

Vaccin mot Covid-19 lyfter och roterar, krisen eskalerar och allt handlar om tidshorisont.

I november uppgick avkastningen i Crescit till +8,36 % vilket innebär +12,09 % för året. Fondens bästa enskilda månad någonsin drevs av den mycket starka uppgången för riskfyllda tillgångar efter nyheten att flera fungerande vaccinkandidater mot COVID-19 har hittats. Merparten av avkastningen kom från våra långsiktiga köpoptioner och resultatet dämpades av de skydd som vi inhandlat för att minska risken under månaden. De snabbt sjunkande kreditspreadarna gjorde att även våra räntebärande investeringar bidrog till det positiva resultatet under månaden.

Den andra våg av COVID-19 som under oktober genererade negativa börsrörelser har fortsatt att eskalera under november och virusets framfart är mycket värre än det var i våras (antalet personer som testar positivt). Den oroväckande utvecklingen fick dock inget genomslag på tillgångspriserna eftersom det under månaden framkom att ett flertal stora läkemedelsbolag har hittat mycket starka kandidater till ett vaccin. Efter att det amerikanska presidentvalet avklarades utan större dramatik så hade ledande aktieindex redan återhämtat mycket av sina fall från oktober och denna rörelse fick ytterligare bränsle när vaccin-nyheterna släpptes. Marknadens glädjeskutt var en väntad reaktion på de positiva nyheterna och framtidshoppet stärks för en framtid då allt är som det brukade vara. MSCI-World steg under månaden med +12,7 % och noteras därmed för en uppgång på +9,5 % under 2020.

November var en av de starkaste börsmånaderna någonsin. OMXS30 steg under månaden med +11,6 % (att relatera till den negativa marsmånaden då magnituden var -11,1 %) vilket lyfter årsavkastningen för svenska storbolag till +8,2 % för året och indexet har därmed nått nya högstanivåer för första gången sedan februari (i år). Merparten av den positiva avkastningen kom redan under månadens två första veckor och de två avslutande veckorna bjöd på en något mer avvaktande handel. Oktober avslutades dock på botten av den senaste rekyl och november-rörelsen resulterade ”bara” i en total uppgång på +4,8 % sedan september. De positiva omställningarna under månaden stämmer väl med vår förväntansbild och positionering. Det fortsatt oroväckande nuläget gör att vi kan förvänta oss fortsatta stimulanser i väntan på distributionen av vaccinet vilket skapar en mycket god miljö för riskfyllda tillgångar och vi anser dem ha bra förutsättningar för att leverera bra avkastning även under kommande år 2021. Vi blåser inte faran över riktigt ännu eftersom mycket ännu kan hända under tiden som vaccinet rullas ut och har temporärt minskat exponeringen mot riskfyllda tillgångar efter den starka uppgången.

Under månaden sjönk den förväntade volatiliteten (dock inte nödvändigtvis risken!) för aktieindex mycket fort och därmed har den miljö som Crescit befinner sig i ändrats i viss utsträckning. Vi har gått från en miljö av ovanligt hög volatilitet som är attraktiv att sälja till en något normalare miljö där vi föredrar en mer balanserad exponering mellan köpt och såld volatilitet (optionalitet). Vi jobbar därför löpande med att reducera nedsides-exponeringen i vår portfölj när fallande volatilitet och stigande börsindex gjort att de barrieroptioner vi sålde under sommaren har sjunkit i pris. I enlighet med vår långsiktiga strategi har vi fortsatt stort fokus på att hålla en begränsad förlustrisk för investerad kapital. Vi kommer framöver att försöka vara köpare av förväntad volatilitet i större utsträckning.

Börsen (exemplifierat av MSCI-World) inledde året i en ”vanlig” låg-volatilitets-miljö under vilken vi hade övervikt mot köpt optionalitet. Under årets första kvartal föll globala aktier med -34,4 % som mest och Crescit föll under samma period -5,96 %. Där och då uppstod en möjlighet att lägga om vår förvaltning med tonvikt på att nyttja den höga volatiliteten för att sälja barrieroptioner. Den starka relativa utvecklingen och lägre volatiliteten visar på nyttan av att arbeta med derivat och hur dessa effektivt kan komplettera en traditionell förvaltning genom att tillföra en konkurrenskraftig avkastning med lägre risk i större börsnedgångar.

