

Barrieroptioner åter i ropet! Sämsta börskvartalet sedan 1987. Pandemin skapar rörelser på marknaden.

Under mars uppgick avkastningen i Crescit till -4,22 % vilket innebär -5,96 % hittills under året. I stort sett hela månadens negativa avkastning är hänförlig till vår exponering mot svenska och nordiska krediter. Under månaden gick ränte-spreadarna isär ordentligt vilket påverkar värdet på obligationerna negativt. Marknaden för företagskrediter torkade upp fullständigt under delar av månaden och generellt gjordes det ingen skillnad på kreditkvalitén, alla emittenter prisades om och gav stora m-t-m förluster under månaden. Detta föranledde att svenska kreditfonder som vanligtvis handlas dagligen (efter samtal med FI) valde att stänga för handel då förvaltarna ansåg att marknadspriset inte överensstämde med värdet. Crescit minskade sin exponering emot krediter bitvis under månaden och ligger med maximal kassa och en stor andel korta företagscertifikat just nu. Vad som trots allt är positivt är att centralbankerna den här gången har god vana av krishantering och en i princip obegränsad verktygslåda. Den del av fonden som påverkats av negativ värdering under månaden bedömer vi, mot bakgrund att innehaven har en god kreditvärdighet, ha en mycket intressant utvecklingspotential från dessa nivåer.

Under månaden justerade vi och ökade aktierisk löpande i takt med att de ledande indexen föll. När vi nu summerar månaden så har vi i stor utsträckning återhämtat förlusterna i derivatboken under den avslutande veckan då världsindex återhämtade ungefär en tredjedel av sina nedgångar. Vi är nöjda med utvecklingen för derivatdelen under månaden och det visar med all önskvärd tydlighet på vinningen i att använda sig av denna typ av instrument under turbulenta tider. Den ökade flexibiliteten som det innebär kommer mycket väl till pass när marknaden svänger snabbt. När vi lämnade februari med stor osäkerhet kring hur det nya Corona-viruset skulle utvecklas hade vi endast 15 % exponerat mot börsens nedsida. Fonden hade därmed en mycket mer begränsad känslighet nedåt i denna kris i jämförelse med tidigare kriser. Volatiliteten, och därmed priset på optioner, är fortsatt mycket hög vilket ställer stora krav på förvaltningen även framgent. Under mars bidrog derivaten med endast -0,2 % till fondens totalavkastning och detta berodde främst på att vi valde att öka vår exponering löpande för att erhålla en långsiktig exponering mot aktier. Vi tror att många av de större börsindexen i världen kommer att stå högre inom 1 - 2 år från idag. Genom åren har vi utvecklat och förbättrat vår riskhantering och tack vare detta står vi nu mycket väl positionerade för den osäkra framtid vi möter.

