

**Centralbankirer mot världen – börserna och räntorna tickar uppåt.**

Avkastningen i Crescit under mars månad uppgick till -0,08 %, vilket ger +2,86 % hittills i år. Månaden som helhet var lugn och olika delar av portföljen levererade i linje med vad som förväntades. Detta innebar att räntesidan bidrog negativt under månaden medan vår aktivitet i derivatdelen gjorde att detta tapp balanserades upp. Den starka utvecklingen på världens aktiemarknader under inledningen av året har överraskat de flesta och det skall bli mycket spännande att följa utvecklingen under de kommande månaderna med handelsavtal, Brexit och EU-valet.

Bekräftelsen av att ledande data sett allt svagare ut under senaste månaderna lät inte vänta på sig utan följdes raskt upp av en mycket svag amerikansk BNP-siffra. Den svagare tillväxten i världens största ekonomi tyder på att den tillfälliga uppräckningen som president Donald Trump's skattereformer gav var just tillfällig och inte lyckades generera den långsiktiga förbättringen som vi hade velat se. Sammantaget fortsätter realekonomisk data att komma in svagt under Q1 och vi anser att världsmarknaderna har tagit ut en långsiktig återhämtning i förväg. Skulle återhämtningen som sådan utebli och den "soft-patch" vi befinner oss i förbli utdragen (eller än värre försvagas och föra den globala konjunkturen in i recessions-territorium) så hittar vi inget argument för att kortsiktigt äga aktierisk. Detta reflekteras i vår positionering där vi är exponerade för att gynnas av en större rörelse åt endera hållet för både de europeiska och amerikanska börserna. En oroväckande men växande parantes i sammanhanget är att vi nu är tillbaka nere på den mediokra tillväxttakt som USA såg under den förre presidenten Barak Obamas tid men med ett väsentligt större budgetunderskott och en markant högre (om än just nu fallande) ränta.

Crescits nuvarande positionering går stick i stäv med vår långsiktiga övertygelse om att riskpremien i aktieindex är hållbar och att försäkring mot ogynnsamma utfall är en utmärkt inkomstkälla för den långsiktige placeraren (sälja t.ex. barrieroptioner). Som aktiva förvaltare är det viktigt att inte krampaktigt hålla fast vid sin långsiktiga vy i alla miljöer och efter att det fjärde kvartalet i fjol så tydligt visat på hur fragila marknaderna kan vara samt att aktievolatiliteten under våren fallit tillbaka till de mycket låga nivåerna, så är vår övertygelse att det lämpar sig osedvanligt bra att frångå vår normala positionering. Under våren och sommaren ser vi en våg av makroekonomiska och geopolitiska risker som riskerar att ställas på sin spets. Vi ser ett potentiellt utträde ur EU från Storbritanniens sida och ett handelskrig som drar ut på tiden. Det är nu tydligt att osäkerheten spridit sig till företagsledare över världen och vi ser ett otal underliggande symtom på en svag global konjunktur som möter både protektionistiska och demografiska motvindar. Som vanligt anser vi att den långsiktige investeraren bör var exponerad mot aktieriskpremien och vi hade haft full tilltro till densamma om vi inte befunnit oss i en möjlig slutfas av det starkaste kvartalet på mycket länge där den riskjusterade avkastningen för aktier (S&P500) varit tiofalt starkare än sitt historiska genomsnitt (ca 5 vs 0,4 mätt som Sharpe-kvot) och tagit oss tillbaka till historiskt höga värderingar av bolagsvinster vars tillväxt redan efter 3 månader reviderats ner kraftigt. Den starka och snabba rörelsen hade inte varit alarmerande i sig, men de stora utflödena ur aktiefonder som ackompanjerat den får oss att tveka på substansen i rörelsen.

