Högre räntor och lägre inflation – vågar centralbankerna hålla kurs?

Avkastningen i Crescit under april blev -0,44 %. Därmed uppgår avkastningen för 2023 till +4,95 %. Trots en potentiell bankkris var månaden ovanligt lugn för de finansiella marknaderna. MSCI-World index avslutade månaden starkt och noterades för en uppgång om +1,59 % på månaden och summerar årets uppgång till +8,96 %.

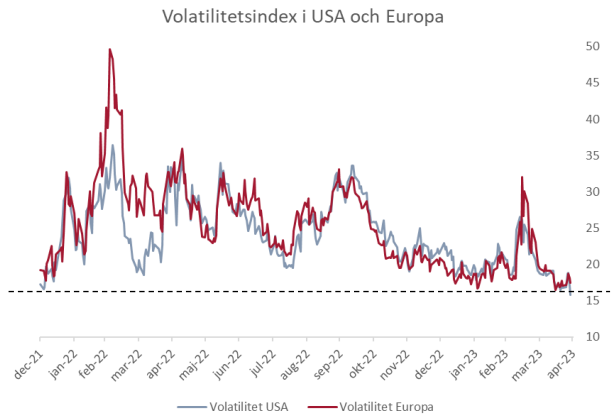
Marknadskommentar och förväntansbild

April var en lugn månad för de finansiella marknaderna. Rörelserna på börsindex var, mätt som realiserad volatilitet, bland de minsta på flera år. Efter en stark avslutning så noterades globala börsindex för en mindre uppgång trots att ytterligare en amerikansk bank gått omkull. Kvartalsrapporterna slog de redan nedställda förväntningarna för årets första kvartal men mottagandet från aktiemarknaden har varit svalt. Utvecklingen på marknaden har dock under Q1 varit stark och guidningen framåt kunde inte motivera fortsatta uppgångar. Ledande indikatorer har fortsatt att sjunka och ligger kvar på nivåer som indikerar hög sannolikhet för en lågkonjunktur i Sverige, samtidigt som räntebanor världen över troligen närmar sig sina toppar. En stabiliserande prisbild skapar dock hopp om en kommande normalisering av ränteläget.

Vi anser fortsatt att den förväntade avkastningen är mycket dålig i förhållande till risken för ägare av aktier. Aktiemarknaden verkar se framför sig det bästa av två världar där inflationen faller tillbaka, räntorna sänks, och att både försäljning och vinster stiger i samma veva. Vi ser det inte som troligt att prisökningarna avtar men försäljningen fortsätter att stiga.Vi ser en lågkonjunktur som det mest troliga utfallet även om framför allt arbetsmarknaden har visat sig mycket uthållig. Den nuvarande börsuppgången saknar stabila fundamentala utsikter att luta sig på vilket gör att vi ser en begränsad potential för fortsatta uppgångar på kort sikt. Tillsammans med fortsatt höga räntenivåer så ser vi därför goda skäl att utnyttja andra tillgångsslag än aktier. Bolagens rörelsevinster kommer i allt större utsträckning behövas för att täcka räntekostnaderna vilket lämnar minde över till aktieägarna. Dessutom fortsätter lönekostnaderna att öka vilket leder till ytterligare press på vinstmarginalerna.

Efter tumultet i mars så har volatiliteten fallit brant. Förväntad volatilitet är nu på de lägsta nivåerna på mycket länge (se **Figur 1**). Vi ser det som en mycket bra möjlighet att ersätta aktie-exponering med köpoptioner inför en potentiellt stökig senvår/sommar. Osäkerheten i utsikterna reflekteras inte alls i priset på volatilitet just nu vilket skapar väldigt intressanta möjligheter.

Figur 1 – Europeisk och amerikansk volatilitet

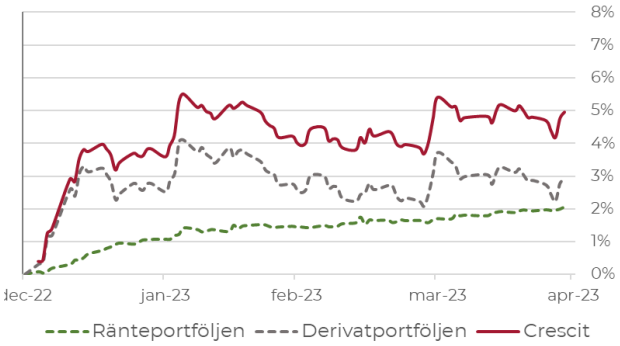


Crescits utveckling under månaden

Fondens utveckling var något svagare än väntat under månaden på grund av den fallande volatiliteten. Vi såg framför oss en fortsatt slagig marknad i kölvattnet av fallerande banker och kommande kvartalsrapporter, men så blev inte fallet. Vår övervikt mot köpta optioner ger också exponering mot den förväntade volatiliteten vilket drabbade portföljen negativt.

