

Stark börs trots tveksam konjunktur. Valfläsk och nollränta men arbetsmarknaden bör avgöra.

I augusti uppgick avkastningen i Crescit till +5,29 % vilket innebär +5,95 % sedan årsskiftet. Månadens avkastning är främst hänförlig till våra långsiktiga indexderivat. Den breda uppgången för världens utvecklade marknader medförde att våra långdaterade derivat gav ett mycket starkt bidrag. Dessutom bidrog både våra räntebärande positioner och vår kortsiktiga derivathandel positivt till resultatet vilket gjorde augusti 2020 till den starkaste månaden i Crescits historia. Detta är vi självklart mycket nöjda med. Under månaden ändrades vår exponering mot riskfyllda tillgångar löpande och vi gjorde kortsiktigt mycket omfattande förändringar av riskbilden vilket hjälpte oss att skapa vår goda avkastning.

Hela årets tidigare börsnedgång för OMXS30 har i princip återtagits även om det fattas en bit till högstanivåerna från februari. Det är något förvånande givet konjunkturläget och alla orosmoln på himlen (Amerikansk presidentval, upptrappning av handelskonflikter igen och en eskalerande pandemi för att nämna några). Trots detta vidhåller vi vår exponering för en stigande börs. Låga räntor och stimulansåtgärder driver efterfrågan på aktier och utöver detta har dessutom privatinvestorer hoppat på tåget i allt större utsträckning. Trots brett deltagande och ett mycket positivt, på gränsen till exstatiskt, sentiment så finns det fortfarande en del kassa kvar hos institutionella investorer som även den kan nyttjas för att höja börserna ytterligare. Osäkerheten är dock fortsatt hög och vi ser goda möjligheter till en mindre rekyll under de kommande månaderna. Efter en volatil vår så har vi under sommaren drivit tesen att om pandemin inte förvärras så kommer volatilitetsytorna att fortsätta normaliseras och volatiliteten har fortsatt att sjunka, om än mycket långsamt. Vi väntar tålmodigt på ett bra läge att allokera upp ordentligt när både indexnivåer och priset på optioner tillsammans ger ett bra köpläge.

Vi har under sommaren byggt upp en position i en så kallad "Best-Of" köpoption. Det är en variant av option som exponerar oss mot ett flertal underliggande (index) men där avkastningen bestäms enbart av det index som stiger mest under perioden fram till förfall. Optionen säkerställer därmed att ägaren får den bästa möjliga avkastningen av de index som används och de höga korrelationerna mellan index har gjort prissättningen ovanligt attraktivt relativt priset för vanliga köpoptioner. Rationalen bakom investeringen bygger på flera argument men den viktigaste orsaken är att vi ser framför oss en period av stor osäkerhet där vi identifierat tre huvudscenarion:

1. **Reflation**¹: Ett eventuellt vaccin tillsammans med stora stimulanser och återöppning av ekonomin kommer tillsammans med TINA skapa en miljö där höga multiplar motiveras på höga, och stigande, bolagsvinster till bekostnad av växande skuldsättning som kan påstås vara ett problem för en annan dag.
2. **Status-Quo**: Nuvarande situation består med restriktioner och stimulanser med låga räntor och fortsatt dominans från de stora amerikanska mega-cap techjättarna där cykliskt fortsätter att lagga och låga räntor driver tillväxtbolag med sekulär medvind till än högre nivåer.
3. **Andra våg**: och ytterligare ett större börsfall: Stramare restriktioner och stimulanser/nödåtgärder som till slut upphör driver världsekonomin ned i en långvarig och djup lågkonjunktur med låga multiplar och låga bolagsvinster som följd där börsen troligtvis faller ned emot, och kanske förbi, de lägstanivåer vi såg i mars.

