

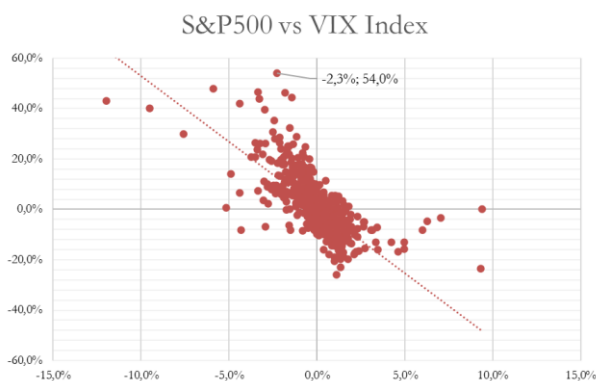
## Idel nya virusvarianter och ”inte-så-övergående” inflationstryck dämpar stämningen

Avkastningen i Crescit under november uppgick till -0,24 %. Därmed uppgår avkastningen för år 2021 till +11,80 %. November inleddes mycket positivt för globala risktillgångar men efter nyheten om ytterligare en ny COVID-19 variant, denna gång Omikron, vände börserna tvärt ned och månaden slutade som den näst sämsta i år efter ett fall på -2,1 % (gäller OMXS30). Inför månaden ökade vi vår exponering mot aktier inför den normalt starka vinterperioden. Efter den starka inledningen på november minskade vi dock något på exponeringen vilket gynnade fondens avkastning under de sista två veckorna.

### Marknadskommentar och förväntansbild

November var en mycket volatil månad som både bjöd på en stark inledning och en väldigt svag avslutning på månaden när den nya virusvarianten Omikron upptäcktes under thanksgiving-ledigheten i USA. MSCI-World Index föll under månaden med -2,3 % och den implicita volatiliteten steg väldigt brant. På fredagen den 26:e november steg VIX index från 18,58 till 28,62! Detta innebar en ökning med 54 % vilket är en av de största uppgångarna någonsin (figur 1). Inte ens under den initiala Corona-turbulensen registrerade VIX-index så stora uppgångar. Det som gör uppgången i implicit volatilitet så anmärkningsvärd är att det skedde trots en relativt liten nedgång för aktieindex. Börsnedgången var alltså inte särskilt märkvärdig men spelplanen för volatilitet ändrades markant. (n.b. den procentuellt mycket stora uppgången beror också på baseeffekten, dvs att VIX låg på en någorlunda normal (låg) nivå inför uppgången, den 16:e mars 2020 steg VIX index från redan mycket höga 58 till extrema 83)

Figur 1



I och med den svaga avslutningen på november så har vi justerat vår exponering markant. För en månad sedan var marknaden i en stark trend och nivåerna på kortdaterad volatilitet var på relativt låga nivåer. När vi går in i årets sista månad har volatilitetskurvorna inverterat och kortdaterad volatilitet är nu mycket hög. Det innebär både nya utmaningar och nya möjligheter för Crescits derivatförvaltning. Efter den initiala rörelsen har vår exponering minskat ordentligt och skulle nedgången fortsätta under december så kommer vi primärt att leta efter långsiktiga köplägen vartefter möjligheterna till detta uppstår.