Marknadskommentar

Med Joe Bidens seger över Donald Trump i det amerikanska presidentvalet inleddes en rotation från teknik- och tillväxtbolag till konjunkturkänsligare värdebolag. Rotationen fick ytterligare bränsle av vaccin-nyheterna och ledande börsindex fortsatte sin återhämtning efter vårens krasch. Vi har väntat på ett vaccin och de som hittills lanserats verkar vara både effektiva och möjliga att distribuera i stor skala. Vi anser detta vara mycket positivt för

riskfyllda tillgångar och det föranledde också det ordentliga fall i förväntad volatilitet som vi väntat på under sommaren. Inför månaden hade vi en låg nettoexponering mot implicit volatilitet för att inte missgynnas av en normalisering i volatilitetsytorna. Vi ser nu goda möjligheter att köpa optioner inför nästa år på attraktiva nivåer.

Statliga nödgärder har stoppat fallande (försvinnande) försäljningssiffror från att medföra företagskonkurser och vaccinet gör nu att vi ser ut att undvika dem helt. Centralbankirer och politiker världen över får därmed anses ha bryggfinansierat det största likviditetseventet i modern tid mycket framgångsrikt. Bland de större riskerna innan vaccinet var att en ytterligare COVID-19 våg riskerade att mötas av mindre stimulanser från stater som redan tömt sina kassor och därmed kunde få svårt att belåna sig ytterligare en gång till. Den risken är nu i stort sett borta eftersom det går att räkna ungefärligt på finansieringsbehovet när vi ser ett slutdatum för krisen inom bara något år. Mot bakgrund av att vi närmar oss en lösning så är det inte så konstigt att Eurostoxx50 gav månadens starkaste bidrag för fonden. Trots den stora uppgången noteras SX5E till -6,7 % för året den sista november och vi står fast vid vår tes att om denna återhämtning övergår till en bred konjunkturuppgång (vilket förefaller allt mer troligt) så är potentialen i för europeiska börser mycket hög. Den framåtblickande marknaden kommer troligen att se förbi den oroväckande utvecklingen och ta fasta på den kommande återöppningen och den ökning i efterfrågan som förväntas med denna. Inte minst kan stigande inflationsförväntningar och långräntor skapa en god miljö för banker att tjäna mycket bra pengar på utlånade medel.

Volatilitet & flexibilitet

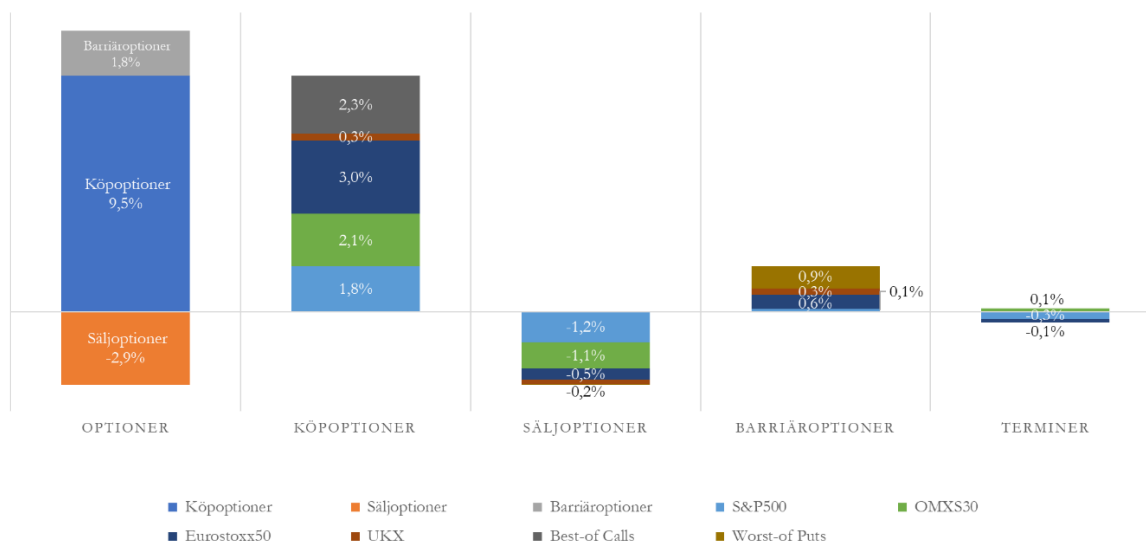
2020 har varit ett ovanligt år ur nästan alla aspekter. För de finansiella marknaderna och Crescits del har inte bara tillgångsprisernas rörelser varit dramatiska utan även prissättningen på risk. Crescits största fördel mot traditionella investeringar i riskfyllda tillgångar är att fonden erhåller den flexibilitet som det innebär att bygga sin förvaltning med derivat. Genom att inte bara ta hänsyn till tillgångspriser utan också priset på förväntade framtida rörelser kan förvaltningen uttrycka sin vy på ett mer detaljerat sätt. Det medför också en möjlighet att utnyttja felprissättningar av möjliga utfall där vi kan uttrycka en vy som vi ser som osannolik men som marknaden prisar som "omöjlig". I grunden utgör aktiv förvaltning att ta en egen vy på framtida rörelser och genom optioner kan vi anpassa framtida utfall mot troliga utfall och endast ta risk där vi får bra betalt för den.

