

Utvecklingen slår svaga förväntningar. Obegränsad expansion fortsätter i spåren av BNP-kollaps. Men var är jobben?

I juli uppgick avkastningen i Crescit till +1,13 % vilket innebär +0,63 % sedan årsskiftet. Under månaden hade både våra räntebärande positioner och vår derivathandel positiv avkastning. De långsiktiga positioner som vi byggt upp under sommaren avkastade som helhet väldigt lite till följd av den svaga utvecklingen för europeiska aktieindex under månaden. Under månaden har vi haft en någorlunda konstant exponering mot riskfyllda tillgångar och endast justerat vår positionering marginellt genom derivathandel.

De senaste månaderna har vi drivit tesen att volatilitetsytorna bör fortsätta att normaliseras lite till om återhämtningen från Corona-krisen fortsätter enligt förhoppningarna. Trots att flertalet aktieindex är tillbaka på samma nivåer som de inledde året på så är volatiliteten fortsatt hög. Skulle återhämtningen fortsätta så förväntar vi oss dels att volatiliteten fortsätter att falla men också att företagskrediter normaliseras och återtar de tapp som de såg i mars. De svansrisker som vi frekvent använder för att finansiera vår exponering ligger kvar på höga nivåer även om de kommit ned en bra bit från de högsta nivåerna under krisen. Osäkerheten är stor för de finansiella marknaderna och detta avspeglar sig i priset på optionalitet. De höga priserna på optioner gör det vanskligt att enbart äga exponering genom derivat eftersom man då löper risken att få rätt i sin hypotes men att den eventuella vinsten försvinner i takt med osäkerheten. Därför jobbar vi fortsatt aktivt med att leta relativa möjligheter på volatilitetsytorna i väntan på att priset på både aktier och optionalitet tillsammans erbjuder ett attraktivt köpläge. Vi förväntar oss att ett sådant läge uppstår redan innan årsskiftet och vi kommer då att öka vår exponering mot riskfyllda tillgångar ännu mer då vi ser fram emot en längre period av låga räntor och godkänd tillväxt. Vid utgången av juli hade vi sålt barrieroptioner för cirka 40% av fondens totala AUM.

Mjuka centralbanker och expansiv finanspolitik till trots så tror vi dock att världens finansiella marknader har gått in i en ny epok som kommer att karaktäriseras av större fluktuationer än vad vi sett under de senaste åren. Det finns ett flertal perioder genom historien där VIX legat på förhöjda nivåer under lång tid. Volatiliteten var på liknande nivåer under både Asien-krisen, IT-krisen, Finanskrisen och greklands-krisen. Under samtliga perioder höll sig volatiliteten hög under flera år. Corona-krisen känns som en ovanligt lång kris eftersom den drabbar samhället på flera håll samtidigt men rent krasst vore det mer troligt än inte att volatiliteten håller sig en bit över 20 under kommande år än att den återgår till de mycket låga nivåer vi såg i början av året. Vi ser alltså en hög sannolikhet för att den nuvarande krisen tyvärr inte är i sitt slutskede och vi utgår ifrån att vi står inför en tid av både oro och nedstämt ekonomisk aktivitet. En trolig våg av kreditproblem, framför allt bland småbolagen, väntar i kölvattnet av den rådande nedstängningen. Vi är dock optimistiska i den mån att vi ser en potentiell nedgång på aktiemarknaden som ett utmärkt långsiktigt köpläge eftersom världen fortfarande i grunden växer och innovation och entreprenörskap fortsätter att förbättra levnadstandarden för jordens befolkning, med stigande bolagsvinster och tillgångspriser som följd.

