

Fortsatt stark återhämtning – kan det verkligen bli bättre än så här?

Under april uppgick avkastningen i Crescit till +1,73%. Därmed uppgår avkastningen för året till +10,76%. Månaden inleddes med en kraftig börsuppgång som varade ganska precis två veckor. Den svenska börsen vände sedan ned och föll långsamt tillbaka för att stänga månaden på +1,10 % upp. Kvartalsrapporterna som trillade in under månaden var genomgående mycket starka och dessutom har det sällan sett så här ljusst ut för världsekonomin. Mot bakgrund av det starka sentimentet och den fallande volatiliteten tillsammans med ett svalt mottagande av starka bolagsrapporter så har vi valt att minska vår exponering något inför det traditionellt sett svagare sommarhalvåret. Vaccinationerna börjar antligen ta fart och vi står av allt att döma inför mycket goda tider vilket riskerar att avspeglas inte bara i starka bolagsvinster kommande kvartal utan också i diskonteringsräntorna framöver. Världsindex MSCI-World fortsatte sin starka trend och steg under månaden +4,52 % vilket tar globala aktier till +9,41 % sedan årsskiftet.

Positionering och förvaltning

Den slående samsynen bland prognosmakare och marknadsaktörer (kring en fortsatt konstruktiv marknad) som vi noterade redan i mars blev om något ännu starkare under april. Den implicita volatiliteten – och därmed priset på optioner – noteras på de lägsta nivåerna vi sett sedan pandemin inleddes. Det är mycket tacksamt för Crescit som därmed kan lägga om sin aktieexponering till att primärt vara exponerad genom köpta köpoptioner som ger portföljen en asymmetrisk avkastningsprofil. Vi anser att sentimentet och optimismen i marknaderna är på ohållbara nivåer och ett flertal ledande indikatorer börjar närma sig toppnivåer tillsammans med tillväxttakten för den globala ekonomin. Detta avspeglas i (numera) ovanligt låga premienivåer för optioner och vi kan därmed exponera oss för en potentiell fortsatt börsuppgång med begränsad risk på nedsidan. Vi befinner oss fortsatt i en konstruktiv miljö för riskfyllda tillgångar och även om risken för en kortsiktig börsnedgång är större än på länge så avspeglas detta inte i priset på optioner. I en potentiell rekyll står vi redo att sälja den dyrare volatiliteten och ta risk för fortsatt uppgångar från lägre indexnivåer. Den sektorrotation som karaktäriserade årets första kvartal tappade fart under månaden, men vi ser framför oss en återgång till reflations-temat under resten av året och är fortsatt positionerade för en stark konjunkturcykel och en måttligt stigande långränta.

Den låga volatiliteten gäller främst priset på kortsiktiga derivat och vi ser fortsatt potential för nedgång i den långdaterade volatiliteten. Kortsiktig volatilitet som exempelvis amerikanska VIX-index reflekterar i stor utsträckning nivån av rädsla hos investerare och den är föga förvånande tillbaka på väldigt låga nivåer – således är rädslan kortsiktigt att betrakta som låg. Den långdaterade volatiliteten är i sin tur mer av ett mått på framtida osäkerhet och den tar normalt sett längre tid på sig att normaliseras efter en större kris. Vi ser framför oss en sommar av något sämre avkastning än vad investerare kanske vant sig vid under det senaste året och i takt med att den långdaterade volatiliteten bedarrar så kommer vi löpande att vikta om vår portfölj till mer långdaterade derivat som minskar timing-risken och kostnaden för att upprätthålla en god exponering. Den fortsatta normaliseringen hänger mycket på utrullningen av vaccin, återstarten av tjänstesektorn och hur centralbankerna ser på framtida räntebanor. Inom en inte alltför avlägsen framtid ser vi en viss oro för diskussionen om hur de enorma skulderna som arbetats upp under pandemiåret skall betalas tillbaka men där är vi inte riktigt ännu, även om Joe Biden flaggat för ett antal potentiella skattehöjningar för att betala delar av kalaset.

Baserat på den starka tillväxten och den stora tillförsikt med vilken världens befolkning ser fram emot sommaren och den förmodade återöppningen så kan vi vara på väg att bryta en underliggande trend som rått under mycket lång tid. En stark tillväxt och välmående realekonomi som leder till stigande räntor riskerar att orsaka ett prisras för finansiella tillgångar. Det skulle betyda att den reala ekonomin upplever en högkonjunktur på bekostnad av den finansiella ekonomin – en stor förändring efter decennier av tillgångsinflation och haltande löneutveckling. Baseffekterna riskerar att göra så att inflationen fortsätter att komma in mycket högt under våren och sommaren vilket kan leda till viss press på långräntorna. Det återstår att se hur detta påverkar riskfyllda tillgångar men vi vidhåller vår exponering mot konjunktur känsliga aktier och håller en låg exponering mot tillväxt- och teknikaktier.

Förväntansbild

Riskfyllda tillgångar ser ut att fortsätta sin obönhörliga uppgång och nästan alla världens ledande börsindex noteras nu nära fler-års-högsta. Med fortsatta massvaccinationer och förestående återöppningar av samhällena runt om i världen så börjar ett potentiellt slut på pandemin att skönjas. Fokuset kommer sannolikt att förskjutas mot mer traditionella makrofrågor framöver och inte minst konsekvenserna av tillbakarullandet av de massiva ekonomisk-politiska stimulanser som genomförts. Miljön med en mycket låg inflation kommer att genomgå det största provet på decennier. Stigande arbetsutbud och högre produktivitet globalt gör dock att arbetslösheten troligen återgår till tidigare låga nivåer i framförallt USA. En låg löneacceleration kan komma att hålla tillbaka inflationen på längre sikt. Skulle så ske kommer inte heller marknadsräntorna att drivas upp.

Vi ser fram emot ett fortsatt starkt 2021 för riskfyllda tillgångar och stiger börserna kraftigt (med mer än 5 % under maj) kommer vi att alltjämt ha en hög exponering för detta. Mindre börsuppgångar upp till 5 % kommer fonden inte att ha lika stor känslighet emot. Vi jobbar som alltid löpande med att hålla nere risken för investerat kapital och justerar våra positioner vartefter återhämtningen fortgår. Tids nog kommer de stigande långräntorna (från låga nivåer) och avtagande tillväxt (från höga nivåer) att sätta press på aktiepriserna, men där är vi inte ännu. Vi har dragit ned på risken något ändå eftersom vi tror oss få ytterligare ett bra köpläge under de ofta svagare sommarmånaderna efter den mycket starka inledningen på året. Detta gör att vi får en lägre risk i förvaltningen och har möjlighet att agera opportunistiskt när tillfälle ges – i linje med vår långsiktiga förvaltningsfilosofi.

Sedan vi återlanserade vår kärnstrategi i april 2020 har Crescit i enlighet med sin långsiktiga målbild genererat en konkurrenskraftig absolut avkastning och en synnerligen god riskjusterad avkastning. **För de senaste 12 månaderna summerar avkastningen till +30 % med en estimerad volatilitet kring 10 %.** Vår ränteförvaltning är fortsatt ganska offensiv medan vår börsexponering är relativt defensiv med tonvikt på köpta optionspremier med konjunktürkänslig 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%	3,84%	1,73%									10,76%

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 6:e maj 2021