

I väntan på bättre tider, väder, och data: Köp aktier och luta dig tillbaka?

Under maj uppgick avkastningen i Crescit till +1,77 % vilket innebär -2,92 % hittills under året. Månadens avkastning härrör främst från aktiederivat. Lejonparten är hänförlig till de långsiktiga derivatpositioner som byggdes upp under maj månad i samband med att vi sjösatte vår strategi som vi kallar för Crescit Special Opportunity. Det ”aktie-substitut” som vi skapar genom att kombinera derivat gynnas av den starka avslutningen på månaden för SPX, OMXS30, och SX5E efter en tid av konsolidering. Kreditmarknaden fortsatte också att återhämta sig och vår något ökade exponering mot nordiska krediter bidrog även de positivt till fondens resultat.

Efter flera veckor av sidledes rörelse så fortsatte till slut den återhämtning som inleddes i slutet av mars. Vi har under månaden ökat vår exponering mot riskfyllda tillgångar i takt med att priset på optionalitet har fallit. Fokus har under månaden varit på att bygga en långsiktig positionering för en stark börs under de kommande 2 åren. De svansrisker som Crescit specialiserat sig på genom åren är fortsatt mycket högt prissatta jämfört med hur läget sett ut under de senaste åren och denna speciella situation utnyttjar vi just nu. Vår derivatförvaltning gett ett positivt bidrag under året och vi ser goda chanser för att även räntedelen i fonden skall återhämta sig kraftigt under sommaren. Priset på optioner, eller volatiliteten, ligger kvar på historiskt höga nivåer men de fortsätter att erbjuda investerare möjligheten att allokera upp sin exponering mot riskfyllda tillgångar genom en strategi som erbjuder god asymmetri mellan uppgång och nedgång på lite längre sikt. Vi tror inte att vi sett slutet av den rådande krisen riktigt än och räknar med en fortsatt slagig marknad under sommaren. I **Tabell 1** presenteras ett grovt mått på det mest grundläggande argumentet för lanseringen av Special Opportunity.

Tabellen visar den relativa nyttan av att finansiera sin uppsidesexponering via barrieroptioner och hur den har utvecklats under våren. I dagsläget kan investerare finansiera så gott som hela exponeringen för börsuppgång på 24 månaders sikt genom att sälja en barrieroption som enbart orsakar en förlust av kapital om börsen faller mer än -30%. Under inledningen av året, och även under de senaste åren, kunde investerare finansiera betydligt mindre av sin exponering. Denna utveckling ger investerare en möjlighet att köpa optionalitet för börsuppgång trots historiskt hög volatilitet och allokera pengar till börsindex på ett sätt som inte skapar någon förlust vid en fortsatt nedgång upp till -30%, vilket skulle innebära en halvering från toppnivåerna.

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

(100% betyder att hela premientlägget för köpoptionen erhålls genom försäljning av en barrieroption)

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%

Kostnaden för att köpa en ATM-köpoption emot en 70 % barrieroption var nästan tre gånger så hög innan krisen utbröt som nu och förändras dagligen. Hör gärna av er till oss på Crescit om ni vill veta mer om hur denna unika möjlighet fortsätter att utvecklas.

