

Upp som en sol, ned som en pannkaka. Pandemier och sedelpressar skapar rörelser på marknaden.

Under februari uppgick avkastningen i Crescit till -2,29 %. Ungefär hälften av månadens negativa avkastning kom från våra aktiederivat. Vi kom in i månaden med en låg nettoexponering mot riskfyllda tillgångar efter en stark inledning på året och en förväntan att situationen kring den potentiella influensa-pandemin skulle bli sämre innan den blev bättre. Dock genererar även en låg exponering stora slag vid extrema marknadsrörelser. Vi är därför, under omständigheterna, ganska nöjda med årets totalavkastning på ca -0,5 % för derivaten som kan jämföras med MSCI-worlds -9,2 % sedan årsskiftet eller Eurostoxx 50 som avkastat -11,1 % sedan nyår. Det negativa derivatbidraget består i dagsläget primärt av upparbetade tidsvärden – ett resultat av den kraftigt stigande volatiliteten i slutet av månaden, som vi förväntar oss att få tillbaka under kommande veckor (mer om detta nedan). För marknaderna handlade februari nästan uteslutande om Corona-viruset efter en stark inledning där riskfyllda tillgångar föreföll reagera positivt på en splittrad valrörelse för demokraterna i USA – och därmed en troligare valseger för den marknadsvarmande Donald Trump. Den sista veckan i februari bjöd på en av de skarpaste korrektionerna någonsin och kraftigt stigande volatilitet i samband med att nya fall av coronaviruset kunde konstateras över jordens alla hörn.

Marknadskommentar

Ibland skämtar man om att de finansiella marknaderna enbart klarar av att fokusera på en sak i taget och att risker ignoreras tills de plötsligt inte går att ignorera längre. Det må vara en karikatyrbild av investerare men i fallet ”Corona” var det inte långt ifrån sanningen. Februari inleddes mycket starkt med en rekyl upp från den första, initiala, nedgången på rykten om virusets framfart. Rekylen varade under tre veckor under vilka riskfyllda tillgångar steg i pris på bred front. Det föredragna narrativet var global deflation och återhämtning för de under 2019 mycket svaga mjuka, ledande, indikatorerna. Tillväxten var av allt att döma på väg att komma tillbaka och med den också vinsttillväxt hos bolagen. Konflikten i Iran hade lugnat ner sig och ett första handelsavtal var signerat mellan USA och Kina och centralbankirerna fanns fortsatt som stöd för investerarnas riskapitet.

OMXS30 noterade under februari ett flertal nya högsta noteringar med sin slutgiltiga topp strax över 1900. Från denna toppnotering som markerade +6,6% under månaden föll indexet sedan i mycket rask takt och stängde månaden på 1668 och markerade därmed en negativ månadsutveckling om -6,4 %, Amerikanska storbolagsindexet S&P500 avkastade -8,4 % på månaden och det fortsatt mycket svaga Eurostoxx50 indexet noterades för en nedgång på -8,6 %. Redan i förra månadsbrevet skrev vi hur viruset tvingat stora delar av Kina in i karantän. Det tog dock några veckor till innan spridningen ansågs stor nog att störa internationella värdekedjor. När insikten att viruset kommer att ställa till problem för den globala tillväxten på allvar skulle prisas in av marknaderna blev korrektionen mycket skarp. Som vi skrev i januari finns en stor nedsidesrisk för multiplarna på aktier om försäljningen pressas av den globala efterfrågechocken av viruset och den ofta laggande och trögrörliga löneinflationen fortsätter stiga. De två skulle tillsammans kunna ge kraftigt negativ påverkan på bolagsvinsterna och därmed även aktiepriserna när fallande tillväxt ska reflekteras i bolagens värderingsmultiplar.