Marknadskommentar

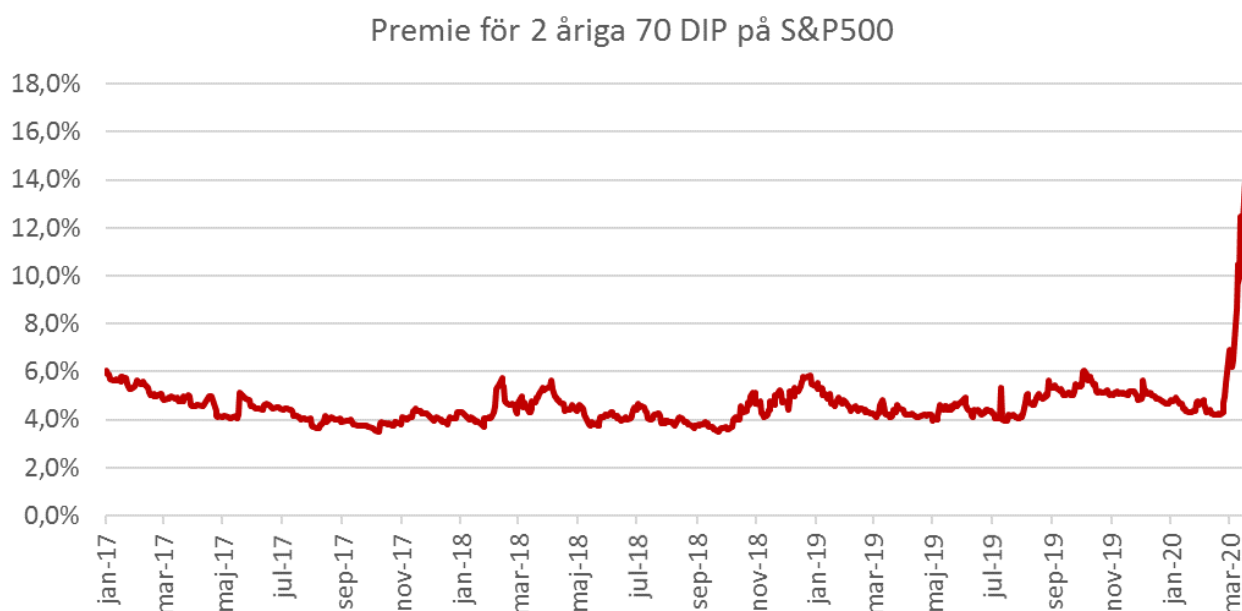
De kraftiga börsfallen som avslutades, eller i vart fall bestämde sig för att hämta andan, i mitten av mars har medfört ett stort antal "historiska" event. Exempelvis så har VIX (skräckindexet) noterat en ny högstanivå och amerikanska långräntor har noterat nya lägstanivåer (som lägst 0,35 % för ett 10-årigt statspapper), och världens börser genomgick det snabbaste fallet från en högsta-notering någonsin! Frammot månadskiftet, och även därefter, så har volatilitetskurvan börjat normalisera och kortdaterad volatilitet är på god väg tillbaka till sina normala nivåer en bit under långdaterad volatilitet. Lite förenklat så kan kortdaterad volatilitet närmast jämföras med nivån av rädsla hos investerare medan långdaterad volatilitet snarare reflekterar en ökad osäkerhet kring förväntansbild och framtida prognoser. De långsiktiga effekterna av COVID-19 och den medföljande nedstängningen är ännu mycket svåra att överblicka och även om den kortsiktiga osäkerheten ser ut att långsamt sjunka undan i takt med att dödlighet och spridningstakt kan kartläggas så ökar bredden av möjliga utfall i världsekonomin under de närmaste åren. Denna osäkerhet på lägre sikt återspeglas i en högre nivå på långdaterad förväntad volatilitet.

De stora problemen i kreditmarknaden beror i stor utsträckning på bristande likviditet och inte (ännu) på bristande betalningsförmåga från bolagens sida. Skulle den världsomfattande nedstängningen som vi just nu befinner oss i bli långvarig så sinar givetvis bolagens kassor mycket fort och då kommer vi nog sannolikt att få se ett storskaligt kreditevent (många bolag som helt enkelt går i konkurs). Vi har minskat vår exponering mot räntepapper för att ackommodera för den enligt oss förhöjda risken. Högavkastande obligationer har ofta en hög korrelation med aktier och efter att aktieindex fallit en bra bit från sina tidigare högstanivåer så anser vi att fondens riskutrymme är

bättre allokerat i aktier än räntepapper givet den förväntade korrelationen. Väljer man att se på prisbilden så har aktier, ett tillgångsslag med i teorin obegränsad uppsida, blivit billigare i jämförelse med obligationer under månaden.

Den kraftigt förhöjda nivån på långdaterad volatilitet, i kombination med lägre priser på aktier, gör att vi för första gången på flera år kunnat tillämpa vår tidigare grundstrategi att selektivt sälja dyra svansrisker till investerare som måste skydda sig från kraftiga ras. Vi arbetar i skrivande stund febrilt med att utvärdera hur vi på allra bästa sätt drar nytta av denna rörelse. Priset på vissa skydd har under månadens tumult nått nivåer som inte ens rådde mitt under briserande finanskris 2008. Detta känns självklart spännande och Crescit ämnar givetvis dra nytta av detta i allra högsta grad under kommande månader. I **figur 1** nedan ses utvecklingen i erhållna premienivåer för börsfall på ytterligare -30 %. Samtliga index som Crescit arbetar med har uppvisat samma reaktion under mars månad. Som jämförelse är **premien idag ca tre gånger högre** än den var under det senaste börsfallet i juletid 2018.