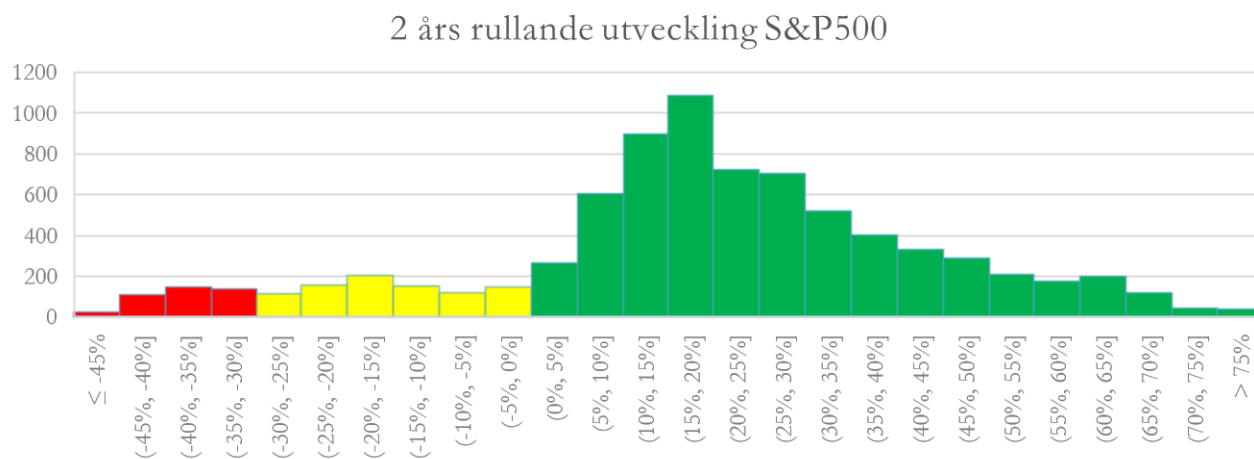
Tabell 1 nedan visar på ett förenklat sätt hur vi kan kvantifiera den möjlighet som uppstått för långsiktiga institutionella investerare i kölvattnet av COVID-19. Den relativa nyttan av att finansiera sin exponering via barrieroptioner har förbättrats markant jämfört med hur det såg ut innan pandemin. Tabellen visar hur stor andel av kostnaden för en 24 månaders köpoption (At-The-Money) som erhålls vid försäljning av en barrieroption som endast orsakar en förlust om den underliggande tillgången (i vårt fall normalt sett ett storbolagsindex såsom S&P500) faller mer än -30% under nästkommande 2 år. Därmed erhåller investeraren börsens fulla potentiella uppsida under 24 månader men undviker att förlora pengar vid en börsnedgång som understiger -30%. Utfallsrummet som investeraren då exponerar sig mot är mycket tacksamt och den exponeringen har historiskt sett kostat pengar i form av optionspremier men under Corona-krisen har volatiliteten stigit på ett sätt som gör det ovanligt gynnsamt att allokera mot börsen genom den typ av aktiesubstitut som vi erbjuder. **Bild 1** nedan visar utfallen för amerikanska S&P500 under 2 år långa perioder sedan 1987 och de utfall som skulle genererat en positiv avkastning omfattar ca 85% av alla utfall. De kapitalpreserverande utfallen, då börsen faller men investeraren ej tar del av fallet utan behåller hela sitt investerade kapital utgör ca 10% av de historiska utfallen och visas med gula

staplar. De förlustdrivande utfallen som utgör ca 5% av alla historiska utfall visas som röda staplar. Bilden visar tydligt på nyttan som ett aktiesubstitut erbjuder investerare och just nu finns möjligheten att investera i den utan att betala någon nettopremie för skevheten tack vare oron på de finansiella marknaderna.

Tabell 1: Priset på en 2 år lång barrieroption (70%) som andel av priset för en köpoption

Datum	OMX	SPX	SX5E	Medel
2020-02-14	69%	51%	92%	71%
2020-02-28	70%	62%	95%	76%
2020-03-15	79%	102%	114%	98%
2020-03-31	92%	73%	117%	94%
2020-04-15	87%	76%	99%	87%
2020-04-30	99%	80%	111%	97%
2020-05-15	109%	87%	128%	108%
2020-05-29	90%	76%	113%	93%
2020-06-15	92%	80%	122%	98%
2020-06-30	99%	88%	119%	102%
2020-07-15	95%	83%	115%	98%
2020-07-31	90%	79%	113%	94%

Bild 1: Historiska utfall av amerikanska S&P500 indexets utveckling under 2 år långa tidsperioder sedan 1987.



Marknadskommentar

Juli inleddes precis som juni mycket starkt för de ledande storbolagsindexen. Efter två starka veckor som resulterade i lokala toppar för främst europeiska index redan i mitten av månaden följde en påtaglig rekyl. Från sina toppar tappade OMXS30 och EuroStoxx50 -4,4 % och -6,8 % respektive, vilket gav en spretig månadsutveckling för de större index som vi primärt allokerar emot. Även denna gång var det förnyad oro för en upptrappning av Corona-krisen där den tidigare planerade återöppningen av samhällen världen över fick skjutas fram på obestämd tid. Svenska OMXS30 och amerikanska S&P500 steg under månaden med +2,6 % respektive +5,5 % medan europeiska EuroStoxx50 och brittiska FTSE100 sjönk med -1,8 % och -4,4 %. Det är värt att påpeka att under några halvsoliga julidagar hade OMX letat sig upp till nivåer över nollan för året – något som få såg komma under den turbulenta våren. Detta trots en ordentlig förstärkning av den svenska kronan mätt mot amerikanska dollarn som stigit med hela 17% sedan i våras. Kommer Sveriges unika strategi mot pandemin att vara det som vänder den långsiktiga trenden för vår sargade valuta lagom till nästa tillätna semester är frågan?

