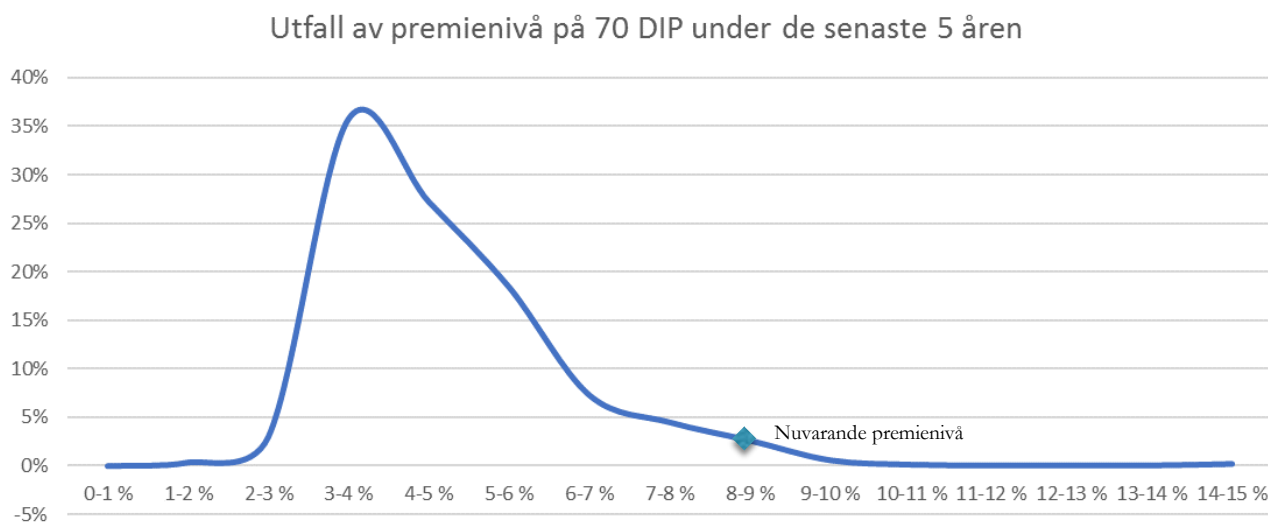


Spretig återhämtning efter börsfall. Barriäroptioner fortsatt mycket intressanta. Är Covid-kurvan platt än?

Under april uppgick avkastningen i Crescit till +1,43 % vilket innebär -4,61 % hittills under året. Månadens starka avkastning är jämnt fördelad mellan två avkastningsdrivare. Ungefär hälften av resultatet är hänförligt till vår egen aktiva derivatförvaltning och ungefär hälften är hänförlig till utvecklingen av vår kreditförvaltning. Under månaden studsade världens större börser på bred front men med varierande kraft (S&P500 + 12,7%, OMXS30 +6,4%, SX5E +5,1%) och kreditmarknaderna återhämtade sig från den kollaps som skedde i slutet på årets första kvartal. Vår kreditbok, som varit i det närmaste oförändrad under månaden, har återhämtat ungefär en fjärdedel av tappet i mars. Vi håller kvar vid vår kreditportfölj eftersom vår syn är att kreditvärdigheten är fortsatt god och sannolikheten för en återhämtning under året är hög.

Efter ett svagt första kvartal rekylerade ledande börsindex överlag under april. Vi har löpande ökat vår exponering mot riskfyllda tillgångar under månaden av flera anledningar. Dels gav vår defensiva allokering under börsfallet oss goda möjligheter att öka risken i fonden och dels så har vi börjat bygga en långsiktig exponering mot börsen genom att sälja svansrisker som ligger kvar på historiskt höga nivåer efter det kraftiga börsfallet i mars. Vår aktiva derivatförvaltning har haft en fortsatt god utveckling och närmar sig ett positivt bidrag för året som helhet. Utöver det så har vi påbörjat vår allokering till en ”aktie-ersättning” – eller ”Equity Replacement”-strategi där vi nyttjar den högre volatiliteten, framför allt priset på skydd mot stora börsfall, till att erhålla en god asymmetri mellan uppgång och nedgång på de större börsindexen (detta är åter möjligt då premienivåerna pga Covid-19 krisen ligger i översta 5 %-percentilen, se **Figur 1**). Premierna är fortsatt mycket höga vilket vi använder för att bygga vår positionering ytterligare. Vi ser goda möjligheter till en fortsatt slagig marknad under första halvåret vilket för med sig ytterligare bra tillfällen att allokera till en derivatportfölj som erbjuder en asymmetrisk exponering mot börsindex. Just nu råder ett exceptionellt gynnsamt läge för den förvaltning Crescit bedriver och det är självklart därför vi nu ser till att göra om Crescit till en ”Special Opportunity” fond, där målsättningen är att efter 24 månader ge en bättre avkastning än olika börsers sammanvägda avkastning.