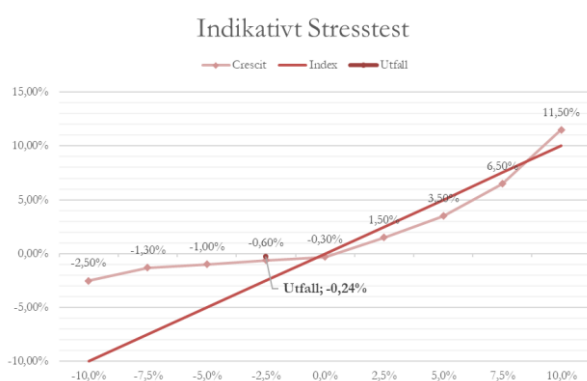
Under månaden fortsatte räntekurvorna att falla och skillnaden mellan amerikansk 2-årig ränta och 10-årig ränta är i skrivande stund nere på samma låga nivåer som vi inledde året på. Flackningen av räntekurvan drivs både av en stigande 2-årig ränta och av en fallande 10-årig ränta vilket gör att ränteskillnaden snabbt minskar. Räntorna reflekterar både att amerikanska centralbanken flaggat för att påskynda sin nedtrappning av obligationsköp och en ökad risk för den globala ekonomin drivet av en potentiell ytterligare våg av virusmitta globalt. Denna kombination är mycket dålig för riskfyllda tillgångar och vi förväntar oss volatil handel under den närmaste perioden.

Vi har inför december ändrat vår exponering för att reflektera både den nya informationen som tillkommit och de nya omständigheterna som råder på volatilitetsmarknaderna. Vi håller en fortsatt låg exponering mot företagskrediter men har börjat öka vår långsiktiga bok av ”svansrisker” något efter den kraftiga uppgången i förväntad (implicit) volatilitet. Den höga volatiliteten medför attraktiva prisnivåer på barriäroptioner som därmed igen ser ovanligt attraktiva ut som finansiering för vår uppsidesexponering i jämförelse med de förhållandevis dyra företagskrediter som vi haft i portföljen under året.

Tack vare att vi löpande återköpte våra barriäroptioner under hösten har vi nu möjlighet att sälja den förhöjda volatiliteten som råder. Vi börjar dock med försiktighet för att säkerställa att vi har möjlighet att allokeras upp ordentligt vid ytterligare

nedgång för riskfyllda tillgångar. Under november visade vi att vi kan hålla en begränsad nedsida i en volatil marknad vilket vi ser som en nyckel för att förvaltningen långsiktigt skall vara framgångsrik.

Vid jämförelse med förra månadens förväntade utfall så föll världsindex -2,3 % och Crescit klarade sig, tack vare de ändringar som löpande gjorts under månaden, med en nedgång på endast -0,2 % vilket var klart bättre än de på förhand förväntade -0,6 % (se figur 2 nedan). Den främsta anledningen är att vi under månaden löpande reducerade risken allteftersom börsen steg.

**Figur 2**


Vi utnyttjar priset på volatilitet för att erhålla en dynamisk exponering mot riskfyllda tillgångar med en långsiktighet i förvaltningen. Den övervikt mot köpta optioner som vi haft under hösten har därför justerats efter de skakiga veckorna. Detta beror dock främst på att priset för volatilitet, som beskrivet ovan, reagerade mycket kraftigt i förhållande till marknadsrörelserna. Vi bygger nu slagkraftiga positioner inför 2022.

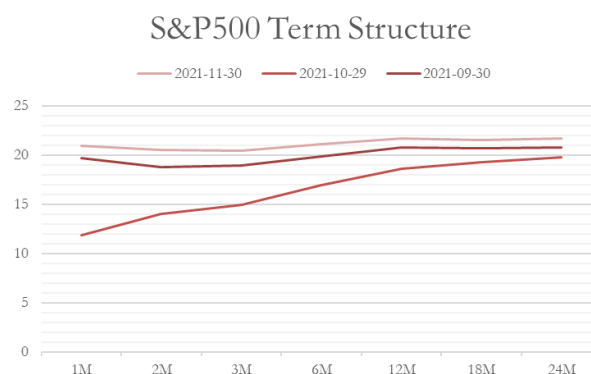
Inflationsdatan fortätter att komma in mycket högt, vilket vi väntat oss att få se under hösten samtidigt som arbetsmarknadsdatan tyder på en ganska tajt arbetsmarknad, i vart fall för den världsledande amerikanska ekonomin. Vi ser framför oss att dessa trender fortsätter och därmed riskerar att sätta centralbankerna i en knepig sits under nästa år om löneinflationen tar fart på riktigt. Detta var vår förväntning för hösten men eftersom delta-varianten av viruset kom i vägen för återhämtningen under sommaren så dröjde det lite.

