

Stigande marknad och fallande volatilitet – men ännu för tidigt att ropa hej?

Avkastningen under november uppgick till +1,94 %. Därmed uppgår avkastningen i fonden till -6,46 % för året. Denna månad blev mycket stark för riskfyllda tillgångar efter en stark avslutning på månaden som drevs av en ökad förhoppning om mjukare centralbankspolitik. Crescit håller en något högre exponering mot en fortsatt stigande marknad genom att utnyttja de breda fallen i förväntad volatilitet.

Marknadskommentar och förväntansbild

Även november var en mycket stark månad för börsindex och MSCI-World steg med +6,8 %. Inför årets sista månad noteras globala aktier därmed för en nedgång om -15,8 % under året. Svenska OMXS30 noteras samtidigt för en nedgång på -13,1 %. Vi ser fortsatt ett huvudscenario med en global lågkonjunktur som kommer att sätta företagets lönsamhet på prov. Detta borde leda till att aktiemarknaden försvagas ytterligare under början av nästa år. Ledande indikatorer fortsätter att falla och konsumentförtroendet vacklar.

Räntehöjningarna börjar få ordentligt genomslag både på bolån och konsumtion och när vintern anländer väntar åter extrema priser på elektricitet och energi vilket cementerar den alltmer garanterade lågkonjunkturen i Europa. Samtidigt brottas amerikanska Federal Reserve med en envist stark arbetsmarknad och finansmarknad som enträget tolkar varje uttalande till sin egen favör och spår då på inflationsproblematiken.

Trots vår pessimistiska syn på framtiden har vi en något högre exponering mot riskfyllda tillgångar efter den starka börsrörelsen under november. Tack vare att den framtida förväntade volatiliteten fortsatte att falla under månaden har vi nu möjlighet att addera en mycket asymmetrisk exponering mot en fortsatt stigande börs. De fulla genomslagen av dessa negativa effekter får vi troligtvis vänta till i vår för att utvärdera när nästa våg av kvartalsrapporter publiceras. På kort sikt utesluter vi inte att den starka börsrörelsen fortsätter allteftersom pris-okänsliga investerare och modeller ”tvingas” öka sina exponeringar i stigande marknader med tunna volymer.

Crescits utveckling

Under månaden steg värdet av Crescits derivatportfölj tack vare fortsatt stigande börser. Fondens kreditinvesteringar utvecklades också bättre än föregående månad. Den fallande volatiliteten drabbade derivatportföljen negativt vilket medförde att totalavkastningen relativt börsindex under månaden blev något svagare än indikerat. Netto steg derivatportföljen under månaden och med bara en månad kvar på året summerar nedgången till -5,57 %. Derivatexponeringen är fortsatt främst finansierad genom investeringar i räntebärande tillgångar som har höga kuponger och fortsatt goda förutsättningar att leverera en hög riskjusterad avkastning på medellång sikt. Crescits kreditinvesteringar utvecklades som förväntat under november.

Figur 1 – Avkastningsbidrag under året



Derivatportföljen har fortsatt en defensiv inriktning för att kunna stå emot eventuella ytterligare börsnedgångar framöver. Den fortsatt fallande volatiliteten ger oss **mycket bra möjligheter att er hålla en konvex exponering mot börsindex** där fortsatt rekordlåg ”skew” eller skevhet i marknaden ger bra möjligheter för derivatförvaltningen. Den defensiva karaktären erhålls genom att fonden är nettoköpare av optionspremier och har därmed en begränsad känslighet nedåt.

Vårt mål är att fortsätta leverera en stark riskjusterad avkastning och vid en jämförelse med världsindex MSCI World sedan vi lade om Crescits strategi 2019 så har index stigit med +15,37 % medan Crescit levererat en avkastning på +18,48 %. Nordiska hedgefonder, mätt som NHX Index (Nordic Hedge Index) har under perioden gett en avkastning på 8,58 %.