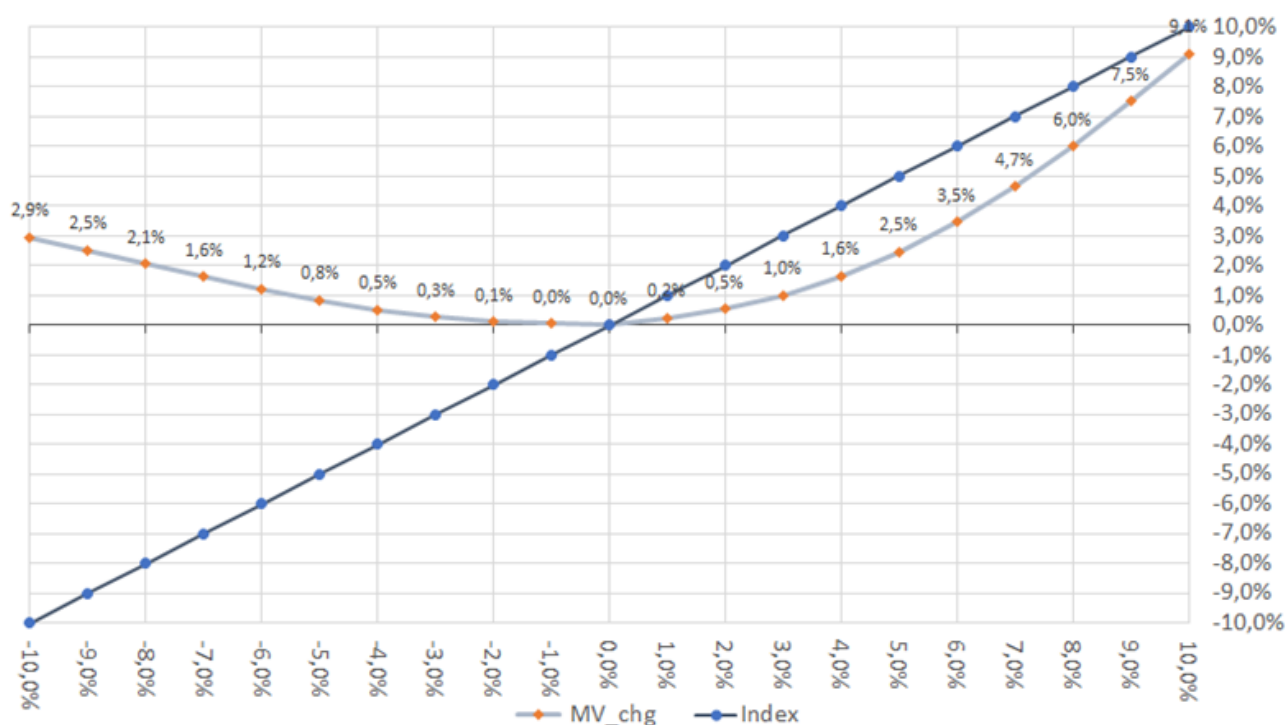
Med det sagt så var det inte bara ledande indikatorer och tillväxtsiffror som föll under månaden. Föll gjorde även långräntor över hela världen och månaden avslutades med svala inflationsciffror och lågt ställda inflationsförväntningar vilket gett ett starkt avtryck på marknadens syn på global penningpolitik. På mycket kort tid har marknadens förväntningar om räntehöjningar sjunkit drastiskt och det är en trolig förklaring till den multipelexpansion som drivit globala aktiemarknader under året. Investerare världen över finner sig återigen i den välbekanta men ack så illa omtyckta situationen att det enda legitima placeringsalternativet förefaller vara aktier.

De stora börsfallen under fjärde kvartalet 2018 har nu reverserats på många marknader. Trots denna uppgång är bolagsvärderingarna fortfarande relativt tilltalande och det kan i kombination med återupptagen ekonomisk tillväxt finnas utrymme för fortsatta börsuppgångar i närtid.

Under mars blev känsligheten från derivaten gentemot börsrörelserna lite bättre än vad vi förväntade oss på förhand. Våra innehav i högavkastande företagsobligationer var oförändrade denna månad och kreditspreadarna rörde sig obetydligt. Valutaexponeringen förlorade pengar under mars eftersom den svenska kronans rörelser mot dollarn gick emot oss under månaden. Vår valutaexponering är netto mycket låg då vi skyddat oss från valutarörelser nästan fullt ut sedan årsskiftet. Vår bedömning är att kronan kan komma att stärkas mot dollarn under våren mot bakgrund av FEDs mjukare tongångar.

Vi är fortsatt positiva till aktiemarknaden på medellång sikt. PMI siffrorna som kom under mars var svaga, men under inledningen av april visar nya PMI att vi sannolikt står inför en bättre period på börsen framöver. Det flesta negativa prognoserna kommer troligen att stanna upp närmaste månaderna och detta kommer att ge ett bättre risksentiment. Positivt är också att allt verkar peka på en lösning i handelskonflikten mellan framförallt USA och Kina. Men, det finns också tydliga risker som kan bli obehagliga redan under de kommande veckorna. På den negativa sidan ser vi inte någon realistisk lösning på Brexit-problemen i Storbritannien och om landet kraschar ut ur EU i mitten av april kan det bli stökigt under några veckor. Den genomsnittliga indexprognosen för SPX från de amerikanska storbankerna är kvar på omkring 3000 (vilket är upp ytterligare 5 %) fram till december 2019. Vi tror att detta kan inträffa redan innan sommaren. Företagens resultat visar heller ännu inga tecken på stark avmattning, vilket innebär att utdelningarna kommer att hålla i sig. Vi känner oss bekväma att kunna leverera en stark relativ avkastning om aktiemarknaderna fortsätter att falla under en tid framöver, likaså har vi positionerat fonden för att kunna hänga med ordentligt om marknaden fortsätter sin resa uppåt och kanske slår nya rekord under året. Det mest utmanande scenariot för Crescit på några månaders sikt är en stillastående marknad med fortsatt låg volatilitet.

