

Finanspolitisk stimulans – ränteskräck och tillväxtexplosion: Vinster ställs mot värderingar.

Under februari uppgick avkastningen i Crescit till +2,76 %. Därmed uppgår avkastningen för året till +4,85 %. Februari avslutades precis som januari med tydliga börsfall. Tack vare en mycket stark inledning blev dock månaden som helhet en väldigt bra börsmånad. Detta var framför allt fallet för svenska storbolag vars starka kvartalsrapporter visade att de klarat nedstängningen förhållandevis väl. Med en bred vaccinering av samhället framför oss är utsikterna för en fortsatt återhämtning och sedermera expansion därmed mycket goda. Avkastningen drevs främst av våra aktiederivat, men även våra räntebärande innehav steg under månaden.

Vi är fortsatt konstruktiva och ser framför oss ett starkt börsår drivet av en fortsatt återhämtning för ekonomin. Företagen har över lag klarat krisen mycket väl och efter framgångsrika sparprogram så är förutsättningarna goda för en stark tillväxt både detta år och nästa. Fortsatta finanspolitiska stöd och centralbanker med foten allttjämt på gasen skapar en miljö som gynnar riskfyllda tillgångar. I vårt förra månadsbrev skrev vi att inflationen verkade bli årets samtalsämne och under månaden diskuterades den flitigt. Det riktigt heta ämnet var dock räntorna, även om det var en följd av just inflationsdiskussionen (inflationsförväntningarna). Crescit har haft en låg exponering mot räntor under lång tid och fortsätter att ha det även framöver. Vi har dock valt att öka vår exponering mot de sektorer som gynnas av en stigande ränta och en brantare räntekurva. Vi har överviktat våra innehav i värdebolag och banksektorn för att gynnas av en fortsatt reflation, vilket vi ser som det mest sannolika under året. Genom köpoptioner erhåller vi en asymmetrisk konvexitet mot en fortsatt stark återhämtning samtidigt som vi tar höjd för de fortsatt höga riskerna i marknaden.

Även om den underliggande ekonomin ser ut att återhämta sig väl så är aktier historiskt dyra som tillgångsslag. De stigande långräntorna kommer förr eller senare att få investerare att ifrågasätta huruvida det åter börjar finnas några andra alternativ att investera i än aktier. Den stigande räntan drivs likt börsen av högre förväntad tillväxt (och inflation) och därmed förväntar vi oss att om börsuppgången fortsätter kommer även ränteuppgången att göra det. Därför har vi valt att exponera oss genom instrument och tillgångar som gynnas av denna kombination. Precis som vi skrev förra månaden så har långräntan börjat diskontera en kommande inflationsuppgång på riktigt, vilket kan komma att pressa multiplarna på aktier framöver om realräntorna börjar stiga ordentligt.

Ränterisken är dock inte den enda risken för de finansiella marknaderna just nu. Ett antal ledande indikatorer har börjat visa tendenser till att bromsa in eller till och med vända ner och de höga multiplarna lämnar mycket lite säkerhetsmarginal mot negativa nyheter. Under våren/sommaren kommer stora baseeffekter att störa analysen av både inflation och tillväxt vilket kan leda till en överreaktion från investerarna. Den ”äkta” underliggande inflationen lär dröja eftersom det fortfarande finns betydande mängder outnyttjade resurser i form av arbetslöshet världen över. Däremot kommer stigande råvarupriser och finanspolitiska stimulanser med stor sannolikhet att driva på inflationsförväntningarna ytterligare. Skulle en sådan rörelse driva en rekyll för börsen så kommer vi att nyttja detta för att ytterligare öka vår exponering i linje med vår långsiktigt konstruktiva syn. Risken för en sådan rörelse i närtid har ökat markant men vi ser det då främst som en korrektion av sentiment och riskbenägenhet som inte reflekterar någon försämring i den underliggande ekonomin.

Förvaltningen i korthet

Efter de kraftiga börsfallen förra våren gjorde Crescit en större förändring av fondens förvaltning. Vi återgick till vår tidigare strategi som nyttjar barriäroptioner som finansiering för att erhålla exponering mot en stigande börs. Strategin var i det närmaste helt avvecklad innan pandemin åter skapade förutsättningarna för att nyttja den. Åren innan 2020 hade karaktäriserats av en låg volatilitet som inte passade strategin alls.

Crescits primära värdeerbjudande är att erbjuda vår kompetens inom derivatförvaltning till de institutioner som saknar interna resurser för att förvalta genom derivat. Vår förvaltning ger investerare möjlighet 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 ofta en skevhet i prissättningen av optioner som med fördel kan nyttjas av de förvaltare som har ett friare mandat och spetskompetens inom derivat. Crescit kompletterar portföljen med ett multi-strategi-tänk där aktiesubstitutet 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

Den långsamma men tydliga återhämtningen för världens finansiella marknader fortsätter och efter en period av mycket starka börsuppgångar så noteras nu ett flertal av världens ledande börsindex på fler-års-högsta. Det kommer att dröja ytterligare några kvartal innan tjänstenäringen och arbetsmarknaden är fullt återhämtad men de framåtblickande marknaderna fokuserar främst på de stora stimulanser som kommer att stötta tillväxten under många år framöver.

Makroekonomiska prognoser är i stort fortsatt positiva och sentimentet är mycket starkt för riskfyllda tillgångar. Tidvis sträcker sig riskviljan och investerarsentimentet lite väl långt och därför tror vi att börsindex kommer att fortsätta den tydliga uppåtgående trenden som tidvis punkteras av snabba och aggressiva börsfall. Efter de starka börsuppgångarna har Crescit en hög exponering mot börsen som främst drivs av våra långa innehav i köpoptioner vilka finansierades med barriäroptioner under sommaren. I takt med att vi förflyttat oss från våra startnivåer och lösenivåer förändras också förvaltningen i viss utsträckning. Vi har en högre underliggande känslighet och således större fokus på att undvika att ge tillbaka den avkastning vi skapat på vägen ”upp”. Portföljens risk drivs därmed i mycket liten utsträckning av barriäroptioner i dagsläget. Vi jobbar kontinuerligt för att dämpa volatiliteten med främsta syfte att ha möjlighet att öka vår exponering i gynnsamma lägen och att undvika större börsfall om ytterligare en nedgång skulle komma.

Efter två månader av året har Crescit genererat +4,85% avkastning, att jämföra med MSCI- World, S&P500, Eurostoxx50 och OMXS30 som stigit 1,4%, 1,5%, 2,4% och 7,2% 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 samhället i övrigt. 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. Vi jobbar som alltid kontinuerligt med att skydda portföljen från större nedgångar.

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%	2,76%											4,85%

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