

## Bättre men inte bra – baseffekter, enorma stimulanser vs. verkligheten...nu måste jobben skapas

I juni uppgick avkastningen i Crescit till +2,50 % vilket innebär -0,49 % under årets första halvår. Månadens positiva avkastning kommer både från våra innehav i obligationer och från våra aktiederivat och då främst från våra långsiktiga derivatpositioner. Mycket av månadens positiva utveckling kommer från vår nygamla strategi som nyttjar derivat för att erhålla en aktieliknande avkastning. Det ”aktie-substitut” som vi skapar genom att kombinera köp- och sälloptioner gynnas av stigande börser under månaden. Kreditmarknaden fortsatte att återhämta sig under juni och vi skapade även en positiv avkastning genom vår kortsiktiga och mer aktiva handel. Trots den starka återhämtningen är premierna på barriäroptioner fortsatt höga, vilket gör att möjligheten att investera i ”aktiesubstitut” fortsatt är gynnsam.

Marknaderna inledde månaden mycket starkt för att sedan handla sidledes till svagt nedåt under de avslutande veckorna. Under månaden har vi hållit en någorlunda konstant exponering mot riskfyllda tillgångar för att upprätthålla en god känslighet mot en fortsatt börsuppgång. De svansrisker som vi använder för att finansiera vår långsiktiga exponering handlar fortsatt på historiskt höga nivåer trots att de sjunkit en hel del från sina toppnivåer i slutet på mars. Som aktiva förvaltare är det vårt mål att utöver vår grundstrategi erbjuda mervärde genom att taktiskt nyttja svängningar i marknaden samt prissättningen på optionalitet. Det har vi under månaden nyttjat genom att exponera oss för en fortsatt normalisering av volatilitetskurvorna – något som normalt sett följer den typen av kraftig invertering som orsakades av det hastiga fallet under mars månad. Givet huvudscenariot att världen fortsätter att gradvis öppnas upp efter nedstängningen tillsammans med fortsatt starka stimulanser från både penningpolitiskt och finanspolitiskt håll så ser vi fortsatt goda möjligheter för att ränteboken skall kunna fortsätta med en god avkastning framöver.

VIX index, som mäter volatiliteten i marknaden, sjönk kontinuerligt under både april, maj, och första veckan i juni. Volatilitetsindexet föll som mest till nivåer under 25, vilket fortfarande är att betrakta som högt med historiska mått, men steg sedan snabbt över 30 igen och har handlat sidledes under månadens avslutande veckor. Oro för att minskade restriktioner ska trigga en acceleration i antalet nya fall av COVID-19 stöttar priset på optionalitet då investerare måste väga negativa potentiella utfall mot de enorma stimulanser som lanserats av ledande politiker och centralbankirer världen över. Vår huvudtes är att vi tyvärr inte sett slutet på den rådande krisen ännu och att vi står inför en orolig tid fylld av både nya sjukdomsfall och nedstämd ekonomisk aktivitet. Det största problemet är i vår mening den våg av potentiella kreditproblem som väntar främst små och medelstora företag under sommarmånaderna. Därmed räknar vi fortsatt med en slagig marknad under sommaren och vi planerar att använda svängningarna för att öka vår allokering till vår nygamla grundstrategi av ”aktie-substitut”. Det höga priset på skydd mot nedgång erbjuder investerare en möjlighet att allokera till riskfyllda tillgångar med en god asymmetri mellan potentiell vinst och potentiell förlust.

