Osäker stiltje – envis centralbank mot envis konjunktur och hoppfulla investerare.

Avkastningen i Crescit under maj blev -1,37 %. Därmed uppgår avkastningen för 2023 till +3,51 %. Riskfyllda tillgångar avslutade månaden med ett mindre nedställ vilket sänkte MSCI-World index med -1,25 % samtidigt som den skakiga fastighetssektorn sänkte kronan med -2,6 % mot euron och -5,8 % mot den amerikanska dollarn.

Marknadskommentar och förväntansbild

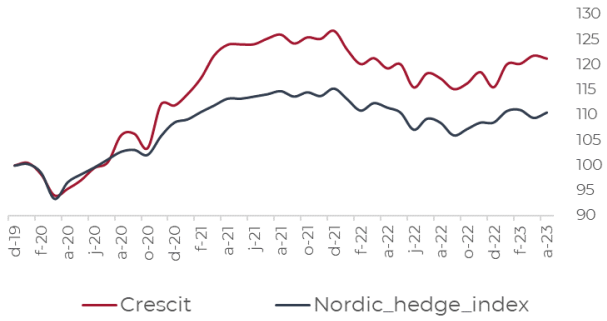
Maj var ytterligare en lugn månad för de finansiella marknaderna. Trots fortsatt osäkerhet och stundande lågkonjunktur var svängningarna på aktiemarknaden relativt små. Ledande indikatorer för konjunkturen fortsatte sjunka under månaden men arbetsmarknadsstatistiken är fortsatt stark med låg arbetslöshet och stabila löneökningar.

Det är intressant, men något oförståeligt, att aktiemarknaden fortsätter att handlas till höga multiplar på höga vinstestimat när tillväxten av allt att döma ser ut att försvagas. Samtidigt ställer arbetarrörelserna världen över allt hårdare krav för att återfå den nedgång i reallönerna som de såg under 2022. Den starka arbetsmarknaden tvingar centralbanker världen över att fortsätta strama åt penningpolitiken vilket förr eller senare kommer att generera högre räntekostnader även för företagen. Kombinationen av ovan faktorer gör att vi ser framför oss fallande vinst-tillväxt inom det närmaste året. Det är därför svårt att hålla en konstruktiv syn på riskfyllda tillgångar som redan handlar på höga värderingar.

Att inflationen faller brant tolkas av de flesta som klart positivt, men om inflationen faller på grund av fallande efterfrågan och höga lagernivåer är det inte självklart att det är bra för börsen. Den förväntade avkastningen på aktier är just nu mycket dålig i förhållande till risken varför vi har en fortsatt defensiv exponering och relativ övervikt mot företagskrediter.

2023 har trots starka avkastningar på indexnivå visat på en svår marknad för aktiva förvaltare. Den ovanligt tunna ”bredden” i marknaden, mätt som andelen aktier i aktieindex som driver avkastningen, gör det svårt att driva aktiv aktierisk. Storbolag har avkastat bättre än småbolag med stor marginal och det lika-viktade amerikanska S&P500 har till och med sjunkit sedan årsskiftet. Nordiska hedgefonder har sett en viss återhämtning efter nedgången under 2022 men visar fortfarande på ett mycket svårt klimat och noteras (preliminärt per 7:e juni) för -0,8% i maj och +0,76% under året.