Vi vidhåller vår övervikt mot europeiska aktier med samma motivering som vi haft under sommaren. Dels den höga känsligheten för den globala konjunkturcykeln – samt möjliga återhämtningen, dels därför att europeiska

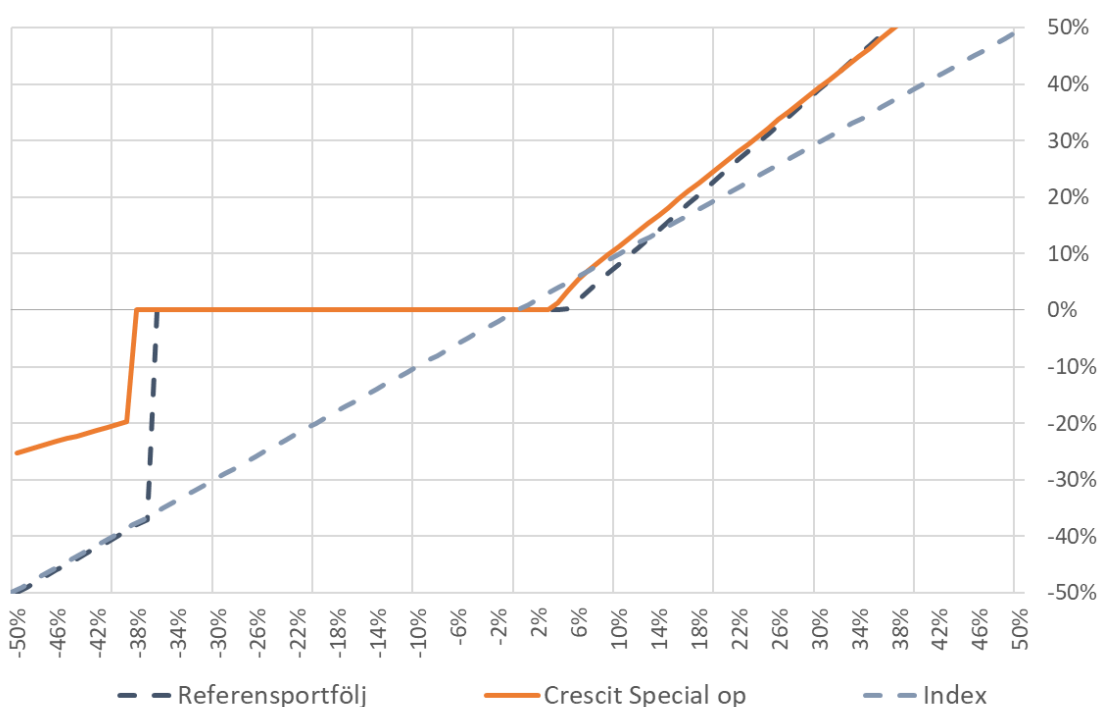
aktier under lång tid laggade återhämtningen i resten av världen främst till följd av sektorvikterna i indexen. Efter en stabil återhämtning som nu varat längre än det initiala fallet så har vi sett god utväxling på våra derivat och jobbar därför löpande med att reducera vår exponering mot en potentiell andra större nedgång. Den realekonomiska återhämtningen har avstannat och vi ser många potentiella risker under hösten som blir än påtagligare i ljuset av de oerhört höga värderingarna som är en följd av starkt stigande aktiepriser och kraftigt fallande vinstestimater. En möjlig delförklaring till detta är att vinstutvecklingen förväntas återhämta sig kraftigt till 2021 från mycket låga nivåer för helåret 2020. Detta ställer vi oss aningen skeptiska till varför vi fokuserar på att erhålla en asymmetrisk exponering till aktier genom derivat.

Vi ser en fortsatt hög risk för en andra större rörelse ned på världsindex med anledning av de negativa realekonomiska konsekvenser som fortsätter att gäcka världsekonomin. Den potentiella återhämtningen i både tjänste- och tillverkningssektorn som kan skönjas i ledande indikatorer måste få fäste på riktigt. Det finns också anledning att tro att de mjuka indikatorerna ger en något felaktig bild av läget. Inköpschefsindex har studsat från mycket låga nivåer men indikerar fortsatt mycket svag ekonomisk aktivitet och inte alls den återhämtning som vi hoppas på och som vi måste se för att få en bredare och mer stabil börsuppgång. Återhämtningen har fortsatt sprida sig från aktier och vidare genom kapitalstrukturen och vi såg en stark utveckling för företagskrediter under juli, även om de fortsatt laggar uppgången för börsindex.