**Tabell 1** nedan visar ett grovt mått på hur vi kan kvantifiera den möjlighet som vi erbjuder långsiktiga investerare just nu. Den visar den relativa nyttan av att finansiera sin uppsidesexponering via barriäroptioner och hur möjligheten att finansiera delar eller hela sin exponering utvecklats under våren. Tabellen visar hur stor andel av premiekostnaden för en 24 månaders köpoption (At-The-Money) som erhålls vid försäljning av en barriäroption som enbart orsakar en förlust av kapital om börserna faller mer än -30% under nästkommande 2 år. Vid 100% erhåller därmed investeraren börsernas fulla potentiella uppsida under 24 månader men förlorar enbart pengar vid en nedgång som överstiger -30%. Fördelen av en sådan positionering visas i **bild 1** nedan. Bilden visar historiska utfall av amerikanska S&P500 indexets utveckling under 2 år långa tidsperioder sedan 1987. De utfall som skulle generera en positiv avkastning utgörs av gröna staplar och omfattar ca 85% av alla utfall. De kapitalpreserverande utfallen, då börserna faller men investeraren ej tar del av fallet och **behåller samtliga investerade kronor** utgör 10% av alla utfall och visas som gula staplar. De förlustdrivande utfallen, som utgör ca 5% av alla utfall, visas som röda staplar. I bilden visas nyttan av att nyttja skevheten mellan uppsidesvolatilitet och nedsidesvolatilitet när marknaden är stökig på ett tydligt sätt och det är vårt mål att erbjuda den möjligheten vid en ytterligare rörelse ned på börserna.

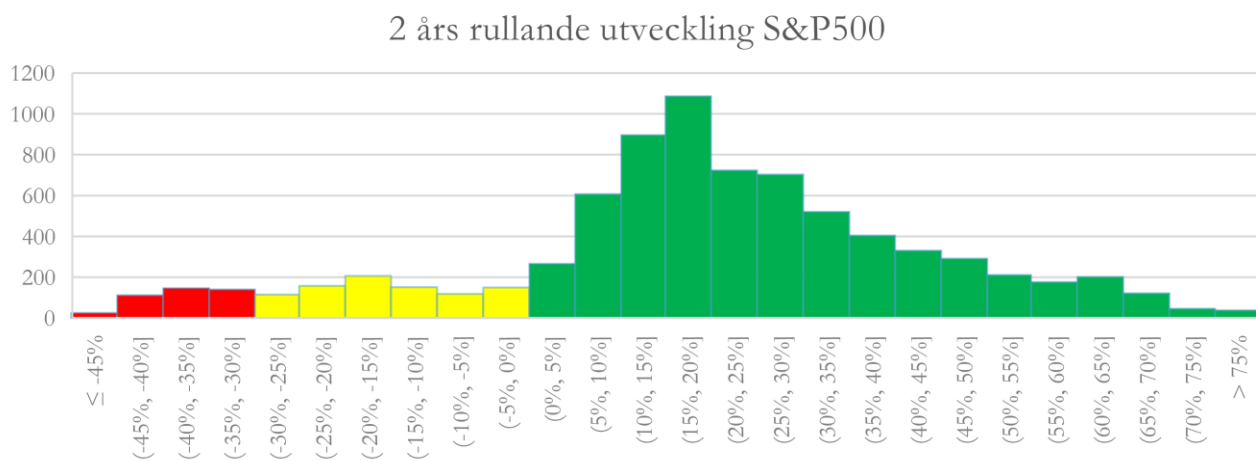
Skevheten i prissättning ger investerare möjlighet att allokera genom köpoptioner för en potentiell börsuppgång på ett bra sätt trots historiskt hög volatilitet (och därmed ovanligt dyra optioner). I skrivande stund är priset på en 2 år lång barrieroption med barriären på 70% av lösenpriset lika högt som priset på en 2 år lång köpoption. Därmed betalar investerare i princip **ingenting** för att erhålla nedan utfallsrum. Därmed är den relativa nyttan av att finansiera sin uppsidesexponering med barrieroptioner extremt hög med historiska mått och ser mycket bra ut just nu relativt hur den sett ut genom krisens förlopp. (Jämför utveckling i kolumn ”Medel”)

**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%

Därmed kostar exponeringen ingenting och eftersom portföljen allokerar uteslutande till derivat så kan kassan placeras likt våra likvida medel i räntebärande instrument för att ytterligare stärka den förväntade avkastningen.