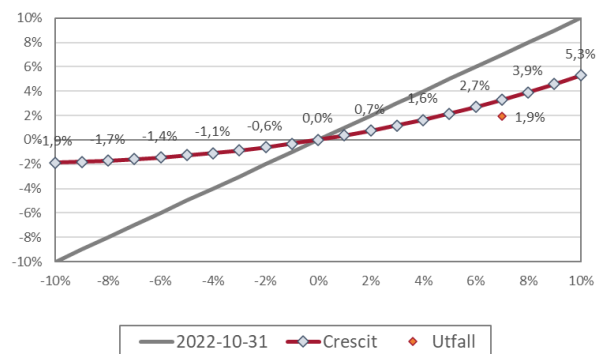
För de två senaste åren 2021-2022 så har världsindex gett en positiv avkastning om +1,15 % medan Crescits NAV ökat med +5,92 % under perioden. NHX Index är under perioden i princip oförändrat på +0,04 % enligt Nordic Hedge som beräknar indexvärdet.

Börsallokeringen låg i snitt på 45 % under månaden. Avvikelsen mot förväntat utfall är främst hänförligt till sjunkande volatilitet och portföljens tidsvärde som inte fullt ut balanserades av intäkter från räntebärande instrument.

Figur 2 – Allokering under året



Figur 3 – Månadens utfall



Positionering och förvaltning

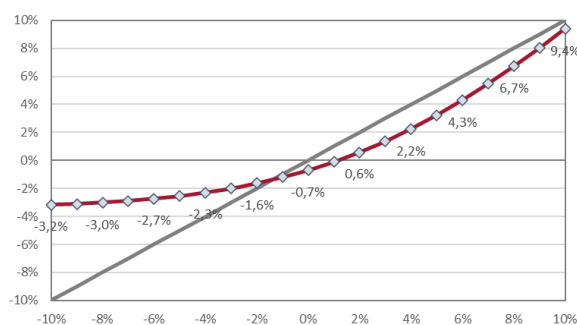
Crescit håller kvar en defensiv exponering mot en fallande marknad och vi står kvar vid vår slutsats från oktober att ingenting egentligen har förändrats under hösten för den underliggande ekonomin. Det tar

alltid längre tid för realekonomiska konsekvenser att spela ut och under tiden kastas marknaden löpande mellan hopp och förtvivlan. Vårt jobb är att utnyttja dessa svängningar för att på sikt skapa en bra riskjusterad avkastning för våra andelsägare.

Det är en blandad kompott som möter investerare inför nästa år. Det råder fortsatt mycket hög osäkerhet och de potentiella utfallen skiljer sig stort från varandra. Mot förmodan så ackompanjeras detta dock av en ovanligt låg förväntad volatilitet. Tillsammans med något högre ränteläge så ges bra möjligheter att erhålla uppsidesexponering mot aktieindex finansierat med ränteutgifter som resulterar i en mjukare nedsidesexponering främst genom företagskrediter.

Vi fortsätter att jobba aktivt med portföljen givet den stora rörligheten i både börsindex och förväntad volatilitet och ser framför oss många bra lägen att addera långsiktig exponering under 2023 efter att vi under året jobbat något kortsiktigare än normalt på grund av volatilitetskurvans utveckling (Där längre volatilitet varit för dyr för vår smak). Crescits förväntade avkastning visas i figuren nedan (mätt som ett parallellskifte för börsindex). Med denna positionering ser vi goda möjligheter att kunna skapa en god riskjusterad avkastning under slutet på detta år och in i 2023. Förvaltningens mål är att över tid kompensera för derivatportföljens tidsvärde genom investeringar i krediter och selektiv försäljning av volatilitet.

Figur 4 – Indikativt Framåtblickande stresstest



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%	1,28%	13,23%
2022	-2,98%	-2,29%	0,97%	-1,66%	0,68%	-3,82%	2,42%	-0,86%	-1,80%	0,96%	1,94%		-6,46%

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

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 6:e december 2022