

Presidentval och rapportsäsong minskar riskaptiten. Återhämtningen är stark men vart är vi på väg?

I oktober uppgick avkastningen i Crescit till -2,65% vilket innebär +3,45% under 2020. Den negativa avkastningen kom under månadens sista vecka under vilken börsen föll mycket skarpt. Börsnedgången drabbade våra långsiktiga derivatpositioner negativt och dessa gav ett negativt bidrag till resultatet med ca -5,0%. Totalavkastningen stöttades dock av kortsiktiga säljoptioner som vi använt för att skydda portföljen mot en potentiell nedgång i samband med det amerikanska presidentvalet, vilka gav ett positivt bidrag på ca +2,5% under månaden. Mycket av den förlusterna kommer från att volatiliteten steg under månaden. Det medför att våra barriäroptioner får ett större negativt värde i vårt NAV. Effekten kan jämföras med hur en obligation sjunker i pris när räntan stiger. Eftersom värdet på slutdagen är detsamma så stiger den förväntade avkastningen med samma belopp som priset sjunkit. Därmed så ökade alltså Crescits långsiktiga förväntade avkastning under månaden samtidigt som månadsavkastningen blev negativ. Påverkan på resultatet blev något större än normalt eftersom månadsskiftet inträffade mitt i en börsnedgång som gjorde att optionspriserna spreadade isär.

I vårt förra månadsbrev skrev vi att den dåvarande rekylen var ett bra läge att öka sin exponering mot riskfyllda tillgångar. Den prognosen visade sig vara mycket rätt i nästan två hela veckor då även oktober inleddes med starka börsuppgångar och sjunkande kreditspreadar. Efter några veckor vände dock börsen ner i samband med att COVID-19 påbörjade vad som verkar vara en andra våg i västvärlden och upploppet till presidentvalet i USA startade. MSCI- World föll med -3,1% under månaden och noteras därmed åter för en nedgång under detta kalenderår. Även denna månad är det vår aktiva förvaltning med fokus på att understödja och skydda den långsiktiga exponeringen som hjälpt oss att slå de större börsindexen. Efter den starka inledningen valde vi att öka vårt skydd mot en potentiell börsnedgång vilket gynnade vår totalavkastning. Detta är i linje med vårt långsiktiga mål att generera en konkurrenskraftig avkastning till betydligt lägre volatilitet. Sedan vi återlanserade vårt ursprungstänk i samband med valborg har Crescit genererat +8,45% i avkastning.

Det fjärde kvartalet inleddes med en kraftig nedgång för börsindex. Efter -6,1% nedgång noteras svenska storbolagsindexet OMXS30 nu till -3,1% för året. Vi begränsade under månaden vår exponering mot riskfyllda tillgångar inför det kommande presidentvalet samt de kvartalsrapporter som skulle komma under månaden. Bolagsrapporterna mötte högt ställda förväntningar och vår försiktiga hållning visade sig vara befogad när de trots starka siffror möttes av ett negativt tolkningsföreträde och i många fall en sjunkande aktiekurs. Vi har inte ändrat vår konstruktiva grundsyn utan står kvar vid att duvaktiga centralbanker och stimulansvilliga finanspolitiker skapar en gynnsam miljö för aktier. Fortsatt låga räntor tvingar investerare in i allt mer riskabla tillgångsslag för att jaga sina i många fall något orimliga avkastningskrav (i rådande miljö). Denna miljö passar Crescit alldeles utmärkt då vi anser att vi är på väg in i en längre period av stora slag på de finansiella marknaderna. I den miljön har aktiv förvaltning mycket goda förutsättningar för att skapa mervärde och om det visar sig att totalavkastningen för aktier blir låg, eller till och med negativ, under kommande 3-5 år så kommer det vara mycket viktigt att det finns alternativa avkastningsdrivare som kan generera en positiv avkastning även då.