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



## Marknadskommentar

Juni inleddes mycket starkt och det svenska storbolagsindexet OMXS30 steg till som mest 1731 redan den första veckan (en uppgång på över 6%). Därefter svalnade riskviljan väsentligt och världsindex handlade ned under de följande veckorna mot bakgrund av förnyad oro för en andra våg av COVID-19 som följde återöppnandet av samhällen världen över. Sentimentet drogs även med en återskalering av retoriken i det sedan ett par månader något glömda handelskriget. Börsindex stängde månaden på +1,8%, +2,1% och +6,0% för S&P500, OMXS30 och Eurostoxx50 respektive. Europeiska aktier gick starkt under månaden men fortsätter att lagga återhämtningen i stort och är fortfarande ned ca -14% jämfört med svenska OMX på -6% och amerikanska SPX på -4% sedan årsskiftet.

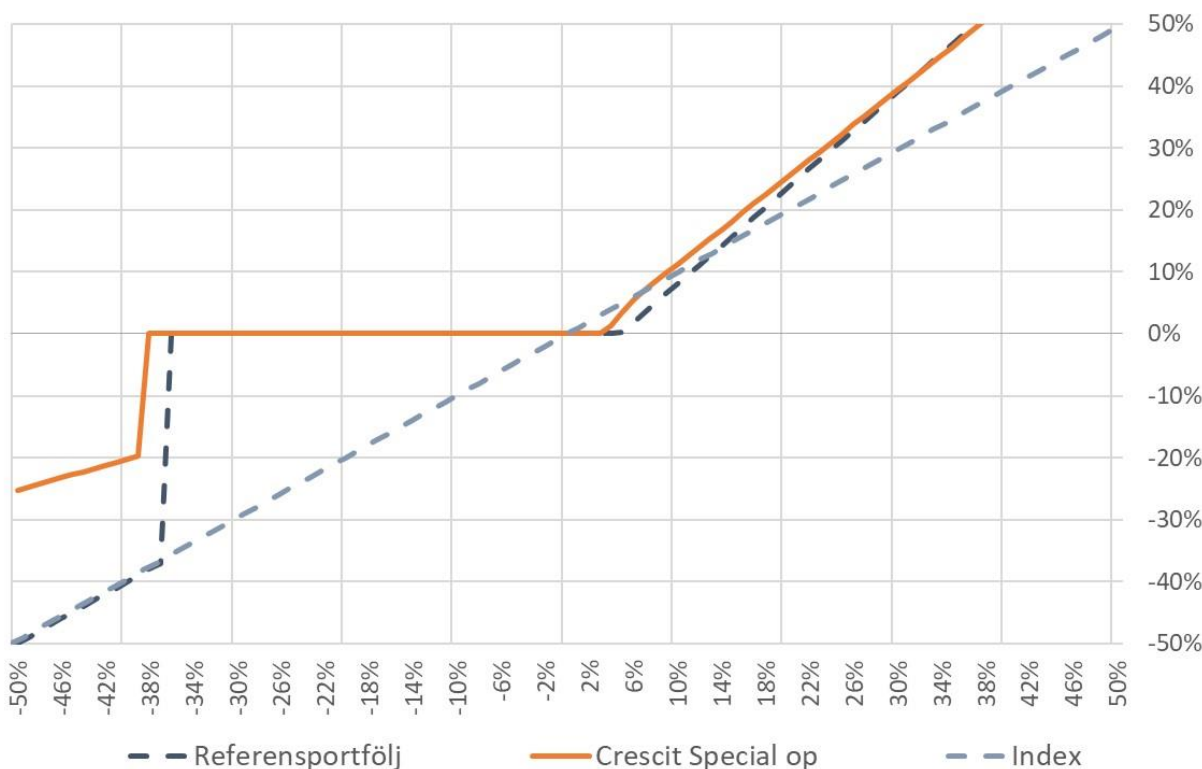
Vi ser en fortsatt hög risk för en andra större rörelse ned på världsindex med anledning av de negativa realekonomiska konsekvenser som fortsätter att gäcka världsekonomin. Den potentiella återhämtningen i både