Figur 1: Premierna på längre barriäroptioner har ökat till följd av större osäkerhet på lång sikt



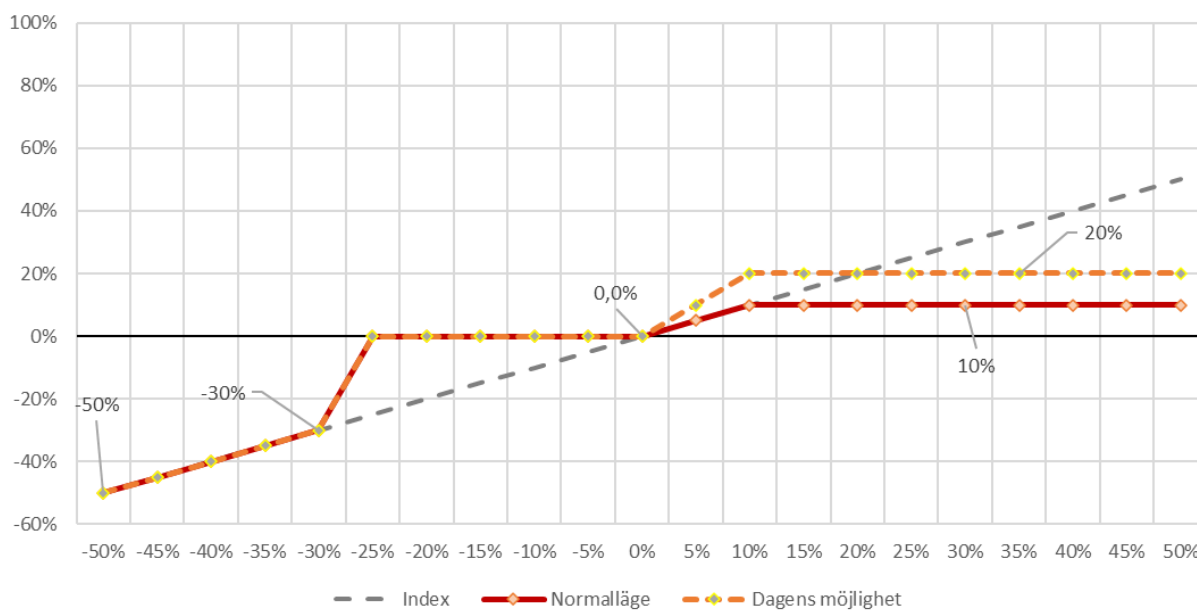
Marknadskommentar

Under april återhämtade sig börsen ordentligt och svenska storbolag, mätt genom OMXS30, steg +6,4%. Det är en god avkastning men bör ställas i relation till tidigare händelser: Först och främst så föll OMXS30 -15% under föregående månad och dessutom steg indexet närmare +8 % under april 2019. Således är +6,4% förvisso en god avkastning men egentligen inte något iögonfallande alls. När valborgseldarna egentligen borde ha sprakat så är S&P500, OMXS30 och Eurostoxx50 ned -9,9%, 10,9% och 21,8% respektive sedan årsskiftet och rekylerarna har

återhämtat ungefär 60% / 50% / 30% av fallet från de lokala topparna i mitten på februari. Det är lätt att ryckas med när börsen stiger nästan +30 % på kort sikt men de små talens lag förstör bilden en aning. Det finns fortfarande ~21 % uppsida på svenska börsen innan vi når tidigare högstnivåer, vilket vi anser är en ren tidsfråga då börsen alltid stiger över tid. På kort till medellång sikt ser vi dock en fortsatt förhöjd risk för ytterligare en kraftig rörelse ned i takt med att de realekonomiska konsekvenserna både uppdagas och inte minst skall tas om hand. Vi ser en stor risk för att de stödåtgärder som lanserats på bred front tar längre tid att implementera än förväntat och därmed en fördröjd återhämtning samt en djupare-än-förväntad recession som drabbar småföretag till den grad att det spillar över på arbetsmarknaden. Skulle detta negativa scenario utspelas så ser vi dessutom en hög risk för att befolkningen ändrar sitt beteende på ett sätt som gör att den långsiktiga potentiella tillväxten sjunker vilket riskerar att ge avtryck på de vinstmultiplar som investerare är villiga att betala för varje förväntad vinstkrona. Detta skulle ge en strukturell motvind för aktier under lång tid framöver och på kort sikt riskerar det att mynna ut i en mycket svag sommar för börsindex.