Den andra våg av COVID-19 som nu sprider sig var inte oförutsägbar men tyvärr har flera länder hamnat i en dålig sits efter att ha släppt för mycket på restriktionerna. Dödligheten är mycket lägre idag än i våras vilket tyder på att sjukvården är bättre förberedd denna gång. Dock fortsätter den ekonomiska återhämtningen att halta och världen dras med hög arbetslöshet och nya nedstängningar med alla dess problem. För investerare har detta medfört lägre värderingar och ett, enligt oss, bra köpläge för den långsiktige. Osäkerheten passar Crescit som fortsätter att nyttja den höga volatiliteten. Världen kommer att repa sig även från denna kris och de stora stimulanserna bör hjälpa de ekonomiska hjulen att börja snurra igen. Derivatförvaltning är inte beroende av en stigande börs för att skapa en positiv avkastning och Crescits inbyggda exponering mot fallande volatilitet skapar värden också i marknader som handlar sidledes över tid vilket kan visa sig vara en viktig komponent i en portfölj för exempelvis en stiftelse vars åtagande inte minskar med sjunkande tillgångspriser. Vi siktar på att erbjuda en god avkastning även i en sådan miljö för att möjliggöra för våra investerare att gottgöra sina åtaganden.

Marknadskommentar

Oktober var sitt säsongmönster troget och bjöd på en svag börsutveckling. Amerikanska S&P500 stängde månaden på 3270 vilket medför -2,8% på månaden. En intressant, om möjligen inte särskilt användbar, anekdot i sammanhanget är att om börsen stiger de tre sista månaderna innan ett amerikanskt presidentval så har det sittande partiet (med sin presidentkandidat) vunnit det kommande valet alla gånger utom 1, vilket betyder 88% träffsäkerhet. Augusti inleddes med S&P500 på nivån 3271 där en stark augusti följdes av två svaga månader. Med följande resonemang kan man alltså hävda det troligt att Joe BIDEN vinner valet på tisdag även om vi är aningen skeptiska till vetenskapligheten i studien. Detta baseras nämligen på den nedgång av -0,04% som S&P500 genomled under augusti, september, och oktober.

I likhet med sommarens handelsmönster inleddes månaden starkt och ledande storbolagsindex toppade ur strax innan mitten på månaden. Därefter följde en sidledes rörelse som övergick i en (hittills) mindre rekyl. De marknader som vi primärt använder oss av föll samtliga under månaden. Eurostoxx50 gick som vanligt svagast och noterades för -7,4%. SX5E noteras därmed för -21,0% för året. Den svaga utvecklingen för icke-amerikanska aktier har belastat Crescits avkastning under sommaren men tack vare kortsiktig aktiv handel med säljoptioner (som vi redogjort för i tidigare brev) har vi lyckats säkra hem en del av den avkastning som vi genererat i europeiska aktier och bidraget sedan april är i nuläget strax under +2%. Riskhanteringen visar att det går att skapa värde med aktiv förvaltning även i marknader som rör sig sidledes.

Den övervikt mot europeiska aktier som vi haft under sommaren har självreglerats till en svag undervikt efter att nedgången gjort att våra långsiktiga köpoptioner har hamnat längre bort från pengarna. Vi utnyttjar den möjligheten som uppstått till att justera vår positionering så att vi får ytterligare bättre utväxling vid en återgång till tidigare högstaniåer vilket vi ser som mycket sannolikt under de kommande åren, även om det kan ta lite tid. Den bredare konjunkturåterhämtning som vi väntat på lyser tyvärr fortsatt med sin frånvaro och detta har drabbat börserna under månaden. En andra våg som skapar större nedstängningar sätter käppar i hjulet för det huvudscenario som prognosmakare målat upp sedan i somras. Förhoppningen att bolagsvinsterna skulle återhämta sig under 2021 till de nivåer som de låg på 2019 blir allt osannolikare i takt med att uppstarten av ekonomin skjuts på framtiden. Denna risk har alltid funnits där och som förvaltare är det vårt uppdrag att ta höjd även för eventualiteter. Därför har vi trots vår konstruktiva grundsyn haft en ansevärd mängd skydd i våra portföljer. Skyddet är dock av sådan karaktär att det inte belastar vår avkastning nämnvärt ifall det visar sig vara köpt i onödan. Som derivatförvaltare arbetar vi aktivt för att utnyttja volatilitetsytorna, med avsikten att erhålla en effektiv exponering vare sig det är för börsuppgång eller börsnedgång.