Figur 1

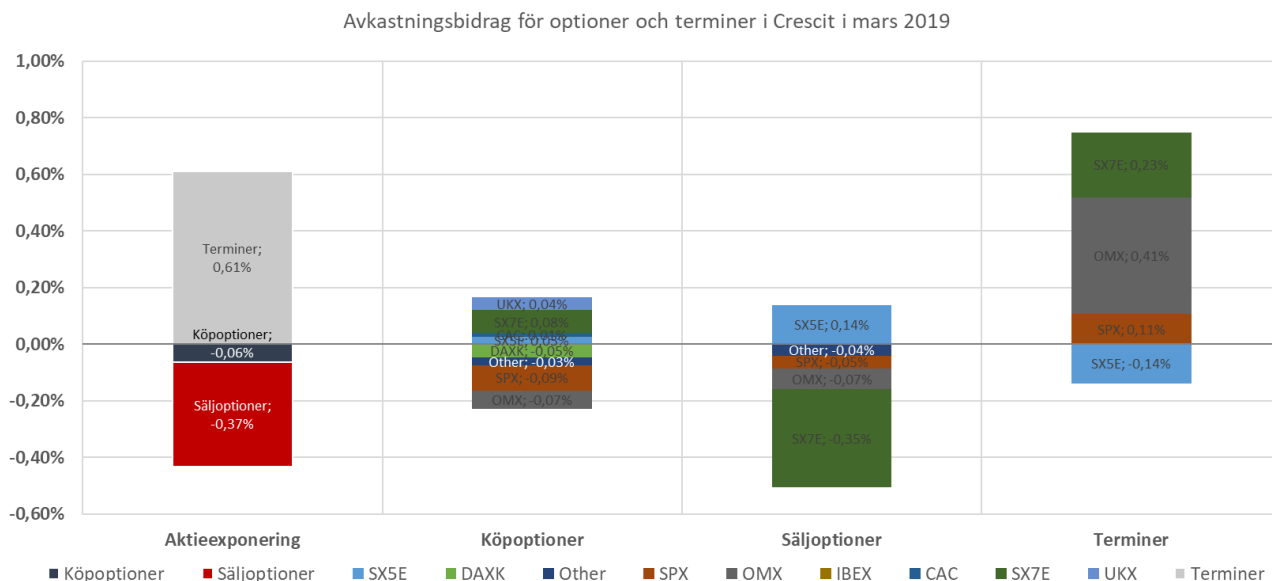


Efter en fin start på året, arbetar vi med att skapa en profil som fortsatt begränsar nedsidan men samtidigt säkerställer att fonden kommer att ha en följsamhet uppåt om aktiemarknaden skulle stiga ytterligare härifrån och framåt. I **figur 1** på föregående sida ses en bild över hur fondens känslighet gentemot aktiemarknaden såg ut per den 29 mars 2019. Figuren visar mycket tydligt att fonden nu kommer att tappa mycket lite i värde om börsen igen vänder om och börjar falla. Vi är positionerade för större rörelser på börsen både uppåt och neråt kommande månaden. Faller vi mycket kommer derivatpositionerna t o m att tjäna pengar på kort sikt. Den åtråvärda asymmetrin som råder i fonden baserat på om aktiemarknaderna går upp respektive ner de kommande månaderna. Känsligheten är ca +0,8 % vid ett parallellskifte neråt på börserna med -5 %, att jämföra med ca 2,5 % känslighet vid ett 5-procentigt parallellskifte uppåt på börserna. Den åtråvärda assymetrin som beskrivs i Figur 1 är ett resultat av vårt val att temporärt justera vår allokering till att tjäna pengar på en större rörelse till bekostnad av ett negativt tidsvärde. Fonden Crescit Hedge har i princip för första gången i sin historia tiden emot sig. Däremot är vi mycket väl positionerade för en större rörelse, vare sig det blir ett återtest av "all time highs" eller en rekyl från vårens starka rörelse under de kommande månaderna.

