

Ur askan i elden? Blir år 2023 verkligen lika dystert som befarat?

Avkastningen i Crescit under december blev till -2,53 %. Därmed uppgick avkastningen för 2022 till -8,83 %. Året var mycket utmanande för förvaltningen när alla tillgångslag föll och inte ens volatilitetsexponering gav ett bra portföljskydd! December var en svag månad för riskfyllda tillgångar och efter ett fall på -4,34% noterades världsindex till slut för sitt 4:e sämsta år någonsin med ett fall på -19,46%. (efter 2008, 2002, och 1974)

Marknadskommentar och förväntansbild

Helåret 2022 går till historien som ett ovanligt utmanande år för både finansiella tillgångar och aktiva förvaltare. Utöver ett antal stora globala chocker som påverkat tillgångspriserna negativt så vände också den viktiga korrelationen mellan aktier och räntepapper i samband med att inflationen tog fart och räntorna som följd därav. I takt med stigande räntor har värderingsmultiplar på riskfyllda tillgångar justerats ner under året men trots de stora svårigheterna för både slutkonsumenter och företag så har bolagsvinsterna klarat sig relativt bra under året och förväntas även göra det under 2023.

Vår syn på konjunkturen och bolagsvinsterna för nästa år är mer negativ än vad analytikerkåren förväntar sig vilket också medför att vi har en negativ förväntan på börsen även för nästa år. Att tajma marknaden är notoriskt svårt men vi har med åren lärt oss att verkligheten ofta behöver mycket längre tid på sig än vad analytiker och investerare hoppas på. Vi ser framför oss ett 2023 där den marginalpress som drivs av inflationen späs på ytterligare av fallande efterfrågan i takt med att konsumenterna behöver öka sina utgifter för boende (ränta/hyra) och nödvändigheter (bensin, mat, elektricitet) och de under pandemin uppbyggda buffertarna urholkas. Nyckeln blir arbetsmarknaden och lönesättningen, rätt balanserat kan fortsatta intäkter hantera en högre kostnadsbild, men risken ligger på nedsidan.

Det återstår att se huruvida vi får ytterligare en rekord-dyr vinter i form av drivmedel och elektricitet men tyvärr pekar ingenting på att de bakomliggande faktorerna (kriget i Ukraina, underdimensionerad infrastruktur och åtstramande centralbanker) håller på att lätta i närtid. Därmed kvarstår endast hoppet om en mild vinter, knappast någon bra investeringsstrategi. *Av allt att döma blir 2023 året då*

lågkonjunkturen får fäste på riktigt. Därmed är vårt huvudscenario att börsen bottenar först under 2023, varvid vi håller en något försiktigare exponering mot riskfyllda tillgångar.

Men inget ont som inte för något gott med sig... Bara för att det gått en bra bit över ett decennium sedan världen drabbades av en ”riktig” lågkonjunktur senast så betyder det inte att den nödvändigtvis blir annorlunda denna gång. Efter en hälsosam (och ovanligt välbehövd) återställning av spelplanen där ineffektiva företag som levt på konstgjord andning i form av negativa räntor under lång tid ersätts av nya friska företag med framtiden för sig så kommer även denna lågkonjunktur att vara över. Därefter väntar åter tillväxt och stigande tillgångspriser allteftersom de ekonomiska hjulen fortsätter att snurra och vi alla får det bättre. Men där är vi inte ännu på ett tag. Det är värt att notera att trots den välannonserade och förväntade lågkonjunkturen så är priset på volatilitet fortfarande lågt med historiska mått. Det gör att det fortfarande är relativt billigt att skydda sig mot ytterligare nedsida för tillgångspriser.

Trots vår syn på den kommande konjunkturen har vi en exponering på cirka 40 % mot aktieindex under inledningen av 2023. Tack vare att den framtida förväntade volatiliteten föll under hösten hade vi möjlighet att addera en asymmetrisk exponering mot en stigande börs - den kommer betala sig om vi får en stark inledning på 2023. De fulla genomslagen av eventuella negativa effekter får vi troligtvis vänta till senare i vår för att utvärdera när nästa våg av kvartalsrapporter publiceras. Risken är hög att dessa rapporter visar på vikande efterfrågan.

