

## Nytt år, nya högstanivåer – det mesta talar för fortsatt stark börs, men vad blir nästa orosmoln?

I december uppgick avkastningen i Crescit till -0,21 % vilket innebär +11,86 % för året. 2020 avslutades med starka internationella börser och en svag svensk marknad som missgynnades av en stark svensk kronkurs och banker som kraftigt underavkastade under månaden. Fondens räntebärande tillgångar utvecklades positivt medan fondens innehav i aktiederivat tappade något under månaden.

Crescits utveckling under året kan jämföras med utvecklingen för MSCI-World, S&P500, Eurstoxx50 och OMXS30 som blev +14,1%, +16,3%, -5,1% och +5,8% under perioden. Givet utvecklingen för relevanta världsindex är vi mycket nöjda med den avkastning som vi skapat. Crescit har i enlighet med sin långsiktiga målbild genererat en avkastning som är jämförbar med ledande börsindex till en betydligt lägre volatilitet och framför allt med en betydligt mindre nedgång under våren. Det gav oss utrymme att öka vår allokering vid ett gynnsamt läge och vi kommer att fortsätta jobba enligt våra principer för riskhantering som möjliggör en dynamisk allokering och opportunistisk förvaltningsstil.

Det positiva sentimentet fortsatte under december och riskfyllda tillgångar avkastade som helhet ganska bra. Undantaget var svenska storbolagsindex OMXS30 som sjönk något mot bakgrund av en stark svensk krona och en svag utveckling för de svenska storbankerna. Avkastningen för OMXS30 uppgick därmed till 5,70% under 2020. Utvecklingen för den andra vågen av pandemin COVID-19 var alltså negativ och ytterligare restriktioner infördes främst i Europa. De finansiella marknaderna valde dock att fortsatt fokusera på de goda nyheterna om vaccin som under slutet på månaden började rullas ut globalt. Förvaltningsteamet var under månaden främst fokuserade på att balansera upp riskerna inför nästkommande år och endast mindre förändringar gjordes under månaden. Vi befinner oss fortsatt i en med historiska mått något förhöjd förväntad volatilitet och vi förväntar oss att den fortsätter att falla under 2021. Vi har fortsatt en balanserad exponering mellan köpt och såld volatilitet i väntan på ett bredare köp eller säljläge. De barriäroptioner vi finansierade vår exponering med under våren har nu börjat förfalla (värdelösa – precis som vi önskar) och vi kan därmed öka frihetsgraderna i vår förvaltning allteftersom de försvinner.

Vi har fortsatt stort fokus på att begränsa förlustrisken för investerat kapital och kommer därför fortsatt att vara något mer benägna att köpa snarare än att sälja volatilitet under början av 2021. Det var en liknande ansats som föranledde att Crescit föll förhållandevis lite under våren och efter den starka återhämtningen faller vi naturligt in i en något defensivare positionering. Den automatiska stabilitet i exponeringen som uppstår är en av många naturliga fördelar med att bygga sin förvaltning på derivat istället för aktier och är ett av många argument till varför en traditionell förvaltning bör kompletteras med derivat. Inte minst för att den tenderar att generera en konkurrenskraftig avkastning över tid med en lägre volatilitet.

### Förvaltningen i korthet:

Under året gjorde Crescit en viktig justering i vår övergripande riskbild och förvaltningsstil. Efter de skarpa börsfallen under årets första kvartal återgick vi i stor utsträckning till vår tidigare strategi som nyttjar barriäroptioner för att erhålla exponering mot stigande börs. Denna strategi hade vi i stort slutat med innan dess eftersom den inte lämpade sig för den miljö vi befunnit oss i de senaste åren. När volatiliteten steg på bred front återuppstod möjligheten att finansiera långdaterade köpoptioner genom att sälja barriäroptioner och därigenom skapa ett mycket attraktivt utfallsrum för investerare.

Kärnan i Crescits värdeerbjudande har alltid varit att erbjuda vår kompetens inom derivatförvaltning till institutionella kunder som saknar de resurser som krävs. Genom vår förvaltningsmetodik ger vi investerare möjlighet att erhålla exponering mot aktierisk på ett, i vårt tycke, effektivare sätt än att köpa aktier eller terminer. Det aktiesubstitut som utgör kärnan i vår exponering genererar över tid en konkurrenskraftig avkastning med betydligt lägre volatilitet. Det beror i stor utsträckning på den skevhet som uppstår i priserna för köp- respektive säljoptioner. Det naturliga behovet för institutioner av att köpa skydd via derivatmarknaden gör att en förvaltare

med friare mandat och nischad expertis kan nyttja denna skevhet för att skapa en bra avkastning. För att komplettera portföljen så tillämpar Crescit ett multi-strategi-tänk där aktiesubstitutet kompletteras med andra avkastningsdrivare.