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. Den fortsatt höga arbetslösheten kommer att pressas ytterligare när korttidslösningarna riskerar att försvinna, vilket skulle göra att alla de som idag inte jobbar faktiskt skulle räknas som arbetslösa och behöva ”riktigt” eller mera klassiskt stöd från välfärden. Återhämtningen har dock börjat sprida sig från aktier och vidare genom kapitalstrukturerna och vi såg en mycket stark utveckling för företagskrediter under månaden, även om de fortsatt laggar uppgången för börsindex. Detta är givetvis att förvänta sig efter en sådan här rörelse men vi ser goda möjligheter för en fortsatt normalisering av kreditspreadar samt fortsatt låga nivåer på inställda betalningar för bolagen som tagit upp lånen till rekordlåga räntor.

En marknad som rör sig snabbt utan att egentligen komma någonstans presenterar i den bästa av världar goda möjligheter för aktiva förvaltare att överavkasta sina jämförelseindex. En trendande marknad som inte svänger nämnvärt ger få till inga möjligheter att justera exponering och riskbild med syfte att generera meravkastning. Om vi får rätt i vår förväntan på volatiliteten så kommer förvaltningen i Crescit att få ytterligare medvind under kommande år. Aktiesubstitut, eller ”Equity Replacement”, har inte varit såhär attraktivt på många 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 en mix av 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 så har vi fortsatt en, relativt mot tidigare, hög exponering mot aktier. Vi vidhåller att det mest troliga är att vi kommer att fortsätta se kraftigt slagiga marknader under året. Den starka återhämtningen har lyft börsindex till mycket höga nivåer relativt den svaga underliggande ekonomin och vi ser en stor risk att den kommande rapportperioden blir en besvikelse för investerarna. Bolagsledningarna kommer troligen att vara betydligt försiktigare i sina prognoser för framtiden för att slippa kovända vid en eventuell andra våg av Covid-19 eller en förlängd nedstängning av samhället.

Höga priser i kombination med en förhöjd risk för besvikelse gör att vi fortsatt har vårt fokus på att nyttja en potentiell rekyll till att öka vår exponering mot världens olika börsindex. Vi har inte ökat exponeringen nämnvärt under månaden som gått mot bakgrund av att vi ser goda möjligheter att köpa börs billigare under sensommaren/hösten. Eftersom volatiliteten, och därmed priset på optioner, håller sig kvar på höga nivåer så ser vi en nytta i att invänta bättre priser för att köpa uppsida. Under tiden fortsätter vi att nyttja relativa felprissättningar och svängningar på ett konstruktivt 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. Vi ser en mycket 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. Just precis nu ser vi anledning att vila på hanen när det gäller ren(rak) börsexponering tills det visar sig att företagen både klarar den rådande Covid-19-krisen och även återanställer i samma utsträckning som de drog ner sina personalstyrkor. För att den ekonomiska återhämtningen, och i förlängningen även de bolagsvinster som driver börsutvecklingen på lång sikt, ska kunna ske på riktigt så måste en stor andel av de som blivit arbetslösa kunna återgå till arbete. Med en strukturellt högre arbetslöshet sjunker den totala konsumtionen och därmed både BNP och bolagsvinster. Utan den återhämtningen så ser vi små möjligheter till en bra tillväxt och en god miljö för aktier. De låga räntorna (och medföljande högre värderingar) kommer dock troligtvis att ligga kvar under överskådlig framtid. Ett ytterligare lägre ränteläge kombinerat med en skarp återhämtning på bred front som understöds av både tillgångsköp från centralbanker och fiskala stimulanspaket från politiker är dock en intressant mix som möjliggör en ordentlig börsuppgång kommande år.

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%							-0,49%

Jonas, Simon och Gustav  
Stockholm den 3e juli 2020