

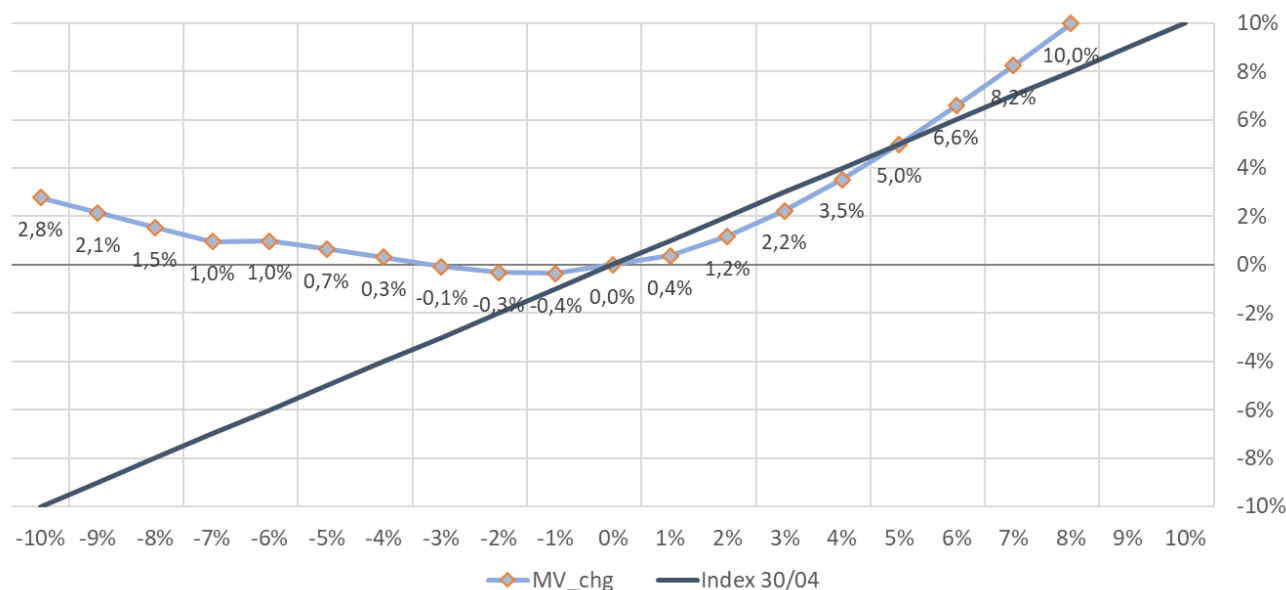
Många (svaga) skäl att äga börs. Utdelningarna trillar in och räntorna står still. Kronan fortsatt försvagad.

Avkastningen i Crescit uppgick under april till 2,45 %, vilket ger en avkastning på 5,38 % i år. Månaden karaktäriserades av låg volatilitet, men våra avkastningsdrivare levererade ändå aningen bättre än förväntat. Den positiva utvecklingen drevs främst av starka globala aktiemarknader och gynnsamma taktiska allokeringarbeslut. Den starka inledningen på året har överraskat många investerare och vi ser fram emot att få följa den fortsatta utvecklingen under maj med en möjlig avslutning på handelskonflikten samt ett stundande EU val där även Storbritannien ser ut att gå till valurnorna trots sitt beslut att lämna unionen.

De globala aktiemarknaderna fortsatte på sin inslagna väg under april och framförallt den svenska börsen stack ut med sin mycket starka utveckling. Trots att många av bolagens (höga) utdelningar skiftades ut under månaden så noterade OMXS30 endast 5 dagar av nedgång och hälften av bolagen i indexet såg sina aktier stiga i värde med över 10%. När valborgseldarna äntligen tog fyr noterades flertalet av de globala aktieindexen omkring de tidigare högstanivåerna som vi inte sett sedan september förra året och det amerikanska S&P500 indexet nådde återigen upp till sitt "All Time High". Månaden summeras till ca 4% uppgång på de större börserna. Den totala utvecklingen sedan september må vara försumbar, men vägen hit har varit allt annat än rak. Den snabba nedgången som förstörde mången investerares julhelg i fjol är nu helt uttraderad och även volatilitetsindexen har sjunkit tillbaka till samma låga nivåer som rådde under sommaren. Den svenska börsutvecklingen under april andades "risk på" och de konjunktur- (och kron-!) känsliga verkstadsbolagen ledde uppgången med stöd av mycket starka kvartalsrapporter vilka visade på höga vinster som borgar för fortsatt trygga aktieutdelningar. Uppgången under april var överlag både stor och bred, men det är tydligt att defensiva bolag underpresterade cykliska bolag.