Det är mycket svårt att förutspå vilket av ovan, om ens något, utfall som är troligast att spela ut och därför har vi valt att nyttja de höga korrelationerna för att exponera oss på ett sätt som gynnas oss i samtliga utfall. En cyklisk reflation förväntas driva europeiska och svenska aktier som är mycket konjunkturkänsliga medan amerikanska aktier förväntas gå något svagare i den miljön. I scenario 2 förväntar vi oss en fortsatt stark amerikansk aktiemarknad som tack vare sin höga koncentration och exponering mot tech och läkemedelsbolag fortsätter att prestera bättre än omvärlden. I det något mörkare tredje scenariot så drar vi nytta av optionaliteten i positionen och riskerar enbart den premie vi betalat för köpoptionen och har ett eventuellt skydd av en stigande volatilitet. Positionen ger oss därmed en relativt gynnsam exponering i samtliga utfall som vi ser som mest troliga. För detta

¹ Reflation innebär en återgång från en desinflation där tillväxt och inflation båda tar fart (igen) från låga nivåer.

betalar vi en premie som är högre än premien för vanliga köpoptioner men där korrelationen under våren gav oss möjlighet att köpa in oss på en bättre nivå.

Marknadskommentar

Börsutvecklingen under augusti liknade den vi såg under både juni och juli. Storbolagsindex öppnade mycket starkt för att toppa ur redan efter en dryg vecka och handlade sedan sidledes under resten av månaden. Som vanligt med undantag för den amerikanska börsen som fortsätter att stiga. S&P500 noterades under månaden för ett nytt ”All Time High” efter att ha gått igenom de tidigare högstanivåerna helt utan motreaktion. Månadens utveckling summeras till 3,5 %, 7,0% och 3,1% för OMXS30, S&P500 och Eurostoxx50 respektive. Brittiska FTSE 100 fortsätter att handla svagt och noterades under augusti för en uppgång om endast 1,1 %.

Vi har fortsatt en liten övervikt mot europeiska aktier med tron att en långvarig börsuppgång bör vila på ryggen av en bredare återhämtning. Vår huvudtes är att stimulanserna (om de funkade) kommer att elda på konjunkturcykeln för ytterligare en minicykel likt de vi sett sedan 2009. Detta bör medföra kraftiga vinstökningar för cykliskt exponerade bolag som också får stöd av den svaga amerikanska dollarn som ger ytterligare stimulans. En mindre varningsflagga måste dock resas för att de ledande ekonomiska indikatorerna har tappat fart under sommaren och den ekonomiska aktiviteten är fortsatt nedstämd.

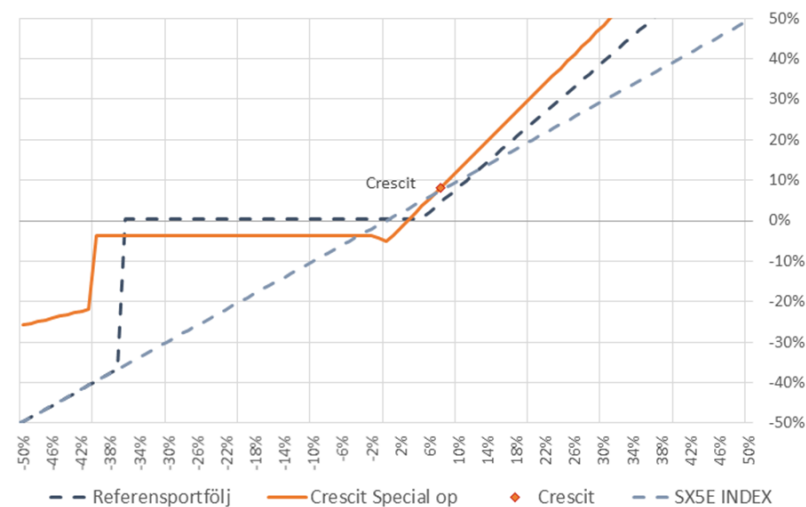
Risken för en andra större börsnedgång är långt ifrån borta och vi jobbar därför aktivt med att reducera risken på ett effektivt sätt. De snabbt stigande börserna har tillsammans med fallande bolagsvinster skapat mycket ansträngda värderingsnivåer och vi är fortsatt skeptiska till hastigheten i återhämtningen. Arbetsmarknaden kommer troligen att behöva lång tid på sig för att återgå till de tajta nivåer som rådde innan nedstängningarna. På längre sikt så ser vi potentiella problem då globala värdekedjor nedmonteras i samband med en deglobalisering. Nu har vi sett vad som händer med internationella tillverkningskedjor när de på allvar stöter på problem. Vi såg gränser som stängdes för export av hälsovårdsmaterial som bedömdes strategiskt viktiga på hemmamarknaden. Det hade kunnat få mycket ödesdigra konsekvenser på andra håll i världen och visar tydligt på hur en optimerad tillverkningsprocess blir mycket mindre flexibel och robust när outnyttjad kapacitet optimeras bort.