Volatilitetsytorna reflekterar vid varje enskild tidpunkt en förväntan och ett pris på sannolikheten för en framtida rörelse. Prissättningen (i både avstånd och tid) för en rörelse görs därmed på egna meriter och en rörelse upp eller ned kan prissättas som mer eller mindre sannolik på olika tidshorisoner. Normalt sätt så är sannolikheten (och därmed priset) högre för en större rörelse på lång tid än på kort tid förutom vid specifika event som till exempel bolagsrapporter. Priset på risk för varje storlek i rörelse (skew) och tid för rörelsen att infalla (term structure) varierar över tid och genom optioner kan förvaltningen därmed alltid uttrycka sin syn på ett eller annat sätt. Ett enkelt sätt att se det är exempelvis genom att sälja en köpoption istället för att blanka en aktie eftersom sannolikheten för att aktien går ner per definition är mindre än sannolikheten att aktien inte går upp. Vi anser att det nästan alltid finns ett bättre sätt att ta risk på börsen än att äga den direkt genom aktier eller terminer.

Flexibiliteten som det medför att förvalta genom derivat gör att fonden över tid håller en lägre korrelation mot index och även en lägre volatilitet, främst vid större börsfall. Genom optioner kan vi skapa en exponering som är i detalj styrd av det förväntade utfallsrummet av en viss tillgång. Genom att kombinera längre och kortare derivat så kan vi också kortsiktigt skydda vår exponering utan att ge avkall på vår långsiktiga förväntansbild.

Fondens Avkastningsdrivare

I **figur 1** på nästa sida visas bidragen till månadens totalavkastning från våra olika typer av aktiederivat. Det största bidraget kom från köpoptioner som bidrog med +9,5%. Säljoptioner bidrog negativt med -2,9%. Barriäroptionerna bidrog med +1,8% och det bästa enskilda indexet var Eurostoxx 50 som stod för +3,0% av månadens totalavkastning.

Figur 1: Derivatens avkastning i november 2020


Förväntansbild och nuvarande fas i förvaltningen

Mot bakgrund av fallande volatilitet och stigande börser så fortsätter vi att justera våra risker löpande. Vår exponering mot aktier är temporärt minskad efter den starka uppgången men vi kommer att öka upp den exponeringen vartefter vi närmar oss årsskiftet. De skydd vi hade i portföljen inför presidentvalet visade sig vara onödiga och vi ser betydligt lägre risker framåt. Valresultatet blev som väntat en positiv katalysator för riskapiten och nu har Joe Biden fyra år på sig att skedmata investerare efter bästa förmåga. Företrädesvis under förvändning att han genomför sina reformer för gemene man och för att minska orättvisorna i landet. Därmed ligger budgetunderskottet mycket illa till, vilket är ett positivt tecken för finansiella tillgångar på kort och medellång sikt. Vi drar slutsatsen att även nästa år bör komma med en gynnsam miljö för tillgångspriser, på gott och ont.

För kalenderåret uppgår Crescits utveckling till +12,1% att jämföra med utvecklingen för MSCI-World, S&P500, Eurostoxx50 och OMXS30 respektive som är +9,5%, 12,1%, -6,7% och +8,2%. Detta är något bättre än förväntansbilderna för Crescit som fortsätter att leverera en konkurrenskraftig avkastning med betydligt lägre volatilitet än klassiska riskfyllda tillgångar. Efter att ha ökat vår exponering inför en potentiellt stark avslutning på året så har vi minskat vår risk efter den extrema impuls som drivit börsindex under november. Effekterna av stimulanser kommer att ge avtryck under första halvåret 2021 och vi är fortsatt konstruktiva för världsekonomin.

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%	8,36%		12,09%

Vi vill önska Er alla en riktigt God Jul,

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 4:e december 2020