Aktiepriser och värderingar är åter vid gamla toppnivåer men vid en direkt jämförelse mot september förra året så är det tydligt att det råder mycket annorlunda makroekonomiska förutsättningar idag. I september taktade europeisk BNP-tillväxt kring låga, men stabila, 2,2% i årstakt som med europeiska mått får klassas som starkt. Idag ligger samma siffra cementerad kring 1,2% och inköpschefsindex, färgade av en "evigt" pågående handelskonflikt, har fallit från ca 55 till 45 och därmed passerat märket som normalt indikerar en positiv tillväxtmiljö (över 50).

Fallande tillväxt och sjunkande inflation råder fortsatt och de ackompanjerande mjuka centralbankerna världen över ger fortsatt stöd till aktiemarknader vars bolag fortsätter att leverera höga, men ej längre kraftigt växande, vinster. Investerarna finner sig åter i den välkända TINA-miljön där låga räntor och höga utdelningar tvingar dem längre ut på riskskalan. Vi fortsätter att hålla en defensiv profil men är väl medvetna om att ett positivt momentum kan vara länge, speciellt när det saknas alternativ till aktier för investerare som söker avkastning. Under april har vi arbetat aktivt för att upprätthålla den gynnsamma avkastningsprofil som vi gick in i månaden med. I praktiken innebär detta att löpande finansiera den typ av positionering som ligger till grund för vårt förväntade utfallsrum (se **figur 1**). Trots fortsatt låg volatilitet med mycket små svängningar på aktiemarknaden så har förvaltningen med hjälp av löpande justeringar lyckats överprestera den förväntansbild som vi angav i det föregående månadsbrevet (Mars). Vi är mycket nöjda med resultatet och det stärker oss ytterligare i vår övertygelse att en mer flexibel förvaltning långsiktigt gynnar våra andelsägare. Crescits nuvarande positionering reflekterar inte vår starka tilltro till den långsiktiga aktieriskpremien och uthålligheten i premieintaget från att sälja försäkringar mot ogynnsamma utfall. Månadens goda utveckling verifierar i viss utsträckning att vi gjort rätt val i vår övergång till en kortsiktigt mer opportunistisk modell. Den låga volatiliteten och de förhållandevis höga värderingarna gör försäkring till en attraktiv produkt att äga, snarare än att sälja, vilket ligger till grund för vår nuvarande exponering.

Figur 1 – förväntad känslighet mot globala aktieindex


Den kraftiga börsuppgången har lyft bolagsvärderingarna till samma nivå som under föregående år och skulle den ekonomiska tillväxten, särskilt i Europa, repa sig så finns fortsatt utrymme för stigande priser även i närtid. Vi utesluter inte att den globala konjunkturen repar sig i närtid och bibehåller därför en relativt hög exponering mot aktier. Våra innehav i högavkastande företagsobligationer gav ett fint bidrag denna månad då kreditspreadarna gick ihop. Vår enda negativa avkastning härleds till den svaga svenska kronan, då främst mätt mot dollarn. Våra valutaexponering missgynnade oss under månaden då den var aningen negativ (en exponering mot en starkare krona). Vår bedömning är att kronan kan komma att stärkas mot dollarn under sommaren mot bakgrund av FEDs mjukare tongångar och det avtagande behovet av en duvaktig riksbank.

Vi ser många anledningar att vara fortsatt allokerad till aktier. Dessvärre är samtliga i våra ögon ovanligt svaga. Den realekonomiska återhämtningen lyser fortsatt med sin frånvaro, men så gör även en fortsatt avmattning. Det finns dock fortsatt stora makroekonomiska risker som kan komma att ställas på sin spets i närtid, därför väljer vi att fortsatt hålla en defensiv exponering. Målet är att under kommande månader opportunistiskt nyttja de kortsiktiga svängningar vi normalt sett rycker på axlarna åt som långsiktiga investerare. Efter ett decennium av stigande börser, sjunkande räntor och skenande belåning ser vi anledning att inta försvarsposition. Denna syn på världsekonomin är också varför vi valt att under april lansera vår andra fond "Crescit Protect" som erbjuder långsiktiga investerare en defensiv allokering till aktierisk med ett skydd av investerat kapital. Lanseringen av fonden var naturlig i ett läge där vi ser en ovanligt stor möjlighet för investerarna att dra nytta av det kapitalskydd som fonden erbjuder.