I **Kärn-strategin** används aktiederivat (främst på indexnivå) för att ta exponering mot globala aktier (med tonvikt på världens större börsindex). Eftersom derivatförvaltning binder mycket lite kapital så placeras merparten av fondens tillgångar i räntebärande tillgångar med varierande nivå av kreditrisk (med fokus på vår nordiska hemmamarknad). Kärn-strategin har som övergripande mål att generera en avkastning som kan konkurrera med den som erbjuds av aktiemarknaden i stort men med något lägre volatilitet och framför allt betydligt lägre känslighet i större börsfall. Under 2020 genererade kärnstrategin majoriteten av fondens avkastning. Förvaltningsteamets fokus ligger på geografisk allokering och balansering av olika tillgångsslag (Exempelvis mängden kreditrisk och eventuell exponering mot tillväxtmarknader) samt på implementering och finjustering av den långsiktiga portföljen vartefter volatilitetsytorna förändras över tid. Kärnstrategin är således av reaktiv natur där förändringar främst sker som reaktion på en marknadsrörelse eller händelse.

Den totala risken i fonden regleras med en **strategisk riskjustering** vars främsta mål är att stärka den riskjusterade avkastningen för fonden. Delstrategin har ett defensivt fokus och säkerställer att det finns möjlighet att öka exponeringen mot riskfyllda tillgångar när ett bra tillfälle ges. I praktiken betyder det att förvaltningen väljer att reducera den underliggande exponeringen mot de utfall (gynnsamma eller ogynnsamma) som anses antingen vara osannolika eller felaktigt (orimligt) prissatta av marknaden. Riskjusteringen är till sin natur därmed både aktiv och kontracyklisk. Den tjänar också till att säkerställa att förvaltningen har möjlighet att agera på de möjligheter som uppstår i marknaderna, vilket gäller både tillgångspriser och priset på volatilitet (risk). Den övergripande riskjusteringen gav under året också ett positivt bidrag på några procentenheter vilket är över förväntan för den delen av portföljen som främst syftar till att begränsa risken i fonden och därmed ofta bär en negativ marknadsrisk (negativt delta) under ett år som till slut ändå slutade som ett plusår för de aggregerade börserna vi har exponering emot. Den främsta nyttan av strategin uppstod dock redan i mars då den begränsade nedsidan möjliggjorde för en ökad allokering till kärnstrategin från mycket gynnsamma nivåer (se tidigare månadsbrev). Kombinationen av kärnpositioneringen och den strategiska ”overlayn” skapar ytterligare möjligheter där fonden kan balansera tidsvärden och känslighet mot volatilitet i boken samt skapa kortsiktiga positioner som balanseras av övriga boken. De mindre justeringarna påverkar endast riskerna på marginalen men arbetas med kontinuerligt för att kunna addera värde när tillfälle ges. Således är dessa justeringar av proaktiv natur, där förvaltningen löpande uttrycker sin marknadstro och sina förväntningar på marknadernas rörelser och dessa sker naturligt runt den underliggande positioneringen.

För den som följt Crescit under en längre tid kan vi summera vår utveckling under de senaste åren som att vi ersatt vår tidigare proxy-hedge medrendföljande strategier med en mer dynamisk och selektiv exponering mot riskfyllda tillgångar och volatilitet (som tillgångsklass). Det beror främst på att de trendföljande strategier vi tidigare använde oss av (genom externa parter) ger en bredare exponering än vad som är önskvärt inom ramen för vår strategi och att vi vill minska korrelationsrisken genom ett ökat fokus på aktierisk.

### Förväntansbild och nuvarande fas i förvaltningen

Det kommande kalenderåret ser av allt att döma ut att kunna bjuda på fortsatt gynnsamma förhållanden för tillgångspriser. Enhetligheten bland prognosmakare är på (oroväckande) hög nivå och den gemensamma framtidsbild som presenteras är oerhört ljus. Vi har åter ökat vår exponering mot riskfyllda tillgångar men jobbar aktivt med att dämpa volatiliteten. Vår bedömning är från det att Biden svärs in som president kan en stabilisering uppstå och de finanspolitiska stimulanserna kommer att fortsätta komma och möjligen öka i intensitet. Med kombinationen finanspolitisk stimulans och evigt låga räntor är det svårt att föreställa sig något annat än stigande tillgångspriser. Till skillnad från finanskrisen så är denna kris en ”verklig” kris som uppstått bland de ekonomiska

hjulen i systemet och inte på grund av belåning och finansiell ingenjörskonst vilket också betyder att botemedlet stavas stimulans för just den riktiga ekonomin.

Den potenta mix av finans- och penningpolitik som vi ser framför oss bådär mycket gott inte bara för tillgångspriser men också för de allt större slitningarna i samhället som uppstått sedan finanskrisen 2008. Vi ser ljust på framtiden och när stora förhoppningar om att 2021 blir ett bättre år på många vis.

Vi på Crescit önskar alla läsare ett Gott Nytt 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%	1,13%	5,29%	0,29%	-2,65%	8,36%	-0,21%	11,86%

Jonas, Simon och Gustav  
Stockholm den 8:e januari 2021