Vi gjorde under augusti två större justeringar av riskbilden för fonden. Genom kortsiktiga optionsstrukturer valde vi att skydda oss mot en rekyll efter den starka inledningen på månaden. Den förhöjda volatiliteten möjliggör skydd mot en rekyll som inte begränsar exponeringen för fortsatt uppgång nämnvärt. Den andra större justeringen vi gjorde var att konsolidera svansriskerna i fonden genom att även här nyttja korrelationen mellan index. Vi ersatte ett flertal av våra sålda svansrisker på enskilda index med en mindre position i en ”Worst-of” barriäroption. Precis som i ovan diskuterade ”Best-of” så betyder det att vi erhåller avkastningen från det sämsta indexet i den underliggande korgen givet att barriären är bruten på slutdagen. För detta erhåller vi en premie som överstiger premien på enskilda index och vi kunde därmed ersätta en stor andel av våra befintliga svansrisker med en mindre nominell exponering mot en (i teorin) mer sannolik händelse. I en större negativ rörelse så anser vi risken vara stor att samtliga index ”bryter barriären” vilket gör att vår minskade nominella exponering ger oss ett betydligt större utrymme att agera. Efter justeringarna så ser vår nuvarande positionering ut som nedan i **Figur 1**.

Vi vidhåller att vi genom att nyttja den förhöjda volatiliteten som uppstod i samband med COVID-19 kan erbjuda ett fullgott alternativ till att äga aktier med betydligt mildare nedsida vid ytterligare börsfall. Derivatet vi använder oss av ger oss möjlighet att allokera till en portfölj som erbjuder en mycket gynnsam asymmetri mellan uppsida och nedsida och efter att ha dragit nytta av detta under våren så är vi nu i det närmaste fullt allokerade med en betydligt bättre nedsidesexponering tack vare nogsamt val av långdaterade svansrisker att ställa. Vi fortsätter också att löpande nyttja relativa felprissättningar på volatilitetsytorna (exempelvis en ovanligt brant kortdaterad skew) för att finansiera vår positionering och upprätthålla vår exponering mot riskfyllda tillgångar.

Figur 1: Målavkastning till juni 2022

Portföljen utgörs primärt av olika optioner med löptid från 12-24 månader som ger ett mycket gott skydd mot en börsnedgång på -40 % från dagens nivåer. Exponeringen utgörs primärt av S&P500, Eurostoxx50 och OMXS30 samt FTSE 100. Referensportföljen är den långsiktiga målbild som vi satte upp i samband med lanseringen.

