Ett svängigt år med stora avvikelser – ovanligt bra läge inför 2024?

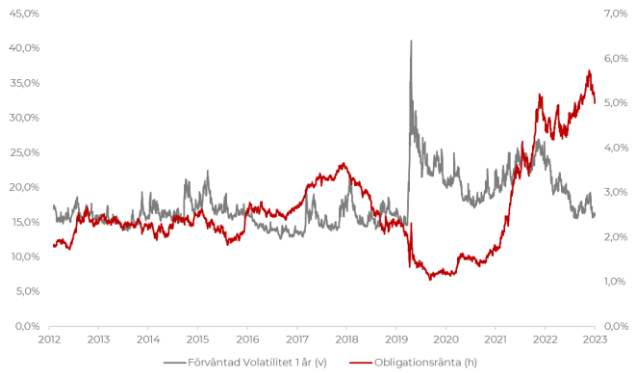
Avkastningen i Crescit under november blev +2,42 %. Därmed uppgår avkastningen för året till +3,74 %. November var en extremt stark månad för riskfyllda tillgångar där MSCI World steg med hela +9,21 %. Nordiska hedgefonder (NHX Index) avkastade +1,51%. Det nordiska hedgefondkollektivet är därmed upp +3,31 % under året.

Nytt år och sannolikt bättre förutsättningar

Efter tre negativa börsmånader så fick duvaktiga centralbanker och hopp om räntesänkningar börsen att stiga på ett sällan skådat vis. Den amerikanska 10-års-räntan föll som en sten från knappa 5 % hela vägen ner till 4,30 % och även europeiska räntor föll kraftigt allteftersom inflationen fortsätter att överraska på nedsidan. Samtidigt steg S&P500 med + 8,92 % Vi tror fortsatt att centralbankerna stramat åt lite för mycket och att den globala konjunkturen står inför en svagare period. Fördröjda pandemieffekter och förhöjda sparkvoter gjorde att konsumenterna klarade 2023 mycket bättre än vad både vi och prognosmakarna väntade sig. Att räntetoppen närmar sig och att lågkonjunkturen hittills uteblivit ledde till ett mycket stort skifte i riskviljan hos investerare under november.

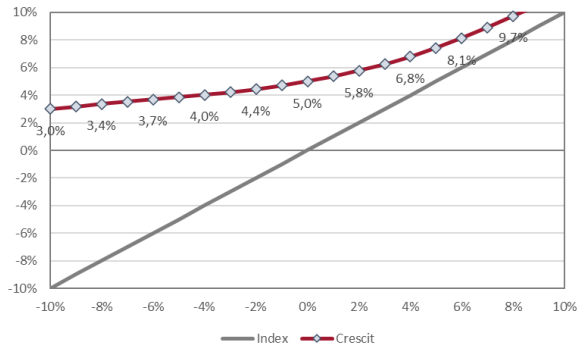
Plötsligt uppstår ett **mycket** kraftigt slagläge för Crescit när höga räntor sammanfaller med extremt låg volatilitet. Kostnaden för optioner har inte varit så här låg på många år och med räntor på över 4 % uppstår ett mycket bra läge för Crescit att utnyttja sitt breda mandat. Genom att kombinera räntebärande investeringar med billiga optioner kan vi **skapa en oerhört attraktiv möjlighet** inför ett mycket osäkert 2024.