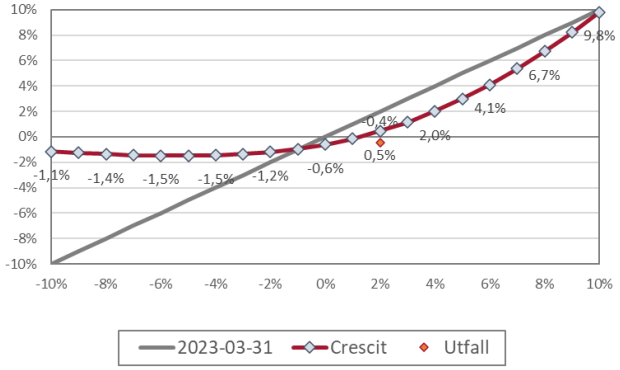
De mycket små rörelserna på börsindex skapade få möjligheter att agera under månaden som därmed blev en period av låg aktivitet i portföljen. Derivatportföljen föll med -0,80% under månaden medan ränteportföljen fortsatte att utvecklas i linje med förväntan och gav ett positivt bidrag om +0,36 %. Vi har under året minskat vår exponering mot sålda barriäroptioner (till 0%) och ökat vår allokering mot räntebärande instrument. Det innebär att portföljen idag består av två mot varandra balanserande ben. Derivatportföljen har allt annat lika ett negativt förväntat bidrag på månadsbasis eftersom tidsvärdena sjunker med tiden. Ränteportföljen har i sin tur syftet att balansera de sjunkande tidsvärdena i derivaten och därmed ge oss tid att utnyttja börsens rörelser genom vår asymmetriska exponering.

Figur 2 – Avkastning under året



Justerat för rörelsen i förväntad volatilitet var månadens resultat i linje med förväntan. Efter det starka mars-resultatet var det förväntat med viss normalisering under april. Med facit i hand hade vi kunnat säkra hem ytterligare av vår avkastning under mars inför vad som kom att bli en ovanligt lågmäld månad.

Figur 3 – Utfall under april



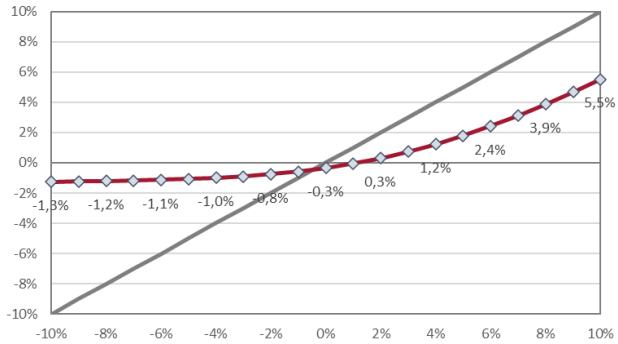
Vi valde att syna bank-krisen och rapportperioden med en uttalad övervikt mot köpta köpoptioner. Målet var att begränsa fondens nedsida men vidhålla en viss känslighet mot en stark rapportperiod. Eftersom ingen av dessa scenarion spelade ut blev resultatet att vi betalade tidsvärden som inte gav oss något mervärde. Det är en välkänd situation för alla som ägt derivat och inte minst en av anledningarna till att Crescit över tid finansierar sin exponering genom sålda optioner och krediter.

Positionering och förvaltning

Exponeringen i derivatportföljen är något lägre än vanligt eftersom fallande volatilitet också minskar känsligheten i våra optioner. Portföljens nedsida är fortsatt mycket begränsad som en funktion av vår övervikt mot köpt optionalitet. Kostnaden för att äga gamma visade sig under april och vi har påbörjat en försiktig återgång till en mer balanserad portfölj.

Vi ser framför oss en fortsatt slagig vår och sommar vartefter de höjda räntorna ger avtryck på konjunkturen och i förlängningen bolagsvinsterna. Vi är fortsatt långsiktiga i vår förvaltning men tar höjd för kortsiktig turbulens. Fondens indikativa känslighet mot börsindex framgår i **Figur 4** nedan. Den reflekterar vår fortsatt avvaktande syn på riskfyllda tillgångar med huvudfokus på en begränsad nedsida. Stresstestet reflekterar den underliggande derivatexponeringen i huvudstrategin. Den tar inte hänsyn till ränteboken eller våra kortsiktiga derivatpositioner.

Figur 4 – 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%	-0,44%									4,95%

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

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