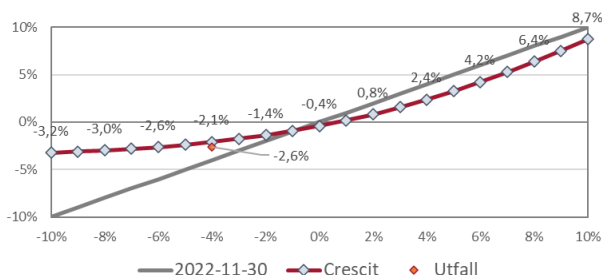
Crescits utveckling 2022

Under december sjönk värdet av Crescits derivatportfölj både till följd av fallande börser och på grund av minskande tidsvärden. Vi kom in i månaden efter en stark period under oktober och november som drivit upp värdet på våra köpta optioner men med en fortsatt asymmetrisk exponering för större rörelser på världsindex. Rörelsen som materialiserades var delvis ett återtag av den positiva utvecklingen under senhösten, och delvis en kostnad för den asymmetriska portföljen. Derivatportföljens avkastning uppgick under året till

-8,08 %. Fondens kreditinvesteringar utvecklades också svagt och kostade -0,75 %. Totalt sett blev totalavkastningen relativt börsindex lite lägre än förväntat under december. Vi har under året och hösten löpande ökat vår allokering mot företagskrediter allteftersom kupongnivåerna stigit.

leverera en stark riskjusterad avkastning över tid. Vid en jämförelse med världsindex MSCI World och övriga nordiska hedgefonder har fonden levererat en bra avkastning på både 1, 2 och 3 års sikt.

Figur 1 – Utfall under december



Derivatportföljen har en liknande exponering som föregående månad, med skillnaden att viss svansrisk är återköpt vilket medför en något underfinansierad portfölj. En något lägre volatilitet, framför allt på kortare löptider, ger oss möjlighet att upprätta en konvex exponering mot börsindex. Fonden är fortsatt nettoköpare av optionspremier på kort sikt för att begränsa känsligheten nedåt men med målet att balansera premie-exponeringen vartefter möjligheter uppstår. Under månaden låg börsexponeringen i snitt på 44,4 % efter att exponeringen fallit i takt med börsen.

Avkastning	Crescit	MSCI W	Nordiska Hedgefonder	Multi-Strategy hedgefonder**
1 år	-8,83%	-19,46%	-6,05%	-8,15%
2 år	3,23%	-3,25%	0,03%	-1,74%
3 år	15,48%	10,36%	8,42%	2,95%

*NHX Composite index ** NHX Multi-Strategy den 9 januari 2023

Positionering och förvaltning

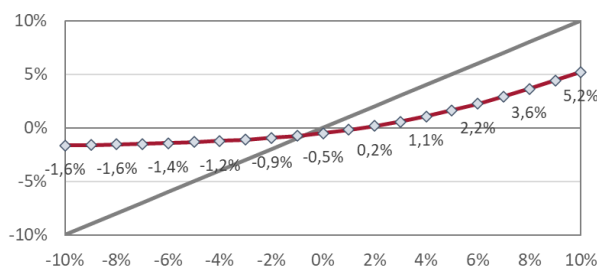
Vi håller fast vid vår tes att den underliggande ekonomin är fortsatt mycket svag och att det kommer att få negativa genomslag på företagets vinster och dess aktiepriser. Vi håller en övervikt mot företagskrediter som vi anser erbjuda en bättre potentiell riskjusterad avkastning än aktier för tillfället. Under 2023 ser vi fram emot fortsatt stora slag på aktiemarknaden med potential för ett mycket bra långsiktigt köpläge för en långsiktig investerare. Som förvaltare är det vår uppgift att utnyttja svängningarna som uppstår för att skapa en bra riskjusterad avkastning och det ser vi goda möjligheter till att kunna göra under nästa år. De nygamla marknadsförhållandena med något högre räntor och kreditspreadar ger oss mycket bättre förutsättningar att generera en god avkastning genom vår derivatförvaltning än tidigare år.

Figur 2 – Allokering under året



Året summeras med en negativ avkastning vilket vi givetvis inte är nöjda med trots att vårt mål är att

Figur 3 – 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%	-2,53%	-8,83%

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

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 6:e januari 2023