

Allt mindre talar för riskfyllda tillgångar. Långräntorna fortsätter att falla.

Avkastningen i Crescit uppgick under Maj till -1,88 % och +3,41 % hittills i år. Avkastningen är under förväntan, vilket är hänförligt till en missgynnsam allokeringmix där vår tilltro till en relativt stark europeisk börs månad kontra amerikansk bidrog negativt till vår derivatbok. Trots den svaga utvecklingen under månaden är vi nöjda med att ha kunnat leverera en tydligt positiv avkastning under våren och försommaren där vår försiktiga exponering och tydliga försvarsposition gynnat oss. Under de senaste två månaderna har Crescit levererat en positiv avkastning till sina andelsägare som uppgår till +0,53 % medan de globala aktiemarknaderna fallit med ca -3% (MSCI World-index).

I vårt senaste månadsbrev såg vi fram emot en potentiell avslutning av handelskonflikten och ett potentiellt positivt utfall från EU-valet. Vi kan konstatera med facit i hand att vi gjorde rätt i att uttrycka vår vy med en tydlig defensiv allokering. Världens aktiemarknader vände tydligt nedåt redan innan vi skickade brevet och fortsatte sedan att utvecklas mycket svagt under månaden. Den i april så starka svenska aktiemarknaden gav tillbaka hela sin utveckling och mer därtill och summerade månaden till omkring -10%. Månaden karaktäriserades av stora svängningar på börserna och ett flertal mycket anmärkningsvärda intradagsrörelser som tydligt visar på en avtagande riskaptit hos investerare när de löpande tvingas väga den potentiella konjunkturedgången mot centralbanksstimulanser och politiker världen över som har mycket att förlora på fallande tillgångspriser.

Det är mycket tydligt att aktiemarknaderna i nuläget står och faller med utvecklingen i handelskriget mellan USA och Kina. Vi har alltid hävdade att geopolitiskt hävdande och vapenskrammel är ett kortsiktigt brus som den långsiktige investeraren inte nödvändigtvis bör lägga något fokus på - detta är en åsikt vi står fast vid. Vårt att komma ihåg är den direkta kausalitet som verkar finnas mellan handelskriget och fallande ledande sentimentsindikatorer för både företagsledare, investerare och konsumenter. De handelstullar som införts (numera från bägge sidor) har en direkt negativ effekt på världshandeln, vilken ser ut att kunna kontrahera för första gången på länge. Fallande handelsvolym och därmed BNP är inte vad världens tillgångsmarknader behöver givet den höga belåningsgraden finanskrisen lämnade efter sig och som världen ännu inte hunnit ta itu med.

Konjunktur känsliga bolag har tagit den största smällen i den senaste korrektionen och den tillväxtoro som greppade marknaden i slutet av förra året verkar var på väg tillbaka. Ledande amerikanska sentimentindex såsom PMI har fallit med den snabbaste takten sedan 2016 och med den senaste utvecklingen i handelskriget och den stora lageruppbyggnad vi såg under Q1 ser vi mycket lite möjligheter till en snabb och stark återhämtning. Konfidensindikatorerna för konsumenter håller fortsatt emot och visar starka siffror men även där börjar vi skönja en antydning till försämring när tullarna börjar slå mot konsumenten. Många företag som t.ex. Walmart tvingas höja sina priser till följd av ökade inköpskostnader på kinesiska varor. Även byggsektorn som varit dragloket för den amerikanska tillväxten under de senaste åren förefaller vika ner sig vilket signalerar en svagare realekonomisk utveckling framöver. Här hemma i Sverige fortsätter tillväxten att vara stark och de viktiga bostadspriserna fortsätter att trampa vatten och ställer således inte till med några problem. Amorteringskraven börjar dock bita sig fast i konsumtionsviljan och andelen hushåll som lever på marginalen ökar drastiskt, vilket har potential att påverka tillväxten negativt om inte utvecklingen vänder.

Den svaga vinstutvecklingen i Q1 har av de flesta redan skrivits av som en engångsföreteelse och företagsvinsterna förväntas åter växa i god takt redan under andra halvåret 2019. Förväntningarna på vinstestimaten rimmar mycket illa med de flertalet räntesänkningar som räntemarknaden förväntar sig av amerikanska centralbanken under det kommande året och det återstår att se vem som får rätt i den frågan.

