

Positiv marknad möter dugliga utsikter – blir inflationen årets stora snackis?

Under januari uppgick avkastningen i Crescit till +2,03 %. Året inleddes i dur med en bred prisuppgång för riskfyllda tillgångar men månaden avslutades med en snabb nedgång för internationella börsindex. De första bolagsrapporterna för helåret 2020 kom i slutet av månaden och de visade överlag på starka resultat och helt okej utsikter för framtiden. Rapporterna möttes dock inledningsvis av ett negativt tolkningsföreträde men vi misstänker att riskaptiten snart är tillbaka bland investerarna. Crescits avkastning drevs främst av våra aktiederivat även om våra räntebärande innehav också steg under månaden. Den starka inledningen och det positiva sentimentet gav oss ett bra läge att skydda oss för en kortsiktig nedgång vilket bidrog positivt till totalavkastningen.

För ganska precis ett år sedan uppdagades det första Covid-fallet i Sverige och i den kinesiska staden Wuhan genomförde man den första nedstängningen av vad som skulle visa sig bli många fler. Denna gång är det tveksamheter kring hur effektiva de nyss framtagna vaccinen är mot muterade virusvarianter och huruvida logistiken finns på plats för att framgångsrikt vaccinera befolkningen på relativt kort tid. Svenska OMXS30 utmärkte sig positivt under månaden med en uppgång på nästan 4 % efter en stark månad för både verkstadsbolag och storbanker. Mot slutet av månaden, mitt under rapportperioden, påbörjades en börsnedgång internationellt som ackompanjerades av en ovanligt aggressiv rörelse i priset på optioner.

Den implicita (förväntade) volatiliteten steg mycket snabbt under månadens sista dagar. Det passar oss mycket väl eftersom våra sålda barriäroptioner närmar sig förfall och denna plötsliga ”rädsla i marknaden” ger oss möjlighet att än en gång dra nytta av en förhöjd oro för börsnedgång. Vi utnyttjade den starka inledningen på året till att minska vår sålda svansrisk markant vilket resulterar i ett ökat handlingsutrymme om den tillfälliga rekylen fortsätter under februari. Den stigande volatiliteten gör också att vi kommer att minska vår nettoexponering mot implicit volatilitet. Vi inledde året med en tydlig övervikt mot köpt optionalitet för att kunna agera på ett plötsligt nedställt. De senaste åren generellt, och månaderna efter COVID-19 speciellt, har nämligen karaktäriserats av en stadigt stigande börs som på kort tid faller mycket fort med kraftigt stigande förväntad volatilitet som följd. Crescit använder sig inte enbart av fluktuationer på börsen för att skapa överavkastning utan också av fluktuationer i implicit volatilitet men med ett ständigt fokus på att begränsa förlustrisken för investerat kapital. Att inleda året med en tydlig övervikt mot köpt optionalitet var ett vinnande drag förra året och kan även bli så detta år. Detta är en av många fördelar med att bygga sin förvaltning kring derivat istället för ”vanliga” aktier och är ett viktigt argument till varför en traditionell förvaltning bör kompletteras med derivat eller derivatförvaltning.

Det är skillnad på risk och risk

En allokeringsportfölj som har exponering mot finansiella tillgångar är normalt sett utsatt för inflationsrisk och ränterisk. Huruvida inflationen ska göra återinträde på den internationella arenan är ett ämne som debatterats flitigt under årets första månad. Därför vill vi kort redogöra för Crescits positionering och roll i en värld av stigande inflation. Januaris andra stora snackis var den smått ofattbara utvecklingen i ett antal mycket blankade amerikanska aktier. Den ”short-squeeze” som utlöstes orsakade stora förluster för ett fåtal aktörer och initierade en bred minskning av risken för många hedgefonder. Crescits positionering påverkas inte av utvecklingen i dessa aktier och vi behöver inte vidta några åtgärder i nuläget. Vi följer utvecklingen med stort intresse och är vaksamma på möjliga spridningseffekter till övriga marknader.

Crescits kärnstrategi är normalt inte särskilt exponerad för vare sig inflationsrisk eller ränterisk. Det beror på att vi främst nyttjar räntebärande instrument med kort kreditbindning och normalt sätt är ägare av aktierisk. Aktier har i viss utsträckning ett naturligt skydd mot inflation och därmed så även Crescit. Utöver detta så har vi i förvaltningen valt att öka vår exponering mot sektorer och index som är relativt lågt värderade och relativt känsliga mot konjunkturcykeln. En relativ övervikt mot Europa och Sverige ger ett visst skydd mot inflation som drivs av tillväxt och vi har även utökat vår övervikt mot banksektorn som allt annat lika gynnas av en brantare räntekurva.

Vi skiljer på inflationsrisk och ränterisk även om de tenderar att hänga ihop. Även om inflationen dröjer så är risken för aktieindex stor att långräntan börjar diskontera en kommande inflationsuppgång inom en relativt snar framtid och detta sätter troligtvis press på de historiskt höga multiplarna. Vi har minimerat vår exponering mot detta genom att övervikta relativt ”lågt” värderade aktier där multiplarna inte är lika känsliga för ränterisk.