Volatilitetskurvorna är fortsatt förhöjda men har börjat normalisera något. Rädslan och paniken är på väg att försvinna från de kortare löptiderna medan en förhöjd osäkerhet fortsatt reflekteras i långdaterade volatilitet (längre än 9 månader). 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 dödligheten och spridningstakten faller så ökar de möjliga utfallen i världsekonomin under de närmaste åren. Denna osäkerhet på längre sikt återspeglas i en högre nivå för långdaterad förväntad volatilitet. Företagskrediter har återhämtat sig betydligt sämre än aktieindex sedan botten i slutet av mars. Därmed har vi i viss utsträckning ändrat uppfattning från förra månaden. Då ansåg vi att på kort sikt erbjuder aktier en bättre riskjusterad avkastning än krediter och vi valde därför att främst öka vår exponering genom indexderivat. Efter den initiala återhämtningen som vi nu sett så har vi svängt om och anser nu att krediter har goda möjligheter att erbjuda en god riskjusterad avkastning jämfört med aktier.

Figur 2: Under april fortsatte de barrieroptioner som Crescit framgångsrikt nyttjat under tidigare kriser att handlas till ovanligt höga priser. Figuren visar att man för samma sålda barrieroptioner idag kan få en markant bättre uppsida på olika börsindex än vad som varit ”normalläge” under de senaste 5-10 åren.

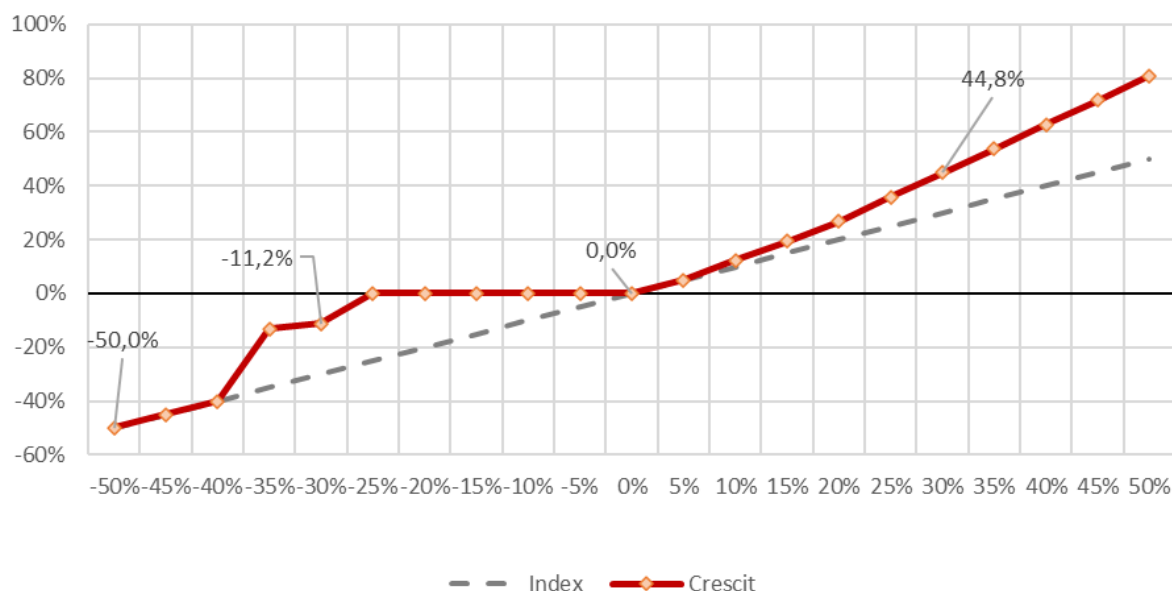


Fortsatt hög osäkerhet cementerar nyttan av barrieroptioner

Den nuvarande djupa ekonomiska krisen medför många problem. Men, de stora problemen skapar också stora obalanser i marknaden – vilket fritt översatt också kan betyda stora möjligheter. Under april fortsatte de

barrieroptioner som Crescit framgångsrikt nyttjat under tidigare kriser (2008 och 2011) att handlas till ovanligt höga priser (se **figur 2** på föregående sida). Förvaltningsteamet har en gedigen historia och erfarenhet av att nyttja det stelbenta behovet av skydd som plötsligt kan uppstå för institutionella investerare med stort kapital och långsiktig placeringshorisont. Behovet uppstår akut när långsiktiga förvaltningsmodeller tvingas anpassa sig till en föränderlig verklighet och är ingenting konstigt i sig, utan ett typiskt skeende i konjunkturcykeln. Crescit erbjuder ett tydligt mervärde för de institutioner som har möjlighet att nyttja dessa svängningar konstruktivt. De höga premienivåerna på barrieroptioner möjliggör investering i aktiesubstitut som erbjuder en ovanligt 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 nedan (figur 3) 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 3: Förväntad portfölj över de kommande 24 månaderna. 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 aktiv förvaltare är Crescits mål alltid att erbjuda investerare bättre alternativ än att investera i direkt i de underliggande tillgångsklasserna. I dagsläget är det en väldigt speciell möjlighet till detta som uppstått till föjd av den pågående pandemi-krisen. Precis som för vår fond Crescit Protect så siktar vi på att över tid erbjuda ett bättre alternativ till aktierisk. Med nuvarande prisbild på barrieroptioner så kan vi återigen strukturera en derivatbok för att erhålla det utfallsrum som visas i figuren. 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 en halvering från nuvarande nivåer och knappt -60% från all time highs i februari.