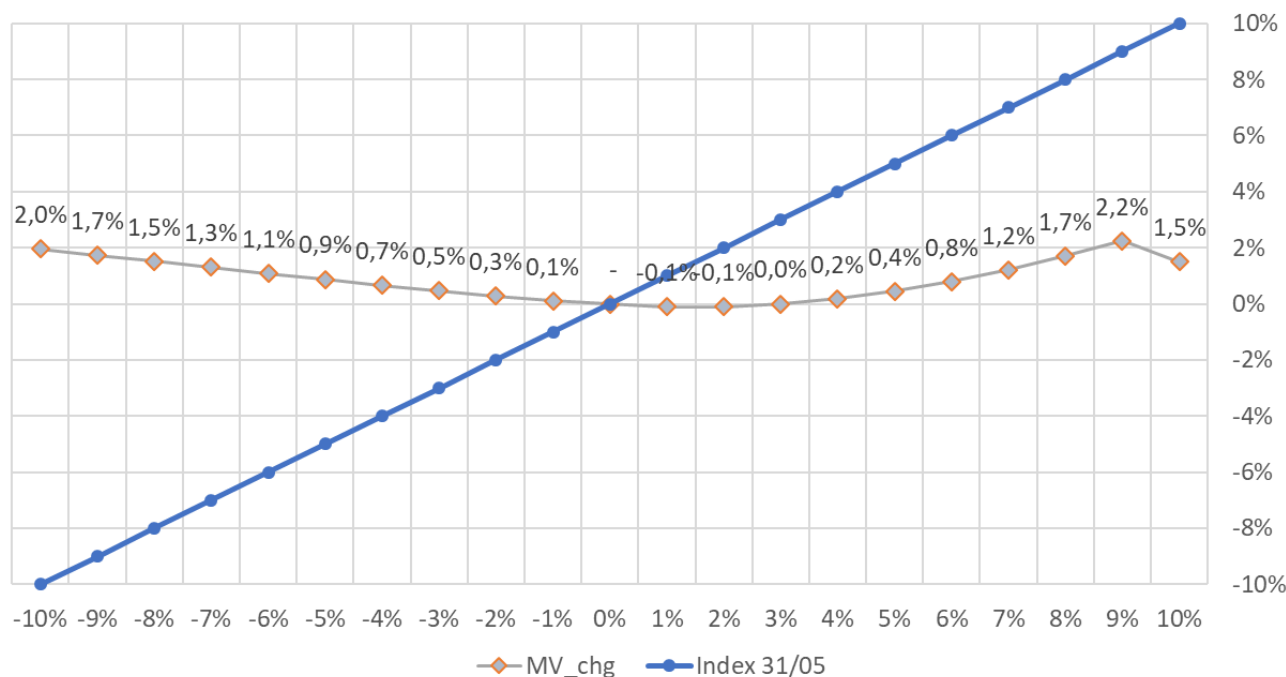
Ett problem för investerare som söker avkastning framledes är att aktiemarknaden prisar in en stark återhämtning och ännu inte har hunnit falla tillbaka från höga vinstmultiplar och att räntemarknaden förefaller prisa in en mycket svag återhämtning och lägre räntor framöver vilket gör att även obligationer är högt prissatta. Det är allt annat än en komfortabel miljö för den vanliga investeraren som står inför valet att köpa aktier eller köpa obligationer. Därmed förefaller argumenten för att äga tillgångar att vara väldigt få och med fortsatt negativa räntor är inte heller kontanter ett vettigt alternativ. Detta är en gynnsam miljö för Crescit som kan använda derivat för att fortsatt leverera en positiv avkastning trots det svåra marknadsklimatet.

Världsekonomin ser ut att närma sig den inflektionspunkt vi länge talat om som tidpunkten för en tydligt avvaktande och defensiv allokering i fonden. Vi har tidigare diskuterat hur prisfluktuationer för aktier alltid förekommer men att det är först när aktiemarknaderna faller till följd av fallande bolagsvinster, högre räntor, eller en inverterad räntekurva som det är dags att på allvar justera sin positionering. Redan förra månaden såg vi en antydning till detta och justerade vår positionering efter den delvisa inverteringen av räntekurvan och de sjunkande vinstförväntningarna. Vi kan konstatera att vi ser ut att ha tolkat marknadernas signaler korrekt och utan en snabb och tydlig lösning på handelskonflikten anser vi risken vara fortsatt stor att vinsterna inte återhämtar sig i linje med estimaten.