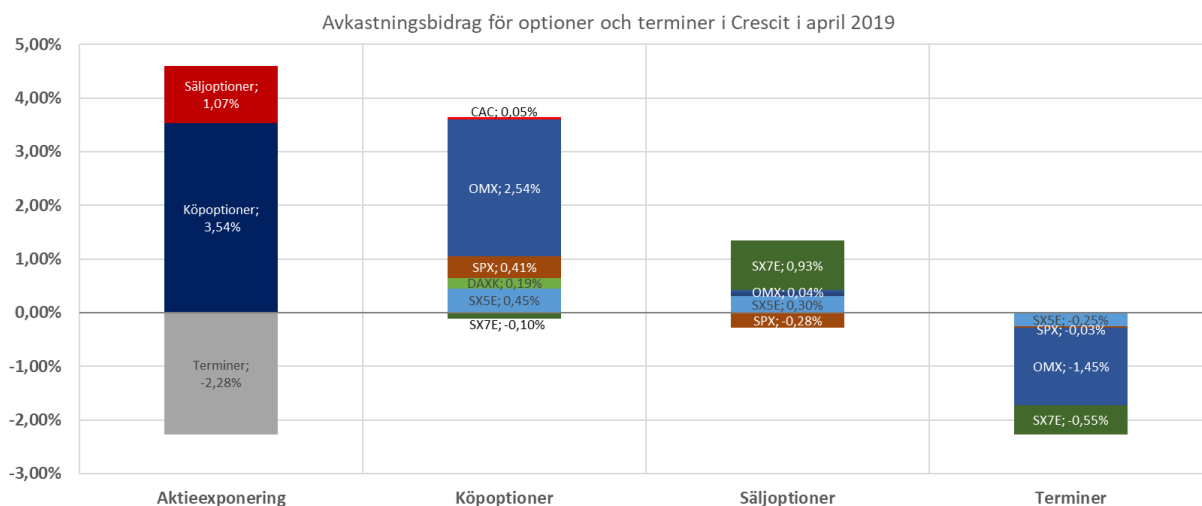
Med årets starka inledning i ryggen fortsätter vi att arbeta aktivt för att skapa en avkastningsprofil som begränsar nedsidan men säkerställer en god följsamhet mot en fortsatt stark börsavkastning. I **figur 1** ovan ses en scenarionanalys över fondens förväntade känslighet mot aktiemarknaden när vi lämnar april och går in i maj. I enlighet med figuren förväntar vi oss bara en mindre förlust om börserna vänder om igen och börjar falla. Vi är positionerade för en större rörelse åt endera hållet under de kommande månaderna och har antagit en positiv exponering även mot en kraftigt fallande börs. Den förväntade känsligheten vid ett 5%-igt parallellskifte ner på börsen är ca 1% och ca 4% för en likvärdig rörelse uppåt. Den gynnsamma exponeringen

kommer på bekostnaden av ett negativt tidsvärde vilket gör att fonden Crescit för första gången har tiden emot sig. I gengäld har vi dock en god möjlighet att nyttja en mindre rekyl på börserna till vår fördel. Vi har jobbat hårt för att bevara den U-formation som visas i figur 1, populärt kallat för "smile" och vi känner att fonden har en bra fördelning av risker när vi går in i maj. Vårt mål är att behålla den stora skevheten mellan upp och nedsida tills marknadsklimatet ändras. Vi arbetar kontinuerligt med positioneringen för att fonden ska vara ett bra alternativ för alla de investerare som vill ha långsiktig exponering mot börsernas avkastning men inte vill drabbas av dess brutala nedsida. Vi arbetar efter marknadscykeln och styrkan i den pågående trenden för att skapa en portfölj som i större mån än tidigare erbjuder investerarna en absolut avkastning med något lägre korrelation till börserna. Vi ser inte längre samma förutsättningar som tidigare och anpassar vår modell och vår exponering efter detta.

Inför månadskiftet har vår derivatbok ett förhållandevis lågt delta men ett mycket högt gamma. Det innebär att följsamheten mot mindre börsrörelser är något lägre men att en större rörelse gynnar fonden. Detta gäller speciellt vid en rörelse nedåt då vi förväntar oss en begränsad förlust och har möjligheten att till och med tjäna pengar på en aggressiv rekyl. Den relativa skevheten och portföljens totala känslighet justeras löpande och figur 1 är därmed endast applicerbar i närtid. Vår positionering speglar vår vy att vi troligtvis kommer att se en korrektion på börserna inom de kommande 3 månaderna samt att risken för en fortsatt rörelse nedåt är betydande och måste tas på allvar.

I skrivande stund har fonden störst risk mot europeiska aktier genom EuroStoxx indexet. Mot SPX har vi något mindre exponering och efter en stark månad har vi även minskat vår exponering mot OMX. Crescit hade under april en betydande exponering mot OMXS30 och indexet bidrog mycket positivt under månaden. Prisfluktuationer för aktier förekommer alltid, men vi har under det senaste året hävdat att det är först när vi ser tydliga signaler att aktiemarknaderna faller till följd av fallande bolagsvinster, högre räntor eller att räntekurvan i USA blir inverterad, som det är dags att ta en annan positionering. Vi har nu i liten utsträckning justerat vår positionering i enlighet med detta efter delvis invertering av räntekurvan och antydning till nedrevidering av vinstförväntningarna. Långräntorna hade små rörelser i både USA och Europa under april. Den amerikanska 10 åriga räntan steg med knappt 7 baspunkter till 2,50 % medan den tyska 10 åringen ökade ytterligare 8 baspunkter och stängde månaden på 0,01 %. Den tyska 10 åringen är åter nere på noll, vilket den inte varit sedan sommaren 2016.