Figur 1 – Implicit Volatilitet och Räntenivå



Figur 1 ovan visar nivåerna på förväntad volatilitet på 1 års sikt för amerikanska S&P500 samt räntan på företagsobligationer utgivna av mycket kreditvärdiga bolag (Investment grade). **Aldrig** tidigare under Crescits historia har en så här låg volatilitet sammanfallit med så här höga räntor. Det skapar en **fantastisk** möjlighet att kombinera aktieindexderivat med räntebärande investeringar för att skapa ett mycket konkurrenskraftigt alternativ till aktier. Genom att använda ovanligt billiga köpoptioner med de höga räntenivåerna så kan vi skapa en exponering som ger möjlighet till en mycket stark riskjusterad avkastning även i en eventuell lågkonjunktur. Trots att vi ser risk för att 2024 blir ett dåligt år för börsen så kan vi med låg risk kombinera tillgångsklasser för att skapa en förväntad utveckling enligt **figur 2** nedan. Figuren visar kombinationen av vår nuvarande optionsportfölj och vår förväntade ränteintäkt under nästkommande år. Tillsammans skapar de en fantastisk möjlighet för en god riskjusterad avkastning i den osäkra miljön.

Figur 2 – Crescits förväntade utveckling 2024



Om centralbankerna (mot vår förmodan) lyckas genomföra den mjuklandning de siktar på så finns det dessutom en god möjlighet att vi presterar bättre mot denna förväntansbild eftersom de då förmodligen kommer att sänka räntorna något under året. Skulle den lågkonjunktur vi oroar oss för å andra sidan inträffa så har vi konstruerat en portfölj som med stor sannolikhet kommer att leverera en positiv avkastning även om börsen skulle falla ytterligare -30 % som under pandemin.

Crescit erbjuder ett mycket bra alternativ för de investerare som **inte vill drabbas av stora värdetapp när börsen faller** men samtidigt vill ha god avkastning långsiktigt. Derivatportföljen anpassas kontinuerligt till rådande marknadsläge och

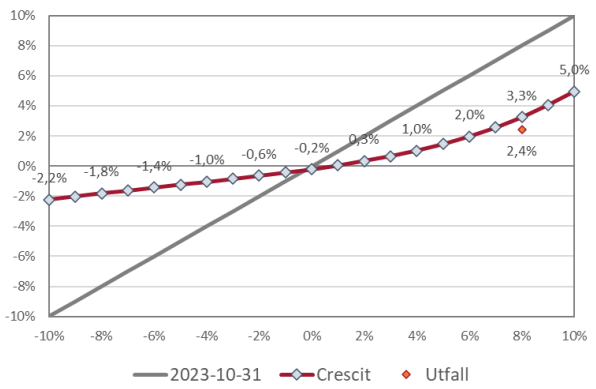
volatilitet för att eftersträva en mycket god riskjusterad avkastning. Sedan vår större omläggning av strategin 2019 har Crescit gett en avkastning på 19,4 % vilket motsvarar ca 70 % av MSCI-World indexets utveckling med mindre än hälften av volatiliteten. Detta under en period då även obligationsfonder haft det mycket tufft.

Året har varit svängigt även om det nu ser ut att bli ett mycket positivt börsår internationellt. För bara en månad sedan noterades svenska storbolagsindex OMXS30 för en **nedgång** i år. Aktiemarknaden kan gå mycket fort när den väl rör sig trots att den totala utvecklingen över 2 år fortfarande är negativ. (*Sedan årsskiftet 2021/2022 har OMXS30 fortfarande tappat -7,7 % och MSCI World Index tappat -6,4 %*). November bjöd också på en stark korrelation mellan aktier och obligationer där även Bloomberg Aggregate Bond Index noterades för sin bästa månad sedan 1985!

Crescits utveckling

Crescits avkastning under månaden blev något under förväntan. Det starka risk-sentimentet gjorde inte bara att börsen steg väldigt mycket utan medförde också ett brant och brett fall i den förväntade volatiliteten. Det medförde att tidsvärdet i fondens köpta köpoptioner minskade kraftigt under månaden. Ränteportföljen hade en bra månad och levererade i linje med förväntan. Kupongnivåerna är fortsatt höga i kreditportföljen och vi förväntar oss att ränteboken fortsätter att ge ett bra bidrag till fonden om det positiva sentimentet håller i sig. De kortsiktiga, taktiska, justeringarna av risken i fonden som vi gjorde under månaden bidrog mycket lite till totalresultatet.

Figur 3 – Utfall under november