Under månaden levererade framför allt våra derivatbet under förväntan. Förvaltningen agerade i linje med vår vy att handelskriget skulle komma att lösas inom överskådlig framtid, vilket bidrog negativt till månadens resultat när så inte blev fallet. Avkastningen försämrades ytterligare av en missgynnsam allokeringsmix där vår övervikt mot Europa generellt och banksektorn i synnerhet, belastade resultatet negativt. De kraftigt sjunkande räntorna och de fortsatta oroligheterna i södra Europa sänkte Eurobank-indexet SX7E med -14,3% under månaden och den tydliga underavkastningen blev kostsam för Crescit trots beslutet att stänga risken redan i mitten av månaden. Förvaltningen har under månaden minskat våra relativa över- och undervikter och har en ännu mer balanserad portfölj när vi går in i de traditionellt svaga sommarmånaderna. Förvaltningen levererade ett starkt resultat där den relativa känsligheten mot aktiemarknaderna låg omkring 25%, jämfört med ca 50% under den starka april månaden, men vi är såklart missnöjda med att inte kunnat leverera en positiv avkastning även under maj månad.

Sammantaget blev utvecklingen på aktiemarknaderna väldigt negativ under maj och inom Europa var nedgångarna i många länder mer än -6 %. Detta bör också ses i ljuset av att april var en mycket stark börs månad. De börser som gick svagast under maj var Sverige (-9,88 %), Tyskland (-6,95 %), Frankrike (-6,78 %) och Europa (-6,66 %). I Hong Kong gick börserna ner med -10,01 % i maj. Vi skall heller inte glömma att börserna på rullande 12 månader fortfarande är negativa i Europa och länder som Tyskland och Hong Kong är back omkring -10 % eller mer fortfarande.

Vår nuvarande positionering reflekterar vår oro för en potentiell snabbinbromsning i världskonjunkturen och ett fortsatt svagt momentum för aktiemarknaderna världen över. Vi letar fortsatt efter både tillfällen att öka vår allokering till aktier och tecken på en återhämtning i världsekonomin. Den största skillnaden mot vår positionering i början av maj är att vi nu har ett betydligt mindre negativt tidsvärde som gör att vi ej längre har en lika tydlig exponering mot en större rörelse på marknaderna. Skiftet i positionering är resultatet av vår vy att det kan komma att dröja en tid innan vi får se en ordentlig återhämtning i riskviljan hos investerare, och därmed aktiepriserna samt en fortsatt förväntan att centralbankerna världen över kommer att göra allt som står i deras makt för att mildra nedgången om den skulle materialiseras.

Figur 1 – Förväntad känslighet mot globala aktieindex


Den kraftiga börsnedgången har sänkt bolagsvärderingarna till samma nivå som under föregående år och skulle den ekonomiska tillväxten, särskilt i Europa, repa sig så finns definitivt utrymme för stigande priser även i närtid. Vi utesluter inte att den globala konjunkturen repar sig i närtid och bibehåller därför en mot aktier. Våra innehav i högavkastande företagsobligationer stod också för ett negativt bidrag denna månad. Våra valutaexponering missgynnade oss under månaden då den var för aggressivt inriktad på att Euron och USD skulle röra sig i paritet mot den svenska kronan. Vår bedömning är att kronan kommer att stärkas mot dollarn under sommaren mot bakgrund av FEDs mjukare tongångar och det avtagande behovet av en duvaktig riksbank.

Vi ser som sagt många anledningar att vara fortsatt allokerad till aktier. Dessvärre är argumenten i våra ögon osedvanligt svaga just nu. Den realekonomiska återhämtningen lyser fortsatt med sin frånvaro, men så gör ju även en fortsatt avmattning. Det finns dock fortsatt stora makroekonomiska risker som kan komma att ställas på sin spets i närtid, varför vi väljer att fortsatt hålla en defensiv exponering. Målet är att under de kommande månaderna 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 har vi anledning att börja inta försvarsposition.