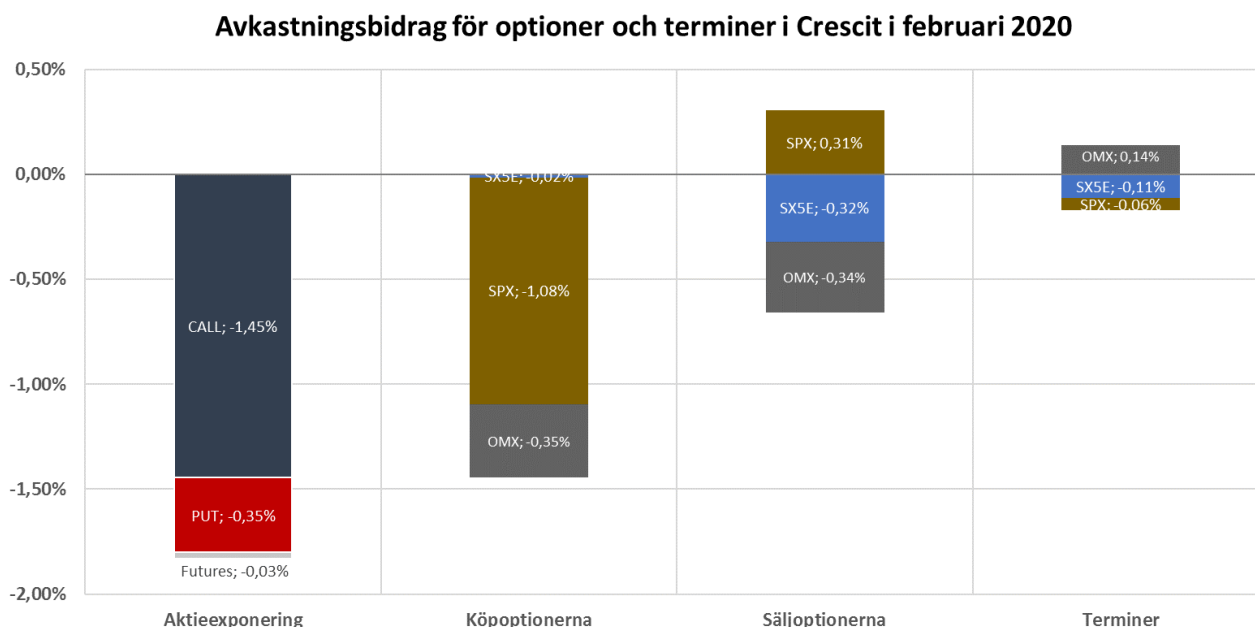
I nuläget ser vi egentligen bara två utfall. Antingen förvärras situationen och den sjunkande globala efterfrågan sätter rejäla spår i både tillväxt och priser på riskfyllda tillgångar, eller också så lyckas världens regeringar (och länders invånare) att stoppa spridningen av viruset innan det hinner sätta sin prägel på samhället i stort. I ett positivt utfall ser vi dessutom stora möjligheter till ytterligare stimulanser från både penningpolitiskt och finanspolitiskt håll. Den initiala ekonomiska påverkan och medföljande börsrörelse kommer med största sannolikhet användas som en ursäkt av både politiker och centralbankirer för att öka sina stimulanspaket ytterligare ett par snäpp. Skulle så ske ser vi framför oss ett mycket starkt börsår med ytterligare uppgångar för aktiemarknaderna. Kina har redan påbörjat sitt arbete att hålla igång konjunkturen, amerikanska Federal Reserve har precis sänkt styrräntan med en halv procentenhet och chocken från coronaviruset kan mycket väl vara stenen som får vågskålen att tippa över för det tidigare så konservativa finanspolitiska styret i Tyskland.

De globala långräntorna fortsatte att falla av på bred front under månaden. Långräntorna i USA inledde årtiondet på 1,90 % men föll kraftigt under månaden för att stänga månaden på ca 1,15 % på 10 åringen. Under månaden har den tyska 10-årsräntan fallit från -0,4 % till -0,6 % (som lägst handlade den under -0,7% i september).