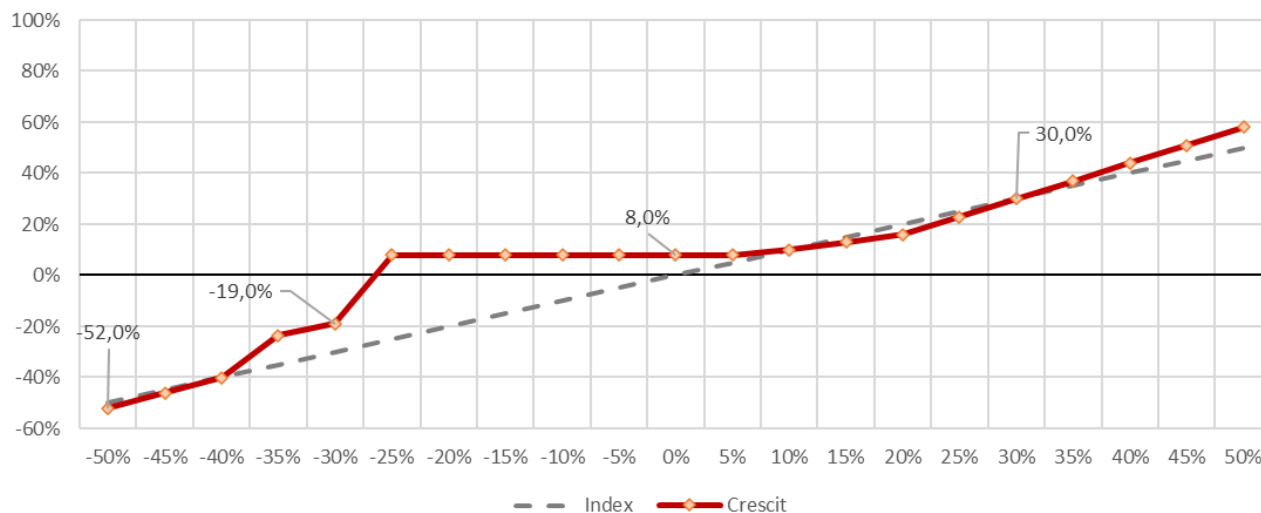
Figur 1: Exempel på barriäroption på S&P500. Premienivåerna har nästan fyrdubblats under andra halvan av mars.



Den ekonomiska osäkerheten i världen återupplivar plötsligt barriäroptioner

Den ekonomiska och humanitära kris som ser ut att brisera globalt just nu medför många problem och tyvärr kommer det bli mycket svårt att undvika en tragedi. Kriser medför dock inte bara problem utan kan även generera stora möjligheter. Det behov av långsiktigt nedsidesskydd som förvaltningsteamet i Crescit framgångsrikt nyttjat under tidigare kriser (2008 och 2011) har återuppstått från att ha varit nästan obefintligt de senaste åren. Förvaltningsteamet har en gedigen historia och erfarenhet av att nyttja det stelbenta behovet av skydd för att erbjuda övervärden till de institutioner som har möjlighet att allokera till riskfyllda tillgångar i nuläget. Nuvarande priser på skydd möjliggör investering i aktiesubstitut som erbjuder en mycket gynnsam exponering mot aktierisk under kommande år. **Med vår goda vana att handla derivat så kan vi nu erbjuda investerare i fonden en möjlighet att investera i en aktieliknande struktur som erbjuder en betydligt bättre avkastning per enhet risk än den underliggande aktieexponeringen. Den förväntade avkastningen i förhållande till den risk man som investerare tar är just nu på extremt gynnsamma nivåer. Detta är ett unikt läge som inte uppstått sedan finanskrisen. För att enklare förstå har vi på nästa sida (figur 2) ritat ner en förklarande bild på vilken typ av positionering fonden just nu arbetar med att uppnå. Figuren visar vad man som investerare kan förvänta sig från nu och fram till 2022.**

Figur 2: Grafen visar en portfölj med olika löptider 15-24 månader med skydd (avkastning) ner till -30% på världens börser. I detta exempel ingår SPX, EuroStoxx, FTSE100 samt OMX.



