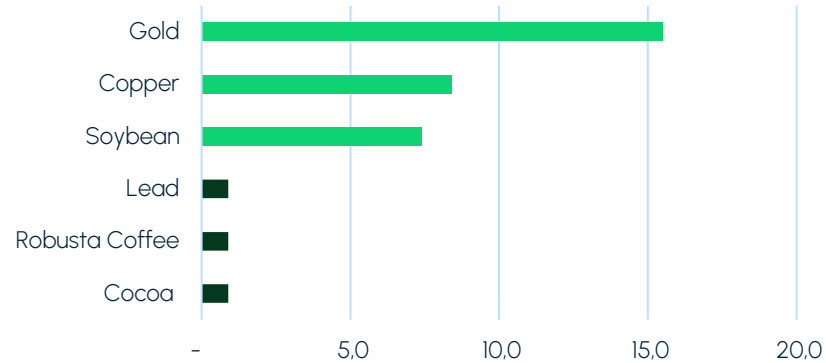


Returns and weights

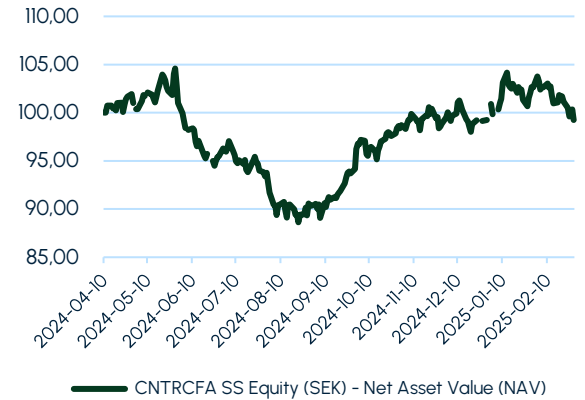
Monthly return (% SEK)



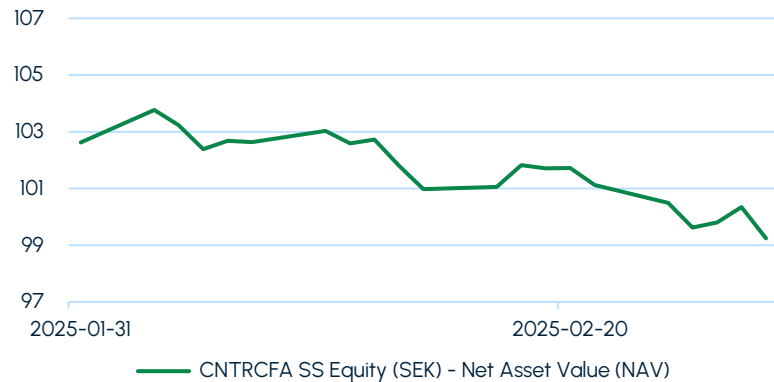
Top and bottom 3 weights per commodity, end of February



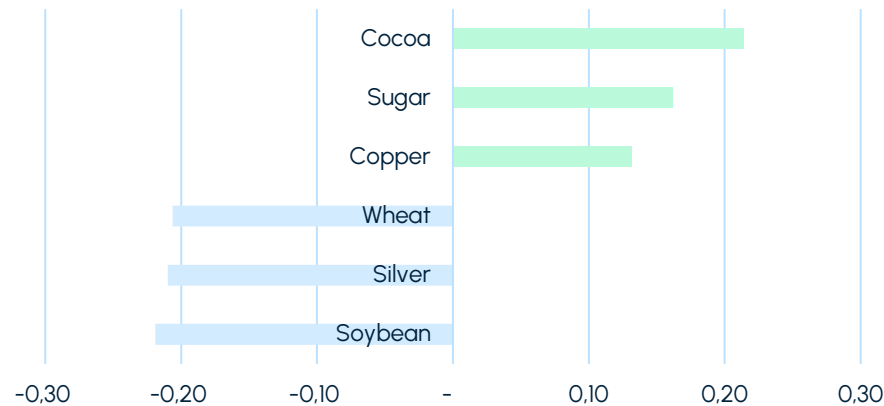
Return since start



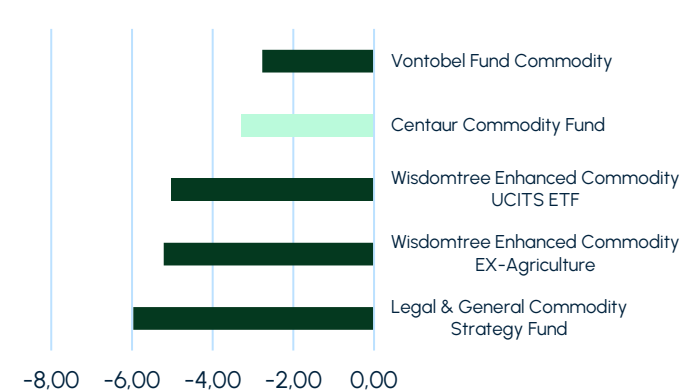
Return vs benchmark, February (SEK)



Contribution to return (USD)



Return vs Peers February (SEK)





Fonden och fondbolaget

- **Centaur Commodity Fund**
- ISIN:
 - SE0021628252 (Andelsklass A, SEK)
 - SE0021628260 (Andelsklass B, SEK)
 - SE0021628278 (Andelsklass C, SEK)
- Förvaltningsavgift andelsklass A: 1,40 %
- Daglig kurssättning och handel.
- Fonden är tillgänglig för köp via plattformar för distribution eller direkt via fondbolaget, kontakta oss för mer information om att bli direktkund (tomas@centaurfonder.se)
- Fonden finns på följande plattformar:
 - Avanza, Nordnet, Fondo, SAVR, Alpcot, Länsförsäkringar, Handelsbanken, m fl.
- **Centaur Fondförvaltning AB**
- Org. Nr: 556703-8269
- Bolaget har sitt säte i Stockholm och står under Finansinspektionens tillsyn för fondbolagsverksamhet.
- Organisation
- VD – Jörgen Vrenning (jv@centaurfonder.se)
- Förvaltningschef – Erik Norström (en@centaurfonder.se)
 - Placeringsråd:
 - Torbjörn Iwarson (ti@centaurfonder.se)
 - Erik Norström
 - Steen Jakobsen
 - Jack Austern (jack@centaurfonder.se)
 - Johan Nygren
 - Jörgen Vrenning
- Försäljning & distribution
 - Tomas Berggren (tomas@centaurfonder.se)
 - Lars Henriksson (lars@centaurfonder.se)