Månadens utveckling i detalj

Våra aktiederivat och alternativa avkastningsströmmar bidrog under månaden med -1,63 %. Vi inledde månaden med en ganska låg nettoexponering som vi sedan behöll och justerade i samband med att marknaderna föll. Huvuddelen av vår negativa avkastning kom från SPX som föll mycket kraftigt under månaden. En stor andel av förlusterna utgör idag positiva tidsvärden, eller negativa mark-to-market värderingar, som vi förväntar oss att få tillbaka allteftersom tiden går. Våra köpoptioner bidrog med -1,45 %. Utvecklingen är i linje med förväntan givet de skarpa fallen som lämnade samtliga av våra köpoptioner (köpta som sålda) mycket långt ifrån pengarna. Säljoptioner bidrog under månaden med -0,35 %, vilket primärt är hänförligt till de sålda säljoptioner vi använde oss av för att finansiera köp av köpoptioner under december och januari. Vi använde under januari den höga skevhet som rådde mellan prissättningen på säljoptioner och köpoptioner för att erhålla en asymmetrisk exponering mot en fortsatt stark börs. Tyvärr blev så inte fallet men de begränsade förlusterna visar ändå på den tydliga fördelen med att använda optioner för att exponera sig mot aktieindex. Bidraget från indexterminer var näst intill oförändrat och uppgick till -0,03 %. **Figur 1** nedan visar fördelningen mellan index och typ av option för bidragen under februari. Anledningen till de låga bidragen från säljoptioner är att vi även under januari fortsatte att nyttja den låga volatiliteten för att exponera oss för en fortsatt börsuppgång. För inledningen på året så kan vi konstatera att det som kostat oss mest pengar är vår konsekventa övervikt mot utländska aktier kontra svenska aktier då svenska OMXS30 gått betydligt starkare än övriga marknader.

Figur 1



Utöver derivat så är fonden även exponerad mot räntor och valutarörelser. Under februari har vi inte haft någon nettoexponering mot någon valuta utan haft hela vår exponering i både euro och dollar fullt skyddade med valutaterminer. Fondens exponering mot räntepapper bidrog under månaden med -0,4 % och våra exponeringar mot alternativa avkastningsströmmar gav ett negativt bidrag om -1,1%. Den negativa avkastningen var främst hänförlig till en mekaniserad exponering mot SPX, vilket ligger bakom diskrepanserna i bilden ovan. Aktiederivaten

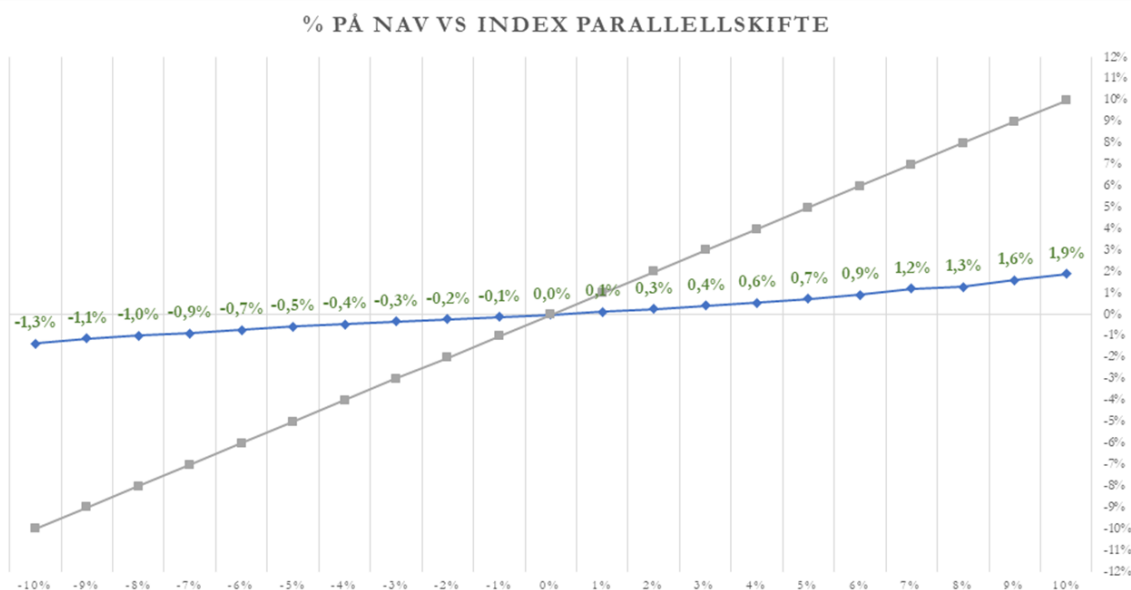
avkastade under månaden något sämre än förväntansbilden vid månadens start eftersom mycket av vår dåvarande exponering förföll i samband med optionslösen den 21a februari, vilket också markerade starten på börsfallet.