Som aktiva förvaltare är vårt mål alltid att erbjuda investerare bättre alternativ än att investera i direkt i de underliggande tillgångsklasserna. Precis som för vår fond Crescit Protect så siktar vi på att över tid erbjuda ett bättre alternativ till aktierisk. Med nuvarande prisbild på barriäroptioner så kan vi återigen strukturera en derivatbok för att erhålla det utfallsrum som visas på nästa sida. Jämförelselinjen mot marknaden visar under vilka premisser vi kan generera en starkare eller svagare avkastning än att äga aktier direkt. Avkastningsprofilen utgår ifrån dagens indexnivåer vilket betyder att -50% skulle betyda ytterligare en halvering av börserna och i runda slängar ca -60% från all time highs i februari.

Världsindexet MSCI W noterade under mars ett flertal extrema dagsrörelser. Som referens var t.ex. den genomsnittliga absoluta dagsrörelsen under månaden 4,1 % och endast två handelsdagar rörde sig mindre än 1 % jämfört med dagen innan. När månaden var slut hade MSCI World indexet tappat -13,47 %. Från toppnoteringen i februari föll världsindexet med som mest -34,2 % under månaden. Amerikanska storbolagsindexet S&P500 avkastade -12,5 % på månaden och det fortsatt svaga Eurostoxx50 indexet noterades för en nedgång på -16,3 % i mars. Redan i januari 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 prisades in av marknaderna under början av mars.

Fondens utveckling över tid

Vi har under en längre tid haft en något negativ syn på världsekonomin. Den långa cykeln och svaga underliggande tillväxten med ett inflationstryck som vägrade lyfta skapade många potentiella skörheter. Den kaotiska utvecklingen vi nu ser gick naturligtvis inte att förutspå och att något liknande skulle kunna hända må ha varit möjligt men knappast på någons radar. Under det senaste året har vi haft en defensiv allokering och mycket låg exponering mot riskfyllda tillgångar annat än genom köpt optionalitet. Den låga exponeringen har gjort att vi inte avkastat i paritet med vare sig vår historik eller börnsindex vilket naturligtvis inte är önskvärt över tid. Vi har valt att satsa på relativa felprissättningar allteftersom världsindex handlat på, i vår mening, artificiellt för höga nivåer. Nu har vi dock kommit till ett läge där prisbilden styrker ett långsiktigt mer konstruktivt scenario. Vår begränsade nedsida ger oss nu möjlighet att ta ut svängarna framgent. De förluster vi tagit under månaden är hänförliga utslutande till räntebärande exponeringar och vi räknar med att de återgår till tidigare värden allteftersom tiden går.

Vår grundläggande filosofi har alltid varit att som investerare bör man över tid vara allokera mot aktier som tillgångsslag eftersom de kan förväntas stiga i värde om än på krokig väg. Vi har nu möjlighet att öka vår allokering

vilket vi ser som gynnsamt. Vår ökade riskvilja kommer dels av de bättre ingångsnivåerna men framför allt från det utrymme som skapats av vår defensiva allokering. I tabellen nedan presenteras Crescits utveckling tillsammans med några större världsindex under de tre senaste ordentliga börsnedgångarna.

Vi har tidigare haft en förhållandevis hög känslighet mot börsen vid större fall och därmed tappat m-t-m som uppgått till ca hälften av börsfallen. Tack vare vår mer defensiva positionering denna gång så har vi lyckats dämpa känsligheten till ca 20 % vilket ger oss goda möjligheter att var konstruktiva framöver (se tabell 1).

Tabell 1: Crescits utveckling i förhållande till ett antal olika börsindex.

Period	Crescit	OMX30	EuroStoxx50	S&P500	CAC	IBEX	DAX	SX7E
Sommar 2015	-7,5%	-12,7%	-16,4%	-10,0%	-15,6%	-13,7%	-16,9%	-15,1%
Höst 2018	-8,2%	-16,7%	-13,6%	-14,6%	-16,3%	-10,9%	-15,2%	-20,4%
Vår 2020	-6,7%	-31,2%	-35,2%	-33,6%	-35,4%	-37,7%	-36,1%	-48,1%

Europeiska börsindex har under de senaste veckorna gett tillbaka i princip all sin avkastning sedan Crescit grundades och när vi nu tittar framåt så ser vi goda möjligheter till en mycket bra avkastning under kommande år. Strategiskt ser vi nu att vår defensiva allokering gynnat våra andelsägare och kommer framöver öka vår exponering mot riskfyllda tillgångar. På kort sikt kommer vi fortsatt att justera vår taktiska exponering men undertonen är en ökad risktolerans.