Fonden har just nu störst risk mot EuroStoxx-indexet och SPX-indexet. Mot SX7E har vi lite mindre exponering och vid månadskiftet hade vi ingen nettoexponering mot OMX (däremot hade vi det under månaden). Prisfluktuationer för aktier förekommer alltid, men vi har under det senaste året hävdade 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 ser dock tendenser till detta redan nu och har därför justerat vår positionering i enlighet med vad vi söker under denna typ av omständigheter. Under mars var det flertalet "stökiga" rubriker men det renderade ändå i nollrörelse på aktiemarknaderna. Däremot fortsatte långräntorna att närmast kollapsa i både USA och Europa i samband med att flertalet makro-indikatorer föll (främst i EU). Den amerikanska 10 åriga räntan föll med knappt 30 baspunkter till 2,43 % medan den tyska 10 åringen tappade ytterligare 26 baspunkter och stängde månaden på -0,07 %. Den tyska 10 åringen är alltså åter negativ, vilket den inte varit sedan sommaren 2016.

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

**Figur 2**



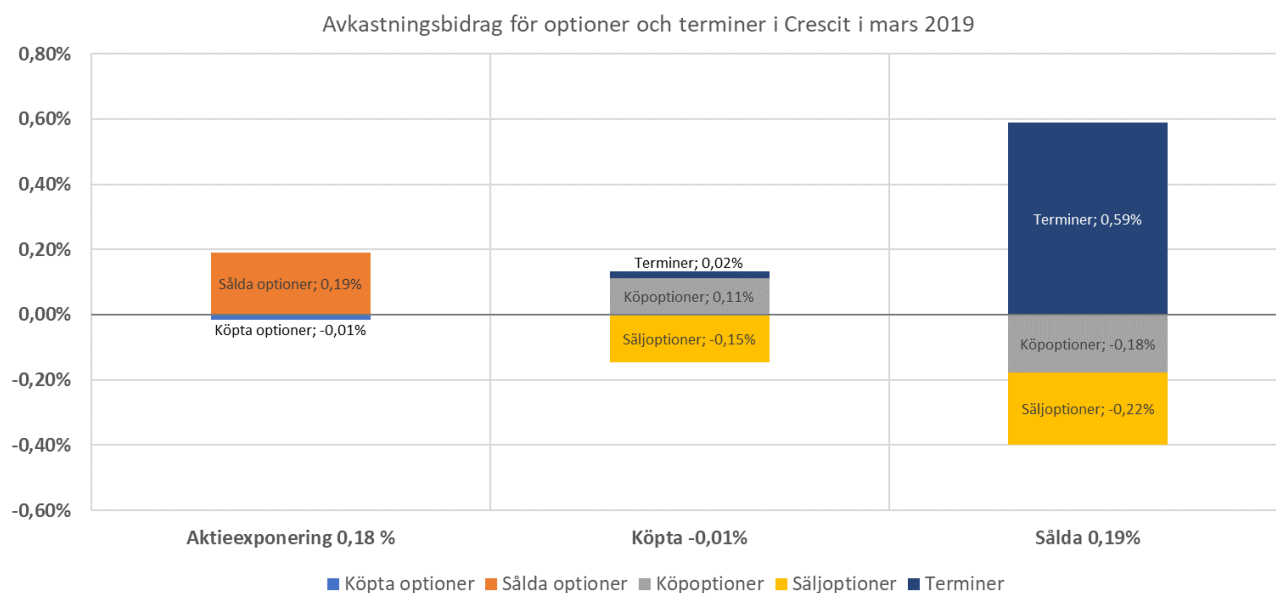
När det gäller våra derivatpositioner påverkades både köpoptionerna och säljoptionerna negativt av börsnedgångarna i t.ex. Tyskland, Sverige samt för europeiska bankindexet SX7E. Köpoptionerna har åter börjat komma in i pengarna. Detta innebär att vi kommer att få mer och mer känslighet gentemot de underliggande börserna om de fortsätter att stiga närmaste tiden. Våra säljoptioner förlorade pengar i samtliga underliggande index under månaden (bidrog med -0,37 %) förutom mot SX5E där vi kom mycket längre ifrån deras strikenivåer. Inga av våra sålda säljoptioner är i pengarna för tillfället, vilket är en stor bidragande faktor till den gynnsamma profil vi har mot rörelser på index.