Förväntansbild & Positionering

Just nu har Crescit en relativt låg exponering mot riskfyllda tillgångar. Givet det höga priset på optionalitet (drivet av det skarpa fallet under den sista veckan) så fokuserar vi främst på att tjäna pengar genom att nyttja relativa felprissättningar i marknaderna. Utfallet för börsindex är inte bara ovanligt svårt att prognosticera utan också ovanligt slagigt vilket gör oss mindre benägna att exponera oss mot direkta börsrörelser. Vårt huvudscenario är fortsatt att världen (och tillgångspriser) återhämtar sig även från denna chock och att världen fortsätter att växa, om än långsamt. Vi ser dock en ökad risk inte bara för att vi har fel i riktning utan även i magnitud då vi förväntar oss ett större börsfall om så inte sker. Vi är taktiskt överallokerade mot Europa med vyn att en återhämtning på bred front kommer att reversera de rörelser som vi sett under februari – där europeiska börser gick mycket svagt.

Nedan, i **Figur 2**, presenteras en ögonblicksbild av vår förväntade känslighet mot kommande börsrörelser. Bilden visar vår för närvarande låga exponering mot börsrörelser. Positioneringen reflekterar vår tro på en fortsatt skakig marknad som kommer att kastas mellan hopp och förtvivlan under de kommande veckorna.

Figur 2 – Förväntad känslighet mot globala aktieindex



Vi har just nu en relativt låg följsamhet mot börserna som helhet till dess att vi ser en tydligare återhämtning för världsekonomin. Vi är i grunden konstruktiva men ser en förhöjd risk för ett större börsfall vilket gör att vi föredrar en låg följsamhet mot börsernas slag. I enlighet med vår strategi väljer vi därför att även denna månad fokusera på att tjäna pengar genom annan risk än ”delta” eller ”marknadsbeta” i första hand. Detta beror också till stor del på att prissättningen av optioner har förändrats och fortsätter att förändras mycket snabbt, vilket gör att många av de optionsstrategier vi nyttjar för att replikera marknadsbeta erbjuder ovanligt låg förväntad avkastning i förhållande till den estimerade risken. Det är helt enkelt inte, i våra ögon, lämpligt att exponera sig mot tydliga börsrörelser under rådande omständigheter. Vi förväntar oss att prisbilden på optioner normaliseras under kommande veckor, som varit fallet vid samtliga orostider de senaste åren, varpå vi åter kan nyttja derivat för att ge en exponering mot börserna som erbjuder konkurrenskraftig riskjusterad avkastning. Tills vidare förväntar vi oss att oron lägger sig och även då kommer investerarna att sakna bra alternativ till att äga aktier vilket bör mynna ut i ett starkt börsår 2020.

Vi är givetvis fortsatt avhållsamma från vår traditionella försäljning av svansrisker till dess att även den långdaterade volatiliteten börjar prissättas högre och aktiepriserna/värderingarna fallit till attraktiva nivåer där en negativ exponering mot svansriskerna erbjuder ett fullgott alternativ till traditionella aktieplaceringar. Den snabba korrektionen till trots är värderingarna på fortsatt höga nivåer och recessionsrisken är om något än högre än tidigare vilket inte reflekteras i prissättningen av svansrisker. Hade vi haft en grundexponering att skydda hade vi snarare varit köpare av den typen av risk än säljare på dessa nivåer givet framtidsutsikterna och de låga priserna för skydd.

För bara en månad sedan skrev vi att vi är fortsatt konstruktiva till att äga aktier med grundtesen att marknaderna fortsätter att trumma på under våren. Vi kan nu konstatera att förutsättningarna ändrats radikalt, i o m osäkerheten Corona-viruset orsakar. Nuläget är mycket ovisst och det är med stor ödmjukhet inför den höga volatiliteten som vi fortsätter att navigera svängningarna efter bästa förmåga. För närvarande har förvaltningsteamet vunnit att det finns en stor risk att situationen förvärras innan den blir bättre. Vi ser inte ännu en global recession till följd av Corona-viruset men risken är ordentligt förhöjd. Därmed fortsätter vi att fokusera på riskhantering och begränsad nedsida skulle konjunkturcykeln vika.

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%	2,45%	-1,88%	0,01%	-0,21%	-1,16%	-0,16%	-0,15%	0,22%	0,35%	2,26%
2020	0,49%	-2,29%											-1,81%

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 6 mars 2020