Under månaden har vi renodlat vår exponering och därmed minskat på allting som inte är relaterat till aktierisk. Vi ser framför oss två huvudscenarier där krediter antingen tappar fortsatt i värde på ett sätt som kommer att kunna jämföras med aktierisk eller en bredare återhämtning där vi ser en större uppsida i aktier. Därför har vi valt att dra ner på de övriga avkastningsdrivarna för att kunna fokusera krutet, eller risken, som vi anser lämpligt. Vi har en neutral till negativ syn på förväntad volatilitet härifrån och ser fram emot att kunna köpa mer optionaltitet till lägre pris fram emot sommaren allteftersom osäkerheten försvinner ur prisbilden.

Förväntansbild & Positionering

Crescit har i skrivande stund 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 börsens slag. Volatiliteten, både förväntad och verklig, gör det svårt att nyttja svängningarna kortsiktigt. Därför är portföljen strukturerad för att gynnas av en förväntad normalisering av volatilitetsytorna och explicit positionerad för att inte förlora ytterligare kapital på en fortsatt nedgång. Vi har försiktigt börjat bygga en långsiktig positiv exponering för att kunna ta del av en potentiell återhämtning.

Det är nu världsekonomin och ledarna runt världen på riktigt ska testas och de enorma stimulanser som pumpas ut har goda förutsättningar att sätta en grogrund för en mycket god miljö för aktier under kommande år även om närtiden är fortsatt oviss. Vi ser det som troligt att vi får ytterligare en rörelse ned på börsen och kommer att se till att ha torrt krut kvar om så skulle ske. Vårt huvudscenario har därmed ändrats från i början på mars när vi ansåg en återhämtning även på kort sikt vara mest troligt. På längre sikt ser vi det som mycket troligt att vi återhämtar oss även från denna chock och att världen kommer att fortsätta växa med stöd från ultralätt penningpolitik och nyfunna finanspolitiska stöd. Vi är just nu taktiskt underallokerade mot Europa givet den stora osäkerheten och potentiellt stora problem som EU-samarbetet kan stå inför om inte pandemin lugnar ned sig snabbt i syd-Europa. Även vid en någorlunda ordningsam återställning till hur världen var före Coronakrisen kommer euro-zonen att ha stora problem i kölvattnet av ytterligare en påfrestande kris.

Vi strävar efter att fondens följsamhet mot börsen skall bli högre än den varit tidigare vartefter vi kommer tillbaka från Coronakrisen. I början av mars ville vi se en tydligare återhämtning eller minskad osäkerhet för att våga öka

riskerna i portföljen, men istället fick vi se en av de sämsta börsmånaderna någonsin! När vi nu lämnar det mörka första kvartalet 2020 bakom oss så gör vi det med en portfölj som har en exponering från betydligt lägre nivåer än vi sett på många år. Därav ser vi en ökad nytta av ”känslighet/delta” eller ”marknadsbeta” än vi sett på över ett år.

Den förväntade avkastningen i förhållande till den risk man som investerare tar är just nu på extremt gynnsamma nivåer. Detta är ett unikt läge för fonden som inte uppstått sedan finanskrisen. Positioneringen i fonden just nu reflekterar vår tro på en fortsatt skakig marknad som kommer att kastas mellan hopp och förtvivlan under de kommande veckorna, men med en övervikt mot att börserna sedan sakteliga återhämtar sig till de nivåer vi såg innan Corona-krisen.

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 har ändrats fullständigt radikalt. 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 risk att situationen förvärras innan den blir bättre. Vi ser garanterat en global recession till följd av coronaviruset, men om detta leder till depression är för tidigt att säga i detta skede.

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%	-4,22%										-5,96%

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 7 april 2020