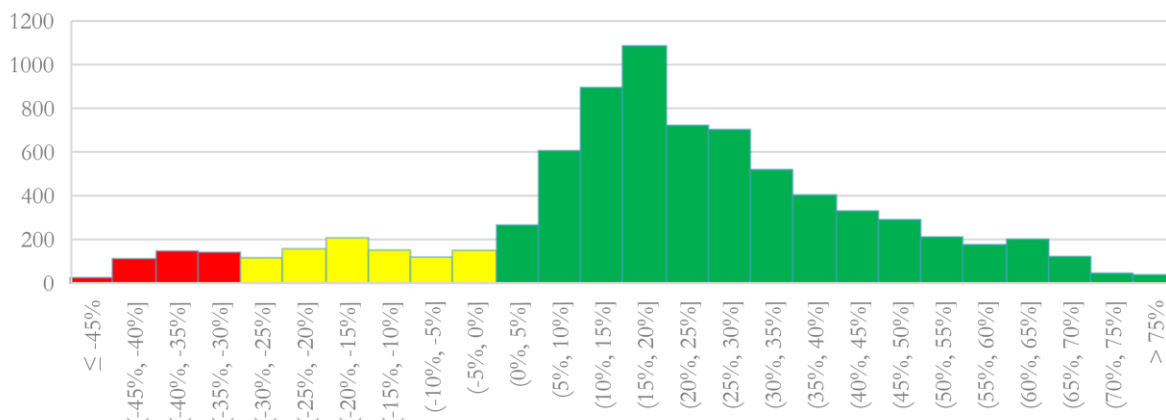


Positioneringen är tidskänslig så tillvida att en normalisering av volatilitetsytorna kommer att göra det mycket svårt att återskapa portföljen i ett senare skede. Dock kvarstår möjligheten och det går fortfarande att nyttja asymmetrin varför vi valt att fortsatt hålla fonden öppen för insättningar från investerare med en tidshorisont på minst två år. Priset för barrieroptioner ligger kvar på högre nivåer än de gjort på många år vilket gör en investering i aktiesubstitut likt det som Crescit erbjuder till ett ovanligt starkt alternativ till att äga aktier direkt. **Speciellt om man tycker att återhämtningen gått lite för fort och att de finansiella marknaderna riskerar att ha tagit ut segern över viruset lite i förtid.**

Bild 1 nedan visar ytterligare ett sätt att visualisera exponeringen vi erbjuder. Gröna staplar symboliserar positiva utfall och utgör ca 85% av de historiska utfallen sedan 1987. I dessa fall skall Crescit leverera börsens hela avkastning på två års sikt med dagens positionering. De gula staplarna, som utgör ca 10% av utfallen, representerar vad vi kallar de ”kapitalpreserverande” utfallen där aktier avkastar negativt men barriärerna i Crescits exponering gör att våra investerare behåller hela sitt allokerade kapital trots börsnedgång. De röda staplarna representerar förlustdrivande utfall och utgör ca 5% av alla historiska utfall. I dessa fall levererar Crescit i skrivande stund en nedsida som är ungefär hälften av börsnedgången. (Exempelvis -15 % på en -30 % börsnedgång likt den vi såg i våras) Bilden visar tydligt på nyttan av att allokera till aktierisk genom ett aktiesubstitut istället för ren börsexponering.

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

2 års rullande utveckling S&P500



Förväntansbild & Nästa Fas för fonden

Under sommaren har vi löpande ökat vår exponering mot riskfyllda tillgångar efter att vi stöpte om fonden i slutet på april. Vi har nu en mycket hög exponering jämfört med tidigare i Crescits historia. Vi har befunnit oss i en uppbyggnadsfas och allokerat upp risken allteftersom möjligheter har getts under sommaren. Nu påbörjar vi nästa fas i vår långsiktiga strategi då vi fokuserar på att bibehålla vår känslighet på uppsidan och samtidigt minimera vår exponering på nedsidan.

Med facit i hand så kan vi konstatera att Crescit sedan maj är upp 9,14 %. I jämförelse är MSCI-World upp 14,3% sedan dess och S&P500, OMXS30, och Eurostoxx50 är upp 15,0%, 8,4%, 7,3% respektive. Vi är mycket nöjda med avkastningen och att vi skapat den med en volatilitet som är ungefär hälften av vad börsen gjort. Vilket gör att vi just nu har en Sharpe-kvot på ca **0,9** (9 % avkastning med 10% volatilitet). För kalenderåret summeras Crescits utveckling till 5,95% att jämföra med utvecklingen för MSCI-W, S&P500, Eurostoxx50 och OMXS30 respektive som är 4,1%, 8,3%, -12,6% och -0,3%. Detta är i linje med förväntansbilden för Crescit som levererat en konkurrenskraftig avkastning med betydligt lägre volatilitet.

Vi kommer tveklöst att få se ytterligare korrektioner och rekyler under de kommande åren och vi tror att vi fortsatt får se en slagig marknad, inte minst till årsskiftet. Vår vana trogen kommer vi att fortsätta nyttja dessa slag för att skapa en gynnsam asymmetri mellan uppsida och nedsida. Vi tror dock fortsatt på en stark utveckling för aktiemarknaden under kommande år eftersom låga räntor tvingar investerare att köpa aktier i brist på alternativ. Höga värderingar och höga förväntningar ökar risken för en korrektion under hösten och vi anser oss ha goda chanser att få ytterligare ett bra långsiktigt köpläge under hösten. Om stimulanserna får fäste och arbetsmarknaden fortsätter att återhämta sig ser vi några mycket goda börsår framför oss. Lättas det på restriktioner världen runt och konsumtionen tar fart igen så är risken överhängande att historieböckerna tvingas tillskriva centralbankirerna ännu en seger över den mytomspunna konjunkturcykeln.

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%	5,29%					5,95%

Jonas, Simon och Gustav

Stockholm den 4:e september 2020