Figur 1 – Crescit jämfört nordiska hedgefonder

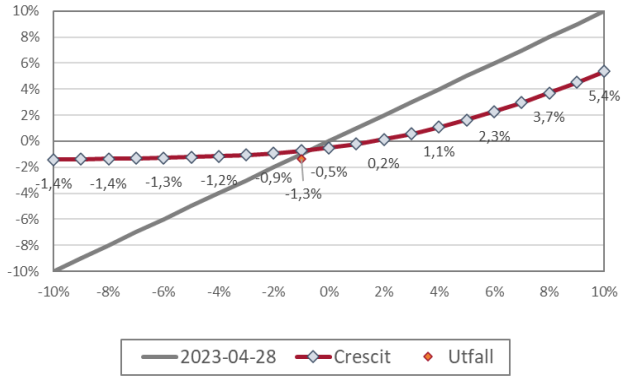


Crescits utveckling under månaden

Fondens utveckling var något svagare än väntat under månaden på grund av fallande volatilitet och en svag utveckling för kreditportföljen. Den fortsatt mycket lugna marknaden ger små möjligheter att utnyttja asymmetrin i optionsportföljen och resulterar i kostsamma tidsvärden. Aktiviteten i portföljen var låg även i maj som resultat av de små rörelserna. Derivatportföljen föll med -0,95% under månaden medan ränteportföljen tappade -0,42 %

Derivatportföljen har justerats något för att minska exponeringen mot förväntad volatilitet. Det gör att de negativa tidsvärdena har förbättrats samtidigt som risken mot aktiemarknadens nedsida ökat något (se **Figur 2** nedan). Ränteportföljen balanserar tidsvärdena i derivaten över tid och förväntas ge oss tid att utnyttja börsrörelserna under året.

Figur 2 – Utfall under maj



Vi har hållit kvar vår övervikt mot *köpta optioner vilket varit kostsamt i den lugna miljö som rått på aktiemarknaden.*

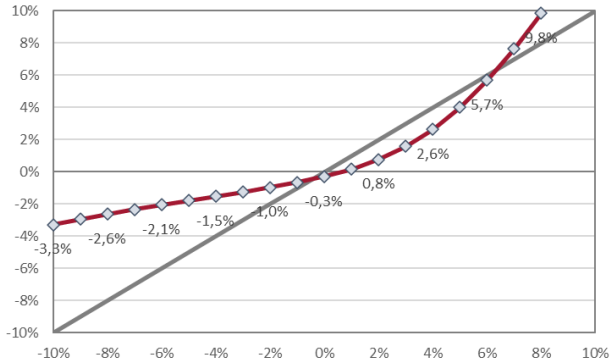
De börsfall som vi sett framför oss har ännu inte materialiserats samtidigt som uppgången mattats av. Inför de normalt sett händelsefattiga sommarmånaderna har vi balanserat upp boken något för att inte ge tillbaka årets upparbetade avkastning i händelse av fortsatt stiltje. Denna typ av kostsamma miljö utan rörelser inträffar från tid till annan och är en av anledningarna till att Crescit över tid finansierar sin exponering genom sålda optioner och/eller investeringar i räntebärande papper. Den (i jämförelse med de senaste åren) ovanliga miljön med stigande räntor gör att den kortsiktiga korrelationen mellan aktier och krediter har blivit slagigare. Det är därför viktigt att utvärdera portföljen med en något längre tidshorisont än tidigare eftersom enskilda månader kan ge en missvisande bild både på uppsidan och på nedsidan.

Positionering och förvaltning

Exponeringen i derivatportföljen är relativt låg efter den svaga avslutningen på månaden. Portföljens nedsida är ganska begränsad som en funktion av vår övervikt mot köpta optioner. Kreditportföljen har fortsatt höga kuponger och vi förväntar oss att den ger ett stabilt bidrag under helåret 2023.

Om ingen ny information tillkommer (som exempelvis nedrevideringar av vinstestimat eller kraftigt försvagade arbetsmarknadsdata) ser vi framför oss en fortsatt lugn sommar. Vi utgår dock fortsatt från att vinstestimaten kommer revideras ned innan året är slut och ser framför oss fallande värderingar och aktieindex. Förvaltningen är dock långsiktig och vi har som vanligt en positiv underliggande exponering mot börsen. Fondens indikativa känslighet mot börsindex framgår i **figur 3** nedan. Den reflekterar vår fortsatt avvaktande syn på riskfyllda tillgångar. Portföljen innehåller flera kombinationer av optioner och vår målsättning är som alltid att överprestera den momentana riskbild som visas i figuren nedan.

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%	-0,44%	-1,37%								3,51%

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

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 8:e juni 2023