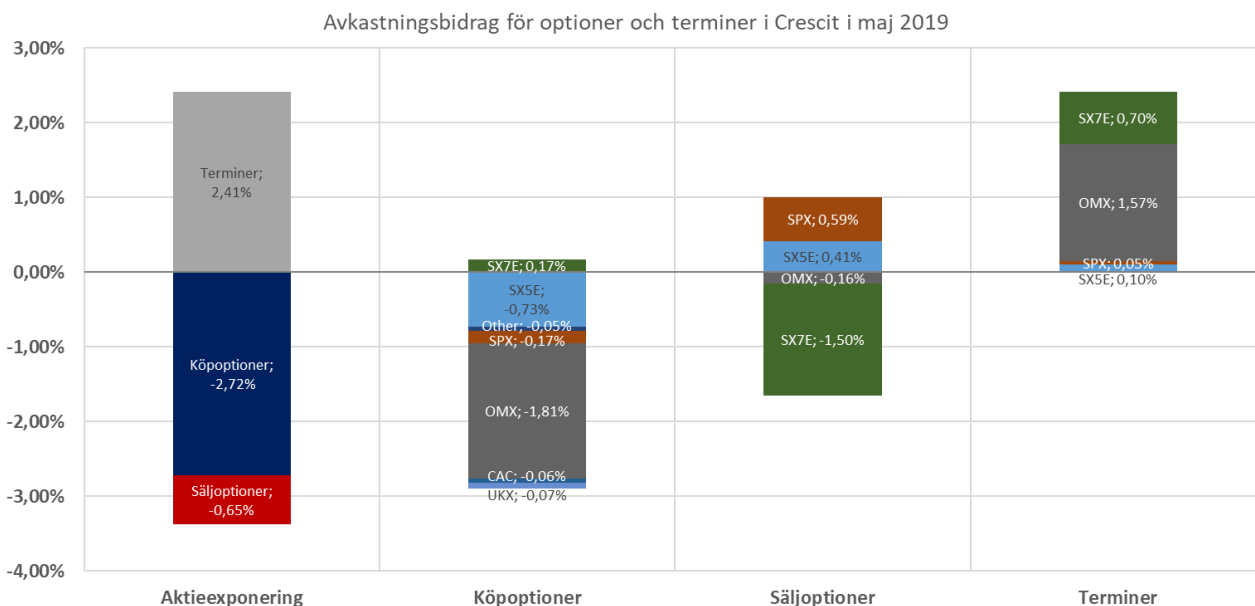
Vi försöker ständigt att skapa en avkastningsprofil som begränsar nedsidan men säkerställer en god följsamhet mot en fortsatt stark börsavkastning, i **figur 1** ovan ses den sedvanliga scenarioanalysen över fondens förväntade känslighet mot aktiemarknaden när vi lämnar april och går in i juni. I enlighet med figuren förväntar vi oss en mycket begränsad förlust om börserna fortsätter att falla. Vi är positionerade för att inte förlora pengar under sommaren och för en rörelse åt endera hållet under de kommande månaderna och har antagit en positiv exponering även mot en kraftigt fallande börs. Den förväntade känsligheten mot ett 5%-igt parallellskifte ner på börserna är ca +0,5 % och ca +0,5 % för en likvärdig rörelse uppåt. Den gynnsamma exponeringen kommer på bekostnad av ett negativt tidsvärde vilket gör att fonden har tiden emot sig och inte med sig. Vi har optimerat portföljen för att bevara det "smile" som visas i figur 1 och vi känner att fonden

har en bra fördelning av risker när vi går in i sommaren. Vi arbetar kontinuerligt med positioneringen för att fonden ska vara ett bra alternativ för alla de investerare som vill ha långsiktig exponering mot börsens 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 lägre korrelation till börsen.

Inför månadsskiftet har vår derivatbok ett förhållandevis lågt delta men ett visst 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 sannolikheten för en korrektion på börserna inom de kommande 3 månaderna ökat samt att risken för en fortsatt rörelse nedåt är betydande och måste tas på allvar.

Vid månadsskiftet hade fonden störst positiv exponering mot europeiska aktier genom EuroStoxx indexet. Mot SPX och OMX har vi en negativ exponering, dvs. vi kommer att tjäna pengar på dessa index om de faller. Gentemot övriga index är exponeringarna små men positiva. Crescit hade under maj en betydande exponering mot SX5E och OMXS30-indexet som bägge bidrog negativt under månaden, särskilt SX5E. Prisfluktuationer för aktier förekommer alltid, men vi har under det senaste året hävdats 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 radikalt annan positionering. Långräntorna hade mycket små rörelser i både USA och Europa under april. Den amerikanska 10 åriga räntan sjönk med 39 baspunkter till 2,11 % medan den tyska 10 åringen minskade med 21 baspunkter och stängde månaden på -0,20 %. Den tyska 10 åringen är nu på rekordlåga negativa nivåer, en nivå lägre än sommaren 2016.