Den kraftiga uppgången i den kortdaterade volatiliteten under månaden gjorde att volatilitetskurvan åter befinner sig på eleverade

nivåer och är ovanligt flack. Volatilitetsökningen medför att Crescit behöver ta sin exponering på andra sätt än vi gjort under hösten. Det är inte längre möjligt att köpa kortdaterade köpoptioner för en låg premie och erhålla en god följsamhet mot borsindex.

Fördelen med att använda volatiliteten för att ta exponering mot olika aktieindex är att volatiliteten är kontracyklisk. När börsen stigit mycket på kort tid tenderar volatiliteten att vara låg (se figuren på föregående sida där stigande börs är förknippat med fallande volatilitet och vice versa) Det innebär att *priset på skydd oftast är som lägst när det kommer att behövas som mest.*

På samma sätt är volatiliteten nu på relativt höga nivåer i ett läge där börsen redan har fallit några procent från sina tidigare högstanivåer. Det innebär alltså att vi får bättre betalt för att ställa svansrisker i ett läge där börsen (allt annat lika) har en lägre fallhöjd än den hade tidigare. Priset för skydd beror alltså i stor utsträckning på vad investerare *måste* göra, snarare än vad de *borde* göra om de är rationella långsiktiga investerare. Detta är enligt oss en av de viktigaste anledningarna till att derivatförvaltning är att föredra över renodlad aktieexponering. Den förväntade (implicita) volatiliteten hjälper derivathandlaren att ta rätt beslut vid rätt tidpunkt genom att i viss utsträckning motarbeta börsens rörelser. Detta är en viktig komponent i portföljer som ofta har en hög känslighet mot pristrender eller momentum som lämnar investeraren sårbar för tvära kast i marknaden. Derivatportföljen är till sin natur jämviktspendlande eftersom priset på risk sjunker när marknaden stiger och stiger när marknaden faller.

**Figur 3**


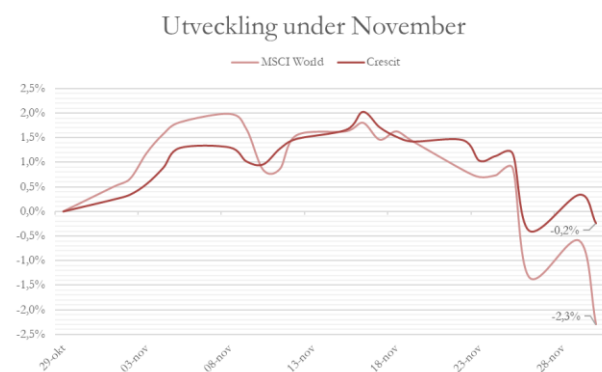
## Positionering och förvaltning

Vi valde att dra ner på risken något efter den starka börsuppgången i oktober och första halvan av november. Som synes i figur 4 nedan höll Crescit en hög känslighet mot börsindex under månadens två första veckor (då MSCI-World steg 1,63 %) och med hjälp av den låga volatiliteten (och därmed låga priset för nedsidesskydd) kunde vi minska vår exponering innan vad som skulle sluta som två mycket svaga börsveckor (MSCI-World -3,86 %).

Genom att handla aktivt och genom derivat kan vi med enkelhet justera vår exponering vartefter förhållandena på marknaden ändras.

Inför december har Crescit en något lägre netto-exponering och en annan typ av exponering än vi drivit under hösten för att anpassa oss efter det nuvarande priset på volatilitet. 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 ser med stor tillförsikt fram emot årsskiftet och det nya spännande året 2022.

Figur 4



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%	0,98%	-0,24%		11,80%

Inför 2020 ändrade Crescit sin förvaltningsmodell för att bättre överensstämma med rådande marknadsklimat

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