

## Tar börsfesten en andningspaus? Ska man rädda det som räddas kan?

Avkastningen i Crescit under månaden uppgick till -1,40 %. Därmed uppgår avkastningen för år 2021 till +10,99 %. September var en ovanligt svag börs månad och globala aktier föll med -4,29 % mätt genom MSCI World index. Vi använder nedgångarna på de finansiella marknaderna främst som en möjlighet att öka vår exponering inför vintern, men har fortsatt en något defensiv allokering där vi minskat vår exponering mot högavkastande obligationer och arbetat aktivt för att minska svansriskerna i portföljen under sensommaren

### Marknadskommentar och förväntansbild

September var en svag månad för riskfyllda tillgångar som karaktäriserades av stora slag på börsen och stigande långräntor. Den implicita volatiliteten steg som brukligt i kapp med fallande börsindex och VIX-indexet steg under månaden med omkring 40 % eller närmare 7 volpunkter. Ledande indikatorer tappade också momentum under månaden och i kombination med en något mer högaktig FED tappade också investerarna tilltro till en fortsatt stigande börs. Inflationsdatan fortsatte att komma in på höga nivåer och allt fler börjar ifrågasätta hur övergående den verkligen kommer att vara. En begynnande energikris i (framför allt) Europa orsakade kraftigt stigande priser för både energi och fossila bränslen.

Baseffekter till trots så finns det nu en risk att stafettpinnen lämnas över från tillverknings- och leverantörsproblem till stigande insatspriser vilket skulle göra att inflationen fortsätter att överraska på uppsidan. Skulle denna stafettpinne senare under hösten tas över av en arbetsmarknad som blir allt tajtare med löneglidning som följd ser vi en förhöjd risk (god chans) för att inflationen håller sig kvar på högre nivåer än vad investerare varit vana vid de senaste åren.

Under månaden lättade världen ytterligare på sina restriktioner efter ett och ett halvt år av strikta förhållningsregler och ”rekommendationer”. För den som på sistone har satt sin fot i något av de större svenska varuhusen råder det inget tvivel om att det mesta nu är att klassa som en bristvara. Om detta leder till prishöjningar återstår att se men vi anser risken vara överhängande.

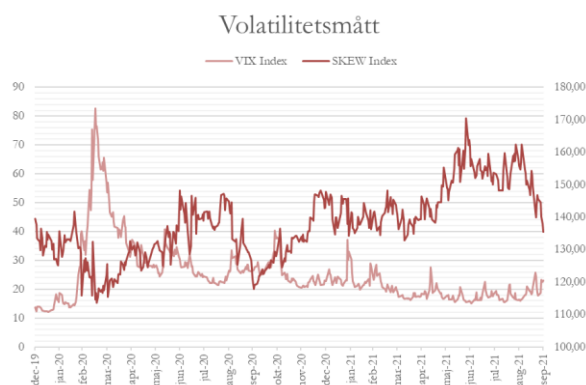
Prisinflation måste dock övergå i löneinflation för att den skall kunna klassas som ”icke övergående” och det är först då de långa marknadsräntorna lär börja leta sig uppåt på riktigt. Under året är det många bedömare och prognosmakare som hakat upp sig på nivån 1,75% för den 10-åriga amerikanska statsräntan. I skrivande stund ligger den omkring 1,5% och det är således ytterligare en bit kvar för räntan att stiga.

Efter den svaga septembermånaden så anser vi att vi fått ett bra tillfälle att öka vår exponering mot riskfyllda tillgångar och under den traditionellt slagiga oktobermånaden så ser vi goda möjligheter för att allokera upp vår risk inför de normalt mycket konstruktiva höst- och vinter-månaderna. I enlighet med den tes vi drivit under året ser vi framför oss hur cykliska och konjunkturkänsliga bolag överpresterar börsindex i ett sådant klimat och vi har därför ökat vår exponering mot cykliska index och håller kvar en låg allokering till de räntekänsliga sektorerna.

Volatilitetsmarknaderna fortsätter att prisa nedsidesrisk relativt ”dyrt” och efter nedgången i september så ser volatilitetspremien mycket attraktiv ut. Vi förväntar oss att kunna utnyttja även detta under oktober månad vartefter läge uppstår. Skevheten mellan uppsides- och nedsidesvolatilitet är fortsatt mycket gynnsam trots att volatiliteten steg under månaden vilket ger ett mycket bra läge att exponera oss för börsuppgång under hösten med en begränsad nedsida om riskfyllda tillgångar fortsätter att falla. Under månadens turbulens så förändrades prissättningen av volatilitet på olika löptider och den förväntade volatiliteten på kort sikt är inte längre på en markant lägre nivå än den förväntade volatiliteten på lång sikt (se bilderna nedan).



Figuren nedan visar på utvecklingen för kortsiktig volatilitet (VIX) och skevheten mellan uppsides- och nedsidesvolatilitet (SKEW). Bilden visar hur den stigande volatiliteten under månaden förändrar skevheten i priset på optioner som nu har fallit tillbaka till de nivåer som rådde innan sommaren. Det blir dock lite missvisande att enbart studera skevheten eftersom den måste sättas i relation till marknadsrörelserna och investerarnas förväntningar på framtiden. En fallande skevhet är inte synonymt med försämrade börsutsikter, det är enbart en reflektion av priset på (och därmed efterfrågan på) skydd.



## Positionering och förvaltning

Inför oktober har Crescit en ganska låg netto-exponering mot riskfyllda tillgångar. Det kortsiktigt negativa sentimentet måste ställas mot vår konstruktiva grundsyn och även om vi tror på en stigande börs under fjärde kvartalet så betyder det

inte att oktober behöver bli något att fira. Kvartalsrapporterna kommer troligtvis berätta om ytterligare leveransproblem samt dyrare insatsvaror och då kan investerare som redan är skräddade av börsnedgången mycket väl ta det som en ursäkt för att minska sin exponering ytterligare.

Den korrektion vi sett som trolig under sommaren har i bästa fall inträffat och i värsta fall bara påbörjats under september. Priset på volatilitet har stigit kraftigt och med högre volatilitet och lägre indexnivåer ser vi åter möjligheter att sälja skydd till de investerare som tvingas köpa det när de (enligt oss) är som minst användbara.

Crescit har som alltid ett långsiktigt fokus och vårt mål är att erbjuda en konkurrenskraftig avkastning i goda tider och en mycket konkurrenskraftig avkastning i relativa termer under tider av oro. Vi är därför nöjda med att vi begränsat fondens nedgång under månaden även om årets första förlustmånad givetvis alltid är en besvikelse.

Sedan vi lade om Crescits förvaltning i slutet på 2019 har fonden levererat en hög avkastning med en begränsad volatilitet. En avkastning på över 20% har levererats med en volatilitet på strax över 9%. Detta innebär att fonden gett sina andelsägare en avkastning som motsvarar nästan 80% av uppgången i MSCI World Index med en volatilitet på mindre än hälften under de senaste 2 åren.

År	JAN	FEB	MAR	APR	MAJ	JUN	JUL	AUG	SEP	OKT	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%	-0,14%	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%	0,06%	0,03%	0,90%	0,63%	-1,40%				10,99%

Jonas, Simon och Gustav  
Stockholm den 5:e oktober 2021