Strategi & Långsiktig målsättning

Exponeringen är primärt mot S&P500, Eurostoxx50 och OMXS30. I dagsläget är risken relativt balanserad mellan dessa index. Portföljen ger ett bra skydd mot en börsnedgång på -40% från dagens nivåer med målsättning att erbjuda full uppsida i en eventuell börsuppgång. Positioneringen möjliggörs av den attraktiva asymmetri som uppstått mellan priset på säljoptioner och priset på köpoptioner i kölvattnet av vårens börsfall. Asymmetrin gör en investering i Crescit till ett betydligt bättre alternativ än att äga aktier direkt för en långsiktig investerare. Detta gäller speciellt för investerare som önskar en något mjukare nedsida mot bakgrund av den höga osäkerheten. Crescit använder sig utöver huvudstrategin också av räntebärande instrument och kortsiktig diskretionär derivathandel för att skapa en högre riskjusterad avkastning.

Under höstens två negativa börs månader har vi främst fokuserat på att justera vår långsiktiga exponering med syfte att erhålla en bättre uppsidesexponering på medellång sikt. Vi utnyttjar därmed att vi undvikta stora delar av nedgången för att skapa en långsiktig överavkastning. (Crescit ca. -2.3% under perioden vs MSCI-World ca -6,6%)

Förväntansbild & Nuvarande fas i förvaltningen

För att kunna leverera en hög avkastning med begränsad risk så arbetar vi löpande med riskhantering och att justera vår strategiska allokering. I absoluta tal har Crescit just nu en relativt låg exponering mot börsen. Det är ett resultat av att vi skyddat oss mot en nedgång på kort sikt i samband med presidentvalet och i linje med vårt arbete för att begränsa risken för investerat kapital. Vi räknar med att kunna öka vår exponering i samband med valet inför vad vi tror kan bli en stark avslutning på året och ett bra börsår under 2021. Vi utgår ifrån att ett valresultat, så länge det accepteras av båda sidor, är en positiv katalysator för riskaptiten och därmed för börsen. Den tillträdande presidenten kommer ha valrörelsens jämna upplopp i färskt minne och har fyra år på sig att genomföra sin politik med en kongress, investerarkår, och centralbank som aldrig någonsin varit lika förlåtande som de är idag. Det vinnande partiet kommer i vår mening möta ovanligt lite motstånd kring att utöka budgetunderskottet och med låga räntor skapas goda möjligheter för att belåna sig för att öka tillväxten på ett sätt som vi inte sett sedan andra världskriget. Huruvida det är hållbart i längden eller för den delen ansvarsfullt agerande låter vi i Crescits förvaltningsteam vara osagt, men däremot konstaterar vi att det skapar en gynnsam miljö för tillgångspriser på några års sikt.

För kalenderåret summeras Crescits utveckling till +3,45% att jämföra med utvecklingen för MSCI-World, S&P500, Eurostoxx50 och OMXS30 respektive som är -2,8 %, +1,2 %, -21,0 % och -3,1 %. Detta är i linje med förväntansbilden för Crescit som levererat en mycket konkurrenskraftig avkastning med betydligt lägre volatilitet. Av våra relevanta jämförelseindex är det enbart S&P500 som noteras för en uppgång under året vilket är ett resultat av dess stora övervikt av sektorer såsom teknologi och hälsovård. Att Crescit levererat en avkastning som överstiger samtliga index är vi givetvis mycket nöjda med. Vi siktar på att öka vår allokering mot riskfyllda tillgångar inom kort då vi ser den nuvarande nedgången som ett köpläge i den längre upptrend som inleddes efter börsfallet i våras. Tids nog är oddsen goda för ett fungerande vaccin och lättare restriktionerna samtidigt som de fördröjda effekterna av stimulerande penning- och finanspolitik börjar få fäste på allvar skapas en mycket potent mix av positiva faktorer för de finansiella marknaderna.

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%	0,29%	-2,65%			3,45%

Jonas, Simon och Gustav

Stockholm den 3:e november 2020