En marknad som rör sig snabbt utan att komma någonstans presenterar stora möjligheter för aktiva förvaltare, och håller vår tes angående priset på optioner så kommer förvaltningen i Crescit att få ytterligare medvind under kommande år. Aktiesubstitut, eller "Equity Replacement", har inte varit så här attraktivt på flera år och med vår erfarenhet att handla derivat så erbjuder vi möjligheten att investera i en aktieliknande struktur som erbjuder betydligt bättre avkastning per enhet risk än att äga aktier eller börsen direkt. Figuren nedan visar den positionering som vi strävar att bygga just nu och som utgör en konceptuell modell av vad man som investerare kan förvänta sig från Crescit fram till sommaren 2022. Konceptet bygger på en gynnsam skevhet mellan priset på skydd och priset för att delta i en fortsatt långsiktig börsuppgång vilket är en unik möjlighet som inte funnits i nuvarande form sedan finanskrisen 2008.

Figur 1: Målavkastning till juni 2022

Portföljen utgörs av olika optioner med löptid från 12-24 månader som ger ett fullgott skydd mot en börsnedgång på ytterligare -30% från dagens nivåer. Exponeringen utgörs primärt av S&P500, Eurostoxx50 och OMXS30.



Förväntansbild & Positionering

Efter att ha allokerat upp vår exponering mot riskfyllda tillgångar efter det kraftiga börsfallet i våras så har vi en hög exponering mot aktier i dagsläget. Vi anser att det mest troliga är att vi kommer att fortsätta se kraftigt slagiga marknader under återstoden av 2020. Idag är det svårt att se hur vi skall kunna återvända till något mer ”normalt”. Optimistiska investerare har lyft börserna till mycket höga nivåer relativt den svaga underliggande ekonomin men bolagsrapporterna blev något bättre än väntat och bolagsledningarna var inte riktigt så pessimistiska i sina prognoser som vi hade förväntat oss innan rapportperioden. I brist på alternativ är därför aktieexponering det bästa som går att välja för de investerare som måste vara fullt allokerade till någon form av tillgång. De höga priserna och risken för en besvikelse under hösten gör att vi ser goda möjligheter till att öka vår exponering från lägre nivåer innan årsskiftet men håller kvar merparten av vår uppsidesexponering. Under juli har vi återvunnit en del av våra sålda barriäroptioner och ersatt med så kallade ”worst-of” barriäroptioner. Det innebär att vi behåller samma förväntade avkastning från barriäroptionerna men till en betydligt lägre risk (nominal). Detta är möjligt eftersom ”worst-of” på grund av risken för låg korrelation betalar mycket högre premier. I praktiken betyder det att det räcker att en av de underliggande tillgångarna bryter sin barriär för att optionen ska aktiveras och det ger oss möjligheten att återvinna riskerna i portföljen på ett effektivt sätt.

De stora stimulanserna måste i våra ögon fortfarande bevisa att de verkligen biter på de realekonomiska problemen innan vi vågar öka exponeringen riktigt ordentligt. Verkligheten är ofta långsammare än vad vi vill tro och den tydliga återhämtningen som redan idag prisas in i riskfyllda tillgångar fortsätter att dröja. Återhämtningen kommer fortsätta men vara seg och räntorna kommer att förbli omkring dessa extremt låga nivåer under överskådlig framtid (minst 2-3 år). Vi ser dock en gynnsam miljö för aktier om dessa stimulanser får önskad effekt tillsammans med de fortsatt låga räntorna och vi letar aktivt efter möjligheter att addera aktiemarknadsbeta till vår portfölj. Precis nu i augusti ser vi anledning att vila på hanen när det gäller ren börsexponering tills det visar sig att företagen både klarar den rådande Covid-19-krisen och även återanställer i samma storleksordning som de skar ner personalen på när krisen utbröt. Utan en återhämtning för arbetsmarknaden och därmed konsumenten ser vi små möjligheter till god ekonomisk tillväxt framöver. Givetvis bidrar de fortsatt låga räntorna till potentiellt högre värderingar på aktier.

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%	1,77%	2,50%	1,13%						0,63%

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 6:e augusti 2020