Vår sammanlagda positionering följer därmed vår egen framtidstro där vi ser en fortsatt konstruktiv miljö för riskfyllda tillgångar under året men där inflationstrycket börjar återkomma och med en troligtvis också en stigande långränta. De korta räntorna är av allt att döma cementserade av centralbankirer som är fast beslutna att dränka världen i en våg av penningpolitiska stimulanser och stödpaket, men vi tror inte att det kommer att hindra långräntan (10 år och längre) från att stiga mot bakgrund av en bredare återhämtning i takt med att restriktionerna hävs. Det innebär också att även om prisinflationen på vanliga varor och tjänster dröjer så kan rädslan för inflation driva en ränteuppgång ”i förtid” eller ”i onödan” under året. Skulle detta inträffa, och skapa en kortsiktig rekyl för aktiemarknaden, så ser vi det främst som ett bra köpläge för att öka fondens exponering.

Förvaltningen i korthet

Efter de kraftiga börsfallen under förra året gjorde Crescit en viktig förändring i fondens förvaltning. Vi återgick till vår tidigare strategi som nyttjar barrieroptioner som finansiering för att erhålla exponering mot en stigande börs. Denna strategi hade vi i stort sett avvecklat eftersom den inte lämpade sig för den miljö av låg volatilitet som vi befunnit oss i under de senaste åren. I våras återupptod möjligheten att finansiera långdaterade köpoptioner genom att sälja barrieroptioner, varpå vi åter lanserade strategin.

Kärnan i Crescits erbjudande har alltid varit att erbjuda vår kompetens inom derivatförvaltning till institutioner som saknar interna resurser att förvalta genom derivat. Vår förvaltning ger investerare möjligheten att erhålla exponering mot aktierisk på ett, i vårt tycke, effektivare sätt än genom att äga aktier rakt av. Det aktiesubstitut som utgör kärnan i vår exponering genererar över tid en konkurrenskraftig avkastning till en betydligt lägre volatilitet. Det naturliga behovet för institutioner av att köpa skydd mot börsnedgång skapar en skevhet i prissättningen av optioner som med fördel kan nyttjas av en förvaltare som har ett friare mandat och spetskompetens inom derivat. Crescit kompletterar portföljen med ett multi-strategi-tänk där aktiesubstituten kompletteras med andra avkastningsdrivare såsom räntebärande instrument och aktiv handel med optioner för att öka/reducera risken efter behov.

Förväntansbild och nuvarande fas i förvaltningen

Det nya året ser ut att börja precis likt där det förra slutade. Det mesta tyder på att världen återhämtar sig efter den kraftiga nedgången i ekonomisk aktivitet som följde virus-utbrottet, men det kommer att dröja innan världen är fullt återhämtad. Tjänstenäringen dras fortsatt med stora nedskärningar i kapaciteten och processen att vaccinera världens befolkning drar ut på tiden.

Makroekonomiska prognoser och sentimentet pekar fortsatt på en god miljö för riskfyllda tillgångar under året. Vi har ökat vår exponering överlag under de senaste månaderna inför vad vi ser som ett bra börsår 2021. Vi jobbar dock kontinuerligt med att dämpa volatiliteten och skyddar portföljen allteftersom lägen uppstår. Under våren ser vi framför oss ytterligare stimulanser som kommer att elda på riskviljan ytterligare – så länge som utrollningen av vaccin fortlöper enligt plan. Den stigande räntan oroar oss inte ännu men vi har enligt ovan dragit ner vår exponering för att inte missgynnas om räntan stiger ytterligare eller snabbare än väntat. Vårt huvudscenario är fortsatt en bred återöppning av ekonomin med en viss uppdämd efterfrågan som kommer att stötta globala börsindex generellt, men exportkänsliga europeiska bolag i synnerhet.

Efter årets första månad har Crescit genererat +2,0 % avkastning, att jämföra med MSCI- World, S&P500, Eurostoxx50 och OMXS30 som avkastade -1,1 %, -1,1 %, -2,0 %, och +4,0 % respektive. Sedan vi återlanserade vår kärnstrategi i april 2020 har Crescit i enlighet med sin långsiktiga målbild genererat en konkurrenskraftig absolut

avkastning och en mycket god riskjusterad avkastning. Vi har ett fortsatt stort fokus på att undvika stora nedgångar vilket ger oss möjligheter att likt i mars öka vår allokering när en större möjlighet uppstår. Vi håller en fortsatt hög exponering inför vad vi ser som ett mycket bra år för både marknader och individer. Vår ränteförvaltning är i enlighet med ovan relativt defensiv medan vår börsexponering är relativt offensiv med tonvikt på konjunkturkänslig exponering enligt vår tro om en bred återhämtning som eldas på av stimulanser från både penning- och finanspolitik världen över.

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%
2021	2,03%												2,03%

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 3:e februari 2021