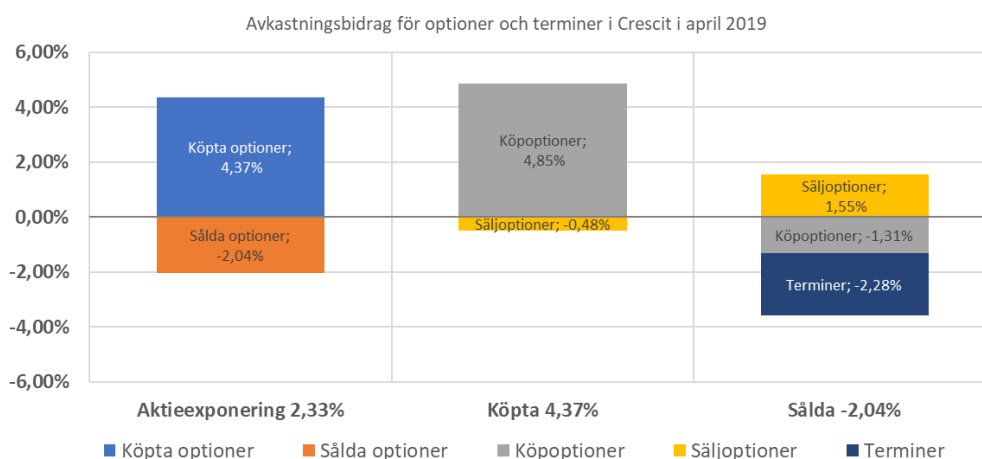
I **figur 2** nedan ses en nedbrytning av de olika indexen och deras avkastningsbidrag i Crescit.



Under månaden bidrog både våra köpoptioner och våra säljoptioner positivt till vårt resultat. Bidraget drevs främst av börsuppgångarna som lyft de olika indexnivåerna så att våra köpoptioner åter börjat komma in i pengarna. Därmed förväntar vi oss en fortsatt ökad känslighet mot underliggande index vid ytterligare börsuppgång. Det enda negativa bidraget kom från våra köpta säljoptioner på SPX vilket beror på att vi använt dem som skydd mot den nedgång som uteblev. I dagsläget är ingen såld säljoption i pengarna vilket är en stor bidragande faktor till vår gynnsamma profil mot kortsiktiga rörelser.

Den starka uppgången medförde en ordentlig förlust på de terminer vi använder oss av för att löpande justera vår marknadsrisk. Det totala bidraget från aktieindexderivat uppgick till +2,33% under månaden (se **figur 2**) vilket överträffade våra förväntningar givet marknadsutvecklingen – ett resultat av gynnsam taktisk omallokering under månaden. När vi går in i maj så har vi ett ännu bättre utgångsläge än vi hade i början av april tack vare att vi löpande justerat våra positioner och är därmed väl rustade för att fortsätta leverera goda resultat till andelsägarna.

Vid en noggrannare granskning av derivaten (se **figur 3**) så kan vi konstatera att bidraget från köpta optioner var starkt under månaden medan sålda optioner bidrog negativt, vilket är att förvänta givet utvecklingen. Bland de sålda säljoptionerna bidrog SX7E-indexet mest positivt efter att europeiska banker återhämtat sig kraftigt mot bakgrund av en stödjande ECB och starka kvartalsrapporter. Det enskilt största positiva bidraget kommer från OMXS30 indexet som bidrog med 1,13% under månaden.

Figur 3


Våra räntepositioner hade ett positivt bidrag under månaden på omkring +0,2 %. Här kan man dock förvänta sig att kreditspreadarna börjar gå isär mer om konjunkturen framledes skulle börja vackla. Vi har därför medvetet en kreditrisk som är medelstor och har under hela vintern sålt av de räntepapper där vi bedömer risken som störst. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,75 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger kvar på 1 år och 6 månader. Räntedurationen ligger på knappt 2 månader.

Sammanfattningsvis så kan vi med glädje konstatera att april var en av våra starkaste månader på länge och att vi under månaden justerat vår positionering så att vi är än bättre positionerade än vi var vid slutet av det första kvartalet. Vi är övertygade om att vår nya förvaltningsmetodik ger oss än bättre möjligheter att delge våra andelsägare en god långsiktig avkastning till begränsad risk vilket varit vårt mål sedan fondens lansering 2013.

År	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	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%	-0,15%	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%									5,38%

Jonas, Gustav och Simon

Stockholm den 8e maj 2019