Fondens utveckling över tid

Vi har sedan fjolåret 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 självklart inte på någons radar. Nu har vi 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 våren 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 allokerad 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 (tabell 1).

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

Period	Crescit	OMXS30	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	-5,4%	-17,0%	-24,2%	-14,0%	-25,2%	-31,4%	-21,2%	-48,1%

Vi har en neutral till negativ syn på förväntad volatilitet härifrån och ser fram emot att kunna köpa mer optionalitet till lägre pris fram emot sommaren allteftersom osäkerheten försvinner ur prisbilden.

Förväntansbild & Positionering

Under april har vi löpande ökat vår exponering mot börsen efter att ha haft en mycket låg följsamhet under början av året. Vi tror fortsatt på en skakig börs under kommande månader och bygger därför vår exponering mycket försiktigt. Vi är långsiktigt konstruktiva men ser en förhöjd risk för ytterligare en rörelse ner på börsen – vilket har varit norm under tidigare krascher genom världshistorien. Den höga volatiliteten gör kortsiktig, taktiskt, handel svår att navigera och vi fokuserar därför på att bygga den långsiktiga positioneringen som vi vill ha när det lugnat sig igen. Portföljen är fortsatt positionerad för att gynnas av en normalisering av volatilitetsytorna och med en någorlunda defensiv allokering står vi väl rustade för en skakig börssommar.

Vi är skeptiska till att de stora stimulanspaketen får den effekt på världsekonomin som riskfyllda tillgångar och prognosmakare utgår ifrån och ser en risk för att verkligheten som vanligt tar längre tid på sig än förväntat. Vi betvivlar inte att centralbanker och politiker världen över vill väl eller kommer att göra allt som står i deras makt för att rädda ekonomin, men däremot effektiviteten av åtgärderna. Tillgången till finansiering och stöd måste i praktiken designas på ett sätt som gör den snabbåtkomlig och lättillgänglig nog för att små företag med tunna marginaler och låga buffertar ska hinna dra nytta av den innan konkursen står för dörren. Att så inte skulle var fallet ser vi som en överhängande risk just nu.

Taktiskt så har vår vy ändrats från föregående månad då den rekyll upp på börsen som vi väntade oss då mycket riktigt kom att utspela sig. Efter att den rörelsen nu skett så ser vi en hög risk för ytterligare en rörelse nedåt på börsen och därför ser vi till att fortsatt ha torrt krut kvar att allokera när tillfälle ges. Vi står fast vid att världen kommer att återhämta sig även denna gång och att världen fortsätter att växa med stöd från ultralätt penningpolitik och nyfunna finanspolitiska stöd. Vi är taktiskt underallokerade mot USA just nu givet hur mycket starkare regionen återhämtat sig än Europa. De stora potentiella problem som Europa står inför avspeglade sig också i den svaga återhämtningen under april och vår taktiska övervikt är ett resultat av den relativa utvecklingen snarare än en fundamental åsikt om respektive världsdel. I viss utsträckning vilar dock vår tes på den relativt godartade utvecklingen för COVID-19 i Europa jämfört med i USA och att välfärden i Europa verkar ha större möjligheter att hantera krisen än den amerikanska motsvarigheten.

Vi strävar efter att fondens följsamhet mot börsen skall bli högre än den varit tidigare vartefter vi kommer tillbaka från den nuvarande krisen. I början av mars ville vi se en tydligare återhämtning eller minskad osäkerhet för att våga öka risken i portföljen, men istället fick vi se en av de sämsta börsmånaderna någonsin! När vi nu lägger april, och dess förhållandevis goda utveckling, bakom oss så gör vi det med en portfölj som både gynnsats av återhämtningen och som har en något högre exponering än vi haft under de senaste åren. Det beror främst på att vi ser en ökad nytta av ”känslighet/delta” eller ”marknadsbeta” än vi sett på länge – som ett resultat av de lägre priserna på riskfyllda tillgångar.

Den förväntade avkastningen i förhållande till den risk man som investerare tar är just nu på fortsatt 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 övertikt mot att börsen sedan så småningom återhämtar sig till de nivåer vi såg innan Corona-krisen och med tiden ännu högre...

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%	1,43%									-4,61%

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 8 maj 2020