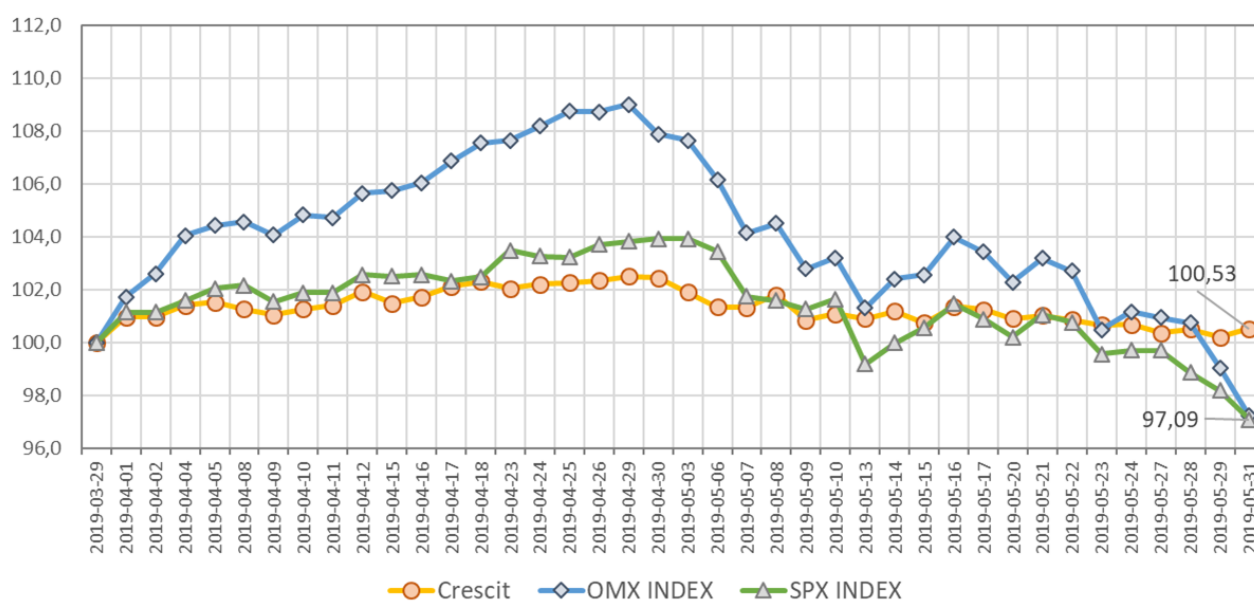
I **figur 2** nedan ses en nedbrytning av de olika indexen och deras avkastningsbidrag i Crescit.

Figur 2


Under månaden bidrog både våra köpoptioner och våra säljoptioner negativt till vårt resultat. Det negativa bidraget drevs på av börsnedgångarna som tryckt ner de olika indexnivåerna så att våra köpoptioner åter börjat hamna utanför pengarna. Vi förväntar oss en omvänd känslighet mot underliggande index vid

ytterligare börsnedgång. Det enda positiva bidraget kom från våra köpta säljoptioner på SPX och SX5E, vilket beror på att vi använt dem som skydd mot den nedgång som skedde i maj. I dagsläget är flera sålda säljoptioner i pengarna vilket är en stor bidragande faktor till vår gynnsamma profil mot kortsiktiga negativa börsrörelser.

Den starka nedgången medförde en ordentlig vinst på de terminer som vi använder oss av för att löpande justera vår marknadsrisk. Det totala bidraget från aktieindexderivat uppgick till -0,97 % under månaden (se figur 2) vilket var lite sämre än våra förväntningar givet marknadsutvecklingen – ett resultat av ogynnsam taktisk om-allokering under månaden. När vi går in i juni så har vi ett utgångsläge där vi har väldigt liten följsamhet mot börsen både neråt och uppåt. Vi har löpande justerat våra positioner och är därmed väl rustade för att leverera goda resultat till andelsägarna om börsen skulle falla vidare.

Figur 3


Sammanfattningsvis så kan vi med glädje konstatera att de senaste 2 månaderna (då börserna uppvisat stora rörelser) gett en avkastning på +0,53 %. Under samma tidsperiod har de börser som vi primärt är exponerade emot rört sig mellan -1,5 % ner till -3 %. Den förväntade avkastningen kommande månader var i slutet av mars (bläddrar tillbaka till vårt marsbrev) omkring 0 % till +0,3 %. Med facit i hand har fonden under de slagiga månaderna avkastat ca +0,5 % bättre än förväntansbilden och mer än 3 % bättre än underliggande börser.

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%	-1,88%								3,41%

Jonas, Gustav och Simon
Stockholm den 10 juni 2019