Under den korta, men aggressiva, ”risk av” rörelsen vi såg under månaden så fick vi god hjälp av de terminer vi använder oss av för att justera våra löpande marknadsrisker. Terminerna bidrog med +0,61% under månaden vilket är en mycket stark siffra. På totalnivå är bidraget från köp- och säljoptioner samt terminer +0,18% under månaden (se **figur 2**). Utfallet för mars var över förväntan – ett resultat av gynnsam omallokering under månaden. När vi går in i april så har vi ett bättre utgångsläge än vi hade i början av Mars tack vare att vi löpande justerat våra positioner.

Om vi fokuserar djupare på derivaten (se **figur 3**) kan vi konstatera att bidraget från köpta optioner var oförändrat (-0,01 %) under månaden medan sålda optioner bidrog med +0,19 %. Bland de sålda säljoptionerna bidrog SX5E-indexet mest positivt, medan europeiska banker SX7E bidrog mest negativt. När det gäller sålda köpoptioner stod SX7E för ett positivt bidrag, medan SPX, SX5E och OMX stod för hela det negativa bidraget. Störst positivt bidrag totalt sett kom från OMX och UKX. OMX stod för ett positivt bidrag på +0,27 % under månaden.

Långdaterad volatilitet har på de flesta marknader sjunkit ihop ytterligare under mars trots den rejäla sättningen under början av året som var en naturlig följd av de kraftigt positiva börsrörelserna som då skedde. Dock är det idag stor skillnad mellan att köpa optionalitet och sälja optionalitet på olika index, men även volatiliteten skiljer sig markant mellan olika index där vi är aktiva. Exempelvis är volatiliteten mycket högre i bankindex för Europa, vilket gör att man kan sälja detta index och samtidigt köpa t.ex. EuroStoxx 50 (vars innehåll är 12 % av bankerna), för samma belopp som erhålls kan man idag köpa 20-30 gånger större nominal i EuroStoxx 50. Detta försöker vi självklart nyttja.

**Figur 3**



Efter en lång period av samvariation mellan både index och deras respektive implicita volatilitet så ser vi nu tendenser till divergens i den förväntade volatiliteten världen över. Detta är inte bara indikativt av en potentiellt stökigare period framöver, det möjliggör också attraktiva positioneringsmöjligheter mellan olika sektorer eller delar av världen. Detta är en miljö där vi förväntar oss att mer dynamisk förvaltning har goda möjligheter att skapa mervärde och ser fram emot en händelserik vår och sommar.

Vi har just nu en derivatbok som behöver några procentenheters uppgång på 2 månader för att få en riktigt bra känslighet mot börsen. Å andra sidan har vi nu en rekordlåg känslighet för eventuellt fortsatta börsfall. Skillnaden mot för en månad sedan är liten. Detta känns som en bra avvägning när vi nu går in i årets andra kvartal och har med oss en stark inledning för aktier under året. Vi kommer att arbeta hårt för att kontinuerligt bibehålla en stor skevhet mellan upp och nedsidan och successivt bättra på den så fort tillfälle ges. Vi arbetar med positioneringarna så att fonden på allvar blir ett spännande alternativ för alla de investerare som vill ha exponering mot börsen men inte drabbas av dess brutala nedsida om vi framöver skulle få se det. Då vi mer och mer arbetar med att utgå ifrån marknadscykeln på underliggande index samt styrkan i den pågående trenden skapar vi en portfölj som mer kommer att ha en absolut avkastning än under tidigare år.

I skrivande stund har Crescit en exponering som innehåller ett mycket högt gamma. Detta innebär att följsamheten mot mindre börsuppgångar är relativt låg i början av rörelsen, men efter några procentenheters uppgång växer vi in i känsligheten mot börsens uppåtrörelse. Följsamhet neråt är däremot ordentligt begränsad (se figur 1). Via vår positionering speglar vi vår vy att vi troligen får en korrektion på börserna under de kommande 2-3 månaderna samt att risken för fortsatta fall är betydande och måste tas på allvar.

Svagare krona har vi en lite större exponering emot just nu. Eftersom FED och ECB intagit en allt mjukare linje känner vi att det är fördelaktigt att låsa in majoriteten av underliggande exponering på nuvarande nivåer. Vid ett tapp till nivån 9,20 på USD/SEK har vi ett robust skydd neråt (knappt någon valutarisk alls).

Våra räntepositioner hade ett negativt bidrag under månaden. 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 hösten och vintern sålt av de räntepapper där vi bedömer risken som störst. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,63 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger kvar på 1 år och 4 månader. Räntedurationen ligger på knappt 2 månader.

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%										2,86%

Jonas, Gustav och Simon

Stockholm den 4 april 2019