

**Vinsttillväxten är just nu lägre än vad börsutvecklingen ger sken av. Hur står det till med USAs tillväxt?**

Första kvartalet 2015 är till ända och mars blev i stort sett så som vi förväntade oss när månaden började. Den svenska börsen OMXS30 rörde sig i sidled under månaden för att sista veckan sätta kurs neråt. OMXS30 stängde således månaden på -1,36 %, medan börserna i USA och Storbritannien föll med -1,74 % respektive -2,50 % i lokal valuta. Stick i stäv med detta gick det muntra Eurostoxx 50 indexet upp med hela +2,72 % i mars, drivet av inledningen av kvantitativa lättnader från ECB. Därmed fortsatte diskrepansen mellan Eurostoxx 50 och S&P 500-indexet att växa i ett tidigare sällan skådat slag. När vi summerar årets första kvartal kan vi konstatera att skillnaden blev hela 17 procentenheter! Det intressanta är att detta tidigare i historien på ett eller annat sätt brukar jämna ut sig inom en relativt kort tidsperiod. Sannolikt blir det så även denna gång. Med kraftigt nedställda vinstförväntningar för Q1 och minskad sannolikhet för styrräntehöjning i närtid kanske det är SPX kvartal vi går in i?

Den amerikanska 10 årsräntan sjönk under månaden och är återigen tillbaka under 2 procent. Orsaken till detta är de relativt bleka tillväxtsiffrorna som under senaste månaderna har uppmätts i USA. Det är trots allt både med viss förvåning och tilltagande oro, eller snarare olustkänsla, vi tar till oss dessa siffror. Kan USA i år igen skaka av sig ett negativt första kvartal och skapa tillväxt i linje med marknadens förväntningar? Att FED höjer räntan under sommaren känns nu som uteslutet, snarare får vi se en första höjning i slutet av året eller så dröjer den ännu längre in i framtiden om underliggande tillväxtmomentum inte snabbt förändras. Det intressantaste är dock när den andra höjningen, som då innebär ett trendbrott, från FED kommer att ske. Tydligt är dock att världens tillväxtlok har vacklat betänkligt och drivkraften kommer snarare från europeisk stimulans och tillstymmelse för tillväxt. Vem hade trott det för bara några månader sedan?

De europiska börserna har nu nått till en nivå där P/E-talen på de flesta håll överstiger 20, med en del börser betydligt mycket högre än så. Att hitta argument för huruvida bolagens vinster långsiktigt kommer att växa in i de rådande värderingarna är svårt. Å andra sidan måste vi komma ihåg att det är svårt för marknaden att bestämma aktiernas rätta värde då vi numera har en noll eller t o m negativ ränta. Kapital som söker avkastning har helt enkelt inga alternativ för att möta sina avkastningskrav och således fortsätter stora mängder kapital att strömma in på aktiemarknaderna även framöver och värderingarna kommer därmed sannolikt att tryckas upp än mer. Kom ihåg att Draghi började sina tillgångsköp först nu i mars. Bubbelfarvarningsklockorna ringer dock när ett fåtal positioneringar dominerar så kraftigt, lång USD, lång högutdelande kvalitetsbolag, lång Europa och när företeelsen dessutom fått ett klatschigt namn TINA ("there is no alternative") finns alla ingredienser för en volatilresa även om den långsiktiga riktningen är uppåt. Dansa nära utgången, men fortsatt dansa!

I Sverige är vår uppfattning att Stefan Ingves nu gjort klart att man inte längre sätter så stort fokus på bolånecirkusen utan vädjar om hjälp i denna isolerade fråga av andra aktörer, vilket inte minst tydliggjordes med "mellanmötesaktionen" med utökade kvantitativa lättnader och sänkt styrränta. Därmed kommer Ingves att fortsätta på den inslagna linjen och sannolikt fortsätta sänka styrräntan redan vid mötet denna månad. Riksbanken visar än mer tydligt att man vill få en svagare krona för att den vägen lyfta inflationen ytterligare. Sannolikheten för att man även kommer att använda valutainterventionsverktyget framöver har ökat markant efter de svaga tillväxtsiffrorna i USA. Nivåer uppåt 9 kronor/dollar är dit man siktar. Oljan bottnade vid 50 dollar i januari och handlar nu omkring 55 dollar, en nivå 12 procent lägre än vid utgången av februari, en rörelse som initierades av Saudiarabiens flygattacker emot Yemen under början av månaden.

Under den gångna månaden gav Grekland igen upphov till stök i marknaden, även om det för varje månad som går blir blekare och blekare. Forskning visar att en Grexit framöver inte nödvändigtvis skulle få så stora effekter på ekonomin. De risker som vi tror kan leda till större problem och riskaversion på börsen framöver är politiska. Brittiska UKIP där val hålls i maj och Spanska Podemos är exempel på detta. Vi fortsätter därför på den inslagna vägen att vara försiktiga med att ställa risk i lågvolatilitetsmiljöer för att istället lägga på mer risk när volatiliteten spikar.

Crescits fondandelsvärde ökade med +0,35 % i mars, vilket ger en avkastning på +8,96 % under de senaste 12 månaderna. Value at Risk i fonden låg vid månadskiftet på 0,82 %. I skrivande stund har ränteförvaltningen en duration på drygt 5 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,47 % per år. Kreditbindningen är nu 1 år och 7 månader i portföljen. Under månaden hade Crescit fortsatt inflöde av nytt kapital till fonden.

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%	-0,15%	2,56%	-1,52%	4,40%
2015	2,57%	2,16%	0,35%										5,14%

Som ett led i Crescits fortsatta tillväxt har vi rekryterat Sandra Karlsson som ny COO till Crescit. Sandra har tidigare jobbat på Marginalen Bank, Brummer och Partners Fund Services samt på den Londonbaserade hedgefonden Canosa. Sandra började hos oss den 30 mars och vi hälsar henne välkommen till Crescit.

Jonas & Gustav

Stockholm den 7 april 2015