Marknadskommentar

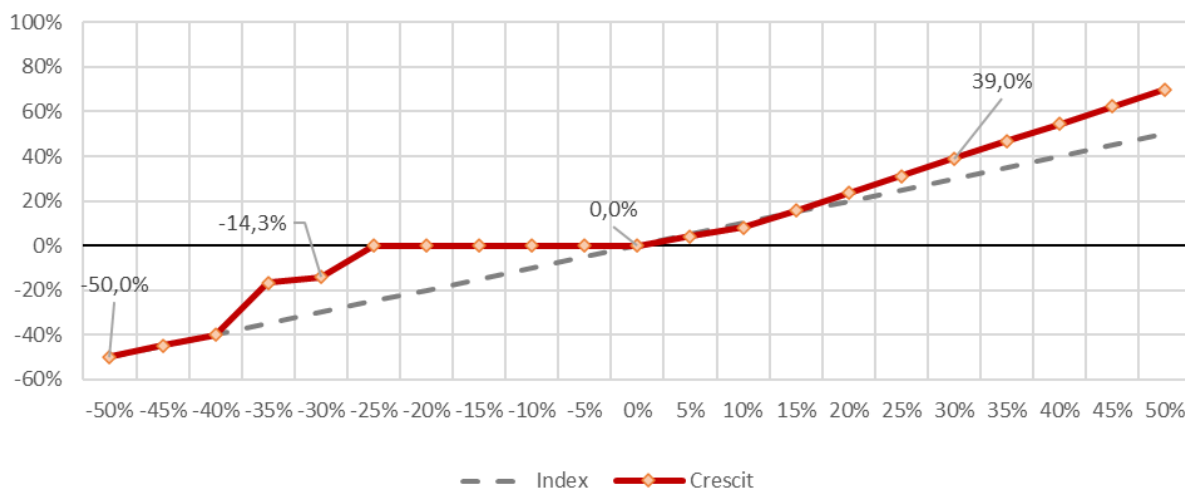
Efter en ganska svag inledning på månaden så avslutades maj med en ordentlig fortsättning uppåt på världens börser. Det svenska storbolagsindexet OMXS30 steg med 3,3 % och har därmed återhämtat lite drygt hälften av den nedgång vi såg under varen. Den starka återhämtningen till trots så kvarstår fortfarande 17 % till de gamla högstanivåerna på 1900 och 9 % till de nivåer som vi inledde året på kring 1770. Vi håller fast vid vår långsiktiga vy att börserna stiger över tid. På kort till medellång sikt ser vi dock fortsatt en hög risk för ytterligare nedgångar. De realekonomiska konsekvenserna har ännu inte börjat synas på riktigt och läget behöver förbättras inom kort för att de fördröjda effekterna av en kraftigt stigande arbetslöshet och försämrat konsumentförtroende inte skall materialiseras och grusa den rådande optimismen. De massiva stödprogram som sätts måste få den effekt de förväntas ha som matchar de högt ställda förväntningarna som prisas in i marknaden.

Volatilitetsytorna har fortsatt att sjunka tillbaka ned mot historiskt mer normala nivåer. I takt med att volatiliteten normaliseras så byts kortsiktig rädsla mot långsiktig osäkerhet och den långdaterade volatiliteten klamrar sig troligtvis fast vid förhöjda nivåer. De långsiktiga effekterna och en potentiell andra våg för viruset är svåra att överblicka och denna osäkerhet bör reflekteras i priset på volatilitet – vilket den också gör. Företagskrediter fortsätter att återhämta sig betydligt långsammare än aktiemarknaden, vilket är normalt och att förvänta.

Det senaste decenniet har karaktäriserats av vad man brukar kalla för volatilitetspremien. Grundtesen är att priset på optionalitet konsekvent är högre än det "borde" eftersom hänsyn måste tas för oförutsedda händelser och osannolika utfall. Vi ser goda möjligheter att denna "sanning" bland investerare kommer att vändas ut och in under kommande tid där investerare som tränats i, och vant sig vid, att volatilitet är något man säljer för att generera en ökad direktavkastning från sin aktieexponering underskattar den osäkerhet vi befinner oss i. Det leder i sin tur till en marknadsmiljö där priset för skydd underskattas och den relativa nyttan av att utnyttja derivat i förvaltningen stiger. Det gynnar oss primärt på två sätt; dels har den relativa prissättningen på risk förändrats på ett sätt som ger oss möjlighet att allokera till riskfyllda tillgångar på ett gynnsamt och asymmetriskt vis, dels ökar den förväntade nytta som aktiv förvaltning bidrar med till resultatet. En marknad som rör sig snabbt utan att komma någonstans presenterar stora möjligheter för aktiva förvaltare, och håller vår tes angående priset på optionalitet så kommer förvaltningen att få ytterligare medvind under kommande år. Aktiesubstitut, eller "Equity Replacement", har inte varit såhär attraktiv som den är i nuläget på många år och med vår goda vana 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 börserna direkt.

Figur 1 visar den positionering som vi strävar efter att bygga just nu och som utgör en konceptuell modell av vad man som investerare kan förvänta sig från Crescit från nu och 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.

Som aktiva förvaltare är vårt mål alltid att erbjuda investerare bättre alternativ än att investera direkt i de underliggande tillgångsklasserna (aktieindexen). Med nuvarande prisbild på barrieroptioner så kan vi återigen strukturera en derivatbok för att erhålla det utfallsrum, fram till sommaren 2022, som visas i figuren 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 en halvering från nuvarande nivåer och knappt -60% från högstanivåerna från februari.

Figur 1: Målavkastning till juni 2022


Fondens utveckling över tid

Vi har under en längre tid haft en negativ syn på världsekonomin överlag men tillgångspriser i synnerhet. Den långa cykeln och svaga underliggande tillväxten med ett inflationstryck som vägrade lyfta skapade många potentiella skörheter. När vi nu nått vad som skulle kunna vara vägs ände för den decennielånga börsuppgång vi sett sedan finanskrisen så lyckades vi med en defensiv allokering undgå att ryckas med i de stora börsfallen under våren. Den relativa styrkan under nedgången måste givetvis sättas i perspektiv till att vår defensiva syn också gjorde att vi inte hängde med under börsuppgången som föranledde fallet. Vi valde att satsa på relativa felprissättningar när världsindex handlade på, i vår mening, artificiellt höga nivåer. Nu har vi dock kommit till ett läge där prisbilden styrker ett mer konstruktivt långsiktigt scenario. Därmed har vi valt att löpande öka vår exponering under våren och vår allokering mot riskfyllda tillgångar är nu högre än på mycket länge. Vi har en fortsatt neutral till svagt negativ syn på aktiemarknaden men utgår också ifrån att skulle det visa sig att vi har fel, förmodat till allas vår stora glädje, så kommer massiva budgetunderskott, stimulanspaket, och populistiska politiker att driva priset på riskfyllda tillgångar till nya högstanivåer innan 2023.

Förväntansbild & Positionering

Under våren har fonden ökat exponeringen mot börsen efter en lång period av låg följsamhet mot index. Vår kärny är fortsatt att marknaden kommer att fortsätta att svänga kraftigt under resten av året och vi bygger därför för positionering med stor försiktighet. Vi är i grunden konstruktiva men ser en förhöjd risk för en andra rörelse ner som sig brukar under tidigare börskrascher genom historien. Priset på optionalitet har i viss utsträckning normaliserats vilket gör det enklare att handla kortsiktigt och taktiskt. Vi fokuserar på att nyttja svängningar och relativa felprissättningar samtidigt som vi löpande bygger en långsiktig grundpositionering. Volatilitetsytorna har normaliserat ytterligare under månaden men har fortfarande en bra bit kvar till de nivåer som rådde innan pandemin med Covid-19 tog sin början.

Vi är fortsatt skeptiska till att de stora stimulanspaketen får den genomslagskraft som förväntas av marknaden och prognosmakare. Verkligheten tar ofta längre tid på sig än vad man vill tro och det kan ställa till det för återhämtningen. Både centralbankirer och politiker över hela världen kommer att fortsätta att göra allt de kan för att rädda ekonomin men deras insatser måste också få önskad inverkan och stötta ekonomin på rätt ställe. Tillgången till finansiering och stöd måste vara snabbåtkomlig och lättillgänglig för att småföretag med låga buffertar och små marginaler ska kunna nyttja den innan de tvingas lägga ner sin verksamhet. I vår mening vilar

hela återhämtningen på att arbetsmarknaden klarar den enorma press som den nu utsätts för. Om företagen klarar sig och börjar återanställa avskedade arbetare och avsluta permitteringar och liknande åtgärder så ser vi goda möjligheter för en fullgod återhämtning inom relativt snar framtid.

Vi är taktiskt överviktade mot Europa för att dra nytta av en potentiellt bred återhämtning globalt men fortsätter att allokeras upp under försiktighet. I slutändan kommer världen sannolikt att fortsätta växa med stöd från ultralätt penningpolitik och nyfunna finanspolitiska stöd, men vägen framåt ser av allt att döma ut att kunna bli krokig. Det finns anledning att förvänta sig en långsam uppgång i inflationstakten för de utvecklade ekonomierna när den omedelbara deflationsvägen av krisen har lagt sig men centralbankerna, och då främst amerikanska Federal Reserve, kommer att vara mycket försiktiga med att höja räntan under kommande år efter det trauma de orsakade tillgångsmarknaderna när de senast försökte strama åt penningpolitiken (under 2018). På marginalen har alltså vår syn på medellång sikt förändrats till det positiva, speciellt för europeiska tillgångspriser.

Fonden inledde månaden med en, för oss, ovanligt hög exponering mot riskfyllda tillgångar som gynnat oss under månaden. Vi ser fortsatt en högre nytta av att äga marknadsbeta än vi sett på många år efter den breda och aggressiva nedgången som nu följs av enorma stimulanser. Vår positionering reflekterar vår tro på en fortsatt skakig marknad som kommer att kastas mellan hopp och förtvivlan under sommaren men vidhåller en konstruktiv underton mot bakgrund av det fantastiska köpläge som uppstod under våren för den långsiktige investeraren. Detta köpläge ämnar vi kombinera med den extra nyttan som tillkommer genom derivatförvaltning för att under kommande år leverera en mycket god riskjusterad avkastning till våra andelsägare.

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%								-2,92%

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 5e juni 2020