

## Finansiell kris eller mjuklandning – utsikterna är tudelade efter ett starkt första kvartal.

*Avkastningen i Crescit under mars blev +1,34 %. Därmed uppgår avkastningen för 2023 till +5,41 %. Månaden var mycket omtumlande för de finansiella marknaderna med stora slag på räntemarknaden. MSCI-World slutade dock med en uppgång om +2,83 % på månaden och summerar årets uppgång till +7,25 %.*

### Marknadskommentar och förväntansbild

Mars var en mycket slagig månad för de globala finansiella marknaderna. Globala börsindex föll i samband med att flera medelstora amerikanska banker samt schweiziska Credit Suisse mer eller mindre gick omkull i kölvattnet av stigande räntor. Inflationen fortsätter att falla (stiga mindre) i USA, och även för Europa närmar sig toppen i inflationstakt för den här gången. Tillsammans med den potentiella bankkrisen skapade detta press nedåt på marknadsräntorna och köptryck på räntekänsliga teknikaktier. Tumultet i banksektorn skapar ytterligare åtstramningar för ekonomin och förväntningarna om ytterligare räntehöjningar förbyttes snabbt till förväntan om räntesänkningar inom kort. Den amerikanska tioårs-räntan föll under månaden till +3,47 % att jämföra med +3,92 % för en månad sedan och +3,87 % vid årsskiftet.

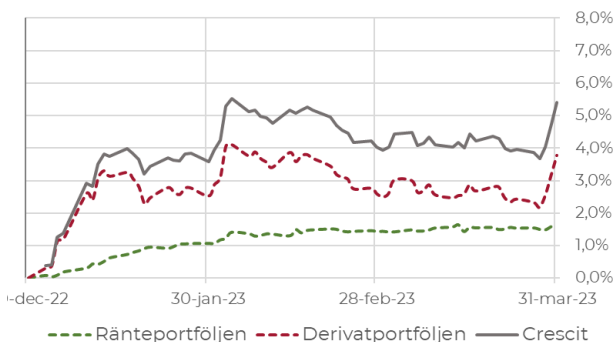
Framtidsutsikterna är ovanligt svårtolkade just nu där förhoppningen av en mjuklandning (vilket är vad datan just nu pekar mot) ställs mot hotet om en finansiell kris och kraschlandning för ekonomin. Räntemarknader och råvarumarknader prisar av allt att döma in den lågkonjunktur som vi sett framför oss medan aktiemarknaden är fortsatt mycket stark. Månadens börsutveckling var volatil men slutade för börsindexens del utan någon större dramatik. Under ytan pågår det dock stora förändringar där sektorer och faktorer utvecklats mycket spretigt. Som exempel steg teknik- och storbolagstunga Nasdaq 100 med +9,46 % under månaden medan amerikanska småbolagsindexet Russell 2000, föll med -4,98 % under månaden och banksektorn föll med -9,99 %. Europeiska banker föll samtidigt med -13,85% medan storbolagsindex EuroStoxx 50 steg med +1,81 %. *Som aktiva förvaltare med målet att skapa en attraktiv riskjusterad avkastning välkomnar vi den här miljön som skapar många möjligheter för oss att skapa mervärde.*

Vi är fortsatt oroad kring utvecklingen för världsekonomin. Här hemma i det räntekänsliga Sverige faller konsumtionen fortsatt brant. Bostadspriserna har tillfälligt avstannat sitt branta fall men utsikterna är mycket svaga. I skrivande stund har facken och arbetsgivarna precis enats om ett nytt två-årigt löneavtal som med största sannolikhet läser in ytterligare reallönesänkningar. De nominella löneökningarna på +4,1 % för innevarande år riskerar också att leda till både ytterligare varsel och press på vinstmarginalerna. Kortsiktigt ser vi fortsatt möjlighet till en positiv inledning på andra kvartalet drivet av ett svagt sentiment och låg positionering.

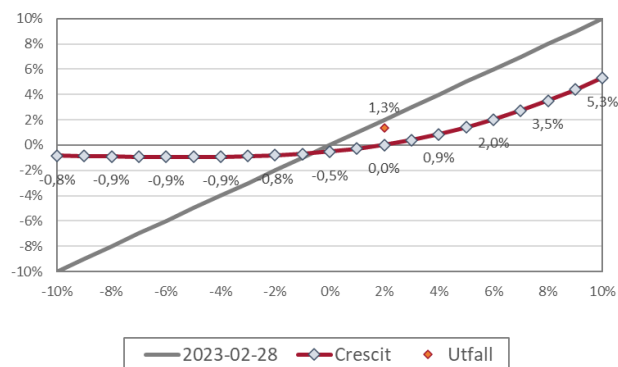
Volatiliteten steg kraftigt under tumultet kring mitten av månaden men föll sedan brant i slutet av månaden. Därmed är förväntad volatilitet åter på köpvärda nivåer och ger oss möjlighet att erhålla en relativt billig exponering mot det ovanligt osäkra börsläget och kommande rapportperioden. Vårt huvudscenario är fortsatt att vi är på väg in i, eller redan befinner oss i, en lågkonjunktur och att mjuklandning är en förhoppning snarare än en realitet. Risken för nedrevidering av vinstestimat tillsammans med fortsatt goda alternativ till börsexponering (på räntemarknaden) ger svaga utsikter för aktieindex under den varmare delen av våren.

### Crescits utveckling under månaden

Derivatportföljen hade en stark utveckling under månaden tack vare löpande justeringar med de stora rörelserna i förväntad volatilitet. Stora slag i underliggande index skapade också möjligheter för justeringar under månaden. Netto ökade vi vår övervikt mot köpta optioner under månaden i samband med att priset på volatilitet föll inför kvartalsskiftet. Derivatportföljen steg med +1,17% % under månaden och har under året och kvartalet därmed gett ett positivt portföljbidrag om +3,76 % (se **Figur 1**). Ränteportföljens bidrag var 0,17 % och summerar därmed kvartalet på +1,65 %.

**Figur 1 – Avkastning under året**


Totalavkastningen blev starkare än väntat under månaden tack vare aktiva justeringar av risken. De kortsiktiga justeringarna motverkade portföljens tidsvärden (Se **Figur 2**). Vår övervikt i köpta optioner (positiv exponering mot stigande volatilitet) gynnade fonden under dagarna av finansiell stress och allteftersom vi säkrade vinsterna i de positionerna så kunde vi skapa ett mervärde mot vår förväntade utveckling.

**Figur 2 – Utfall under mars**


## Positionering och förvaltning

Exponeringen i derivatportföljen är relativt hög efter den starka avslutningen på månaden. Fondens exponering mot gamma bidrog till en organisk ökning av börsexponeringen (delta) allteftersom

marknaden steg. Portföljens nedsida är fortsatt begränsad och ställda svansar har under månaden köpts tillbaka när volatiliteten kommit ihop och aktieindexen steg under slutet av månaden. Med ”låg” volatilitet och ”höga” räntor ser vi fortsatt bättre alternativ till finansiering på kreditmarknaden än aktie-volatilitetsmarknaden. Nedgången i kortdaterad förväntad volatilitet gav oss möjlighet att skapa den konvexa exponeringen mot aktieindex som framgår i **Figur 3**. Konvexiteten är normalt sett dyr att äga över tid men med fortsatt slagiga underliggande marknader är den att föredra på kort sikt.

Fonden har en positiv nettoexponering för fortsatt börsuppgång med stora portföljskydd inför vad vi fortsatt ser framför oss kommer bli en negativ period för börsindex och världsekonomin. Därmed ser vi med stor tillförsikt fram emot detta år då vi inom kort firar 10 år som fondbolag och hedgefond. Efter flera år av idog börsuppgång och små möjligheter att skapa mervärde så befinner vi oss åter i en marknadsfas som passar både derivat- och aktiv förvaltning mycket väl. Vi ser fram emot att fortsätta generera en god riskjusterad avkastning åt andelsägarna under fortsättningen av året.

**Figur 3 – Indikativt framåtblickande stresstest**


| 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% | -0,14% | 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% | 0,01%  | -0,21% | -1,16% | -0,16% | -0,15% | 0,22%  | 0,35%  | 2,26%  |
| 2020 | 0,49%  | -2,29% | -4,22% | 1,43%  | 1,77%  | 2,50%  | 1,13%  | 5,29%  | 0,29%  | -2,65% | 8,36%  | -0,21% | 11,86% |
| 2021 | 2,03%  | 2,76%  | 3,84%  | 1,73%  | 0,06%  | 0,03%  | 0,90%  | 0,63%  | -1,40% | 0,98%  | -0,24% | 1,28%  | 13,23% |
| 2022 | -2,98% | -2,29% | 0,97%  | -1,66% | 0,68%  | -3,82% | 2,42%  | -0,86% | -1,80% | 0,96%  | 1,94%  | -2,60% | -8,83% |
| 2023 | 3,94%  | 0,08%  | 1,34%  |        |        |        |        |        |        |        |        |        | 5,41%  |

Inför 2020 ändrade Crescit sin förvaltningsmodell för att bättre överensstämma med rådande marknadsklimat

Jonas, Simon och Gustav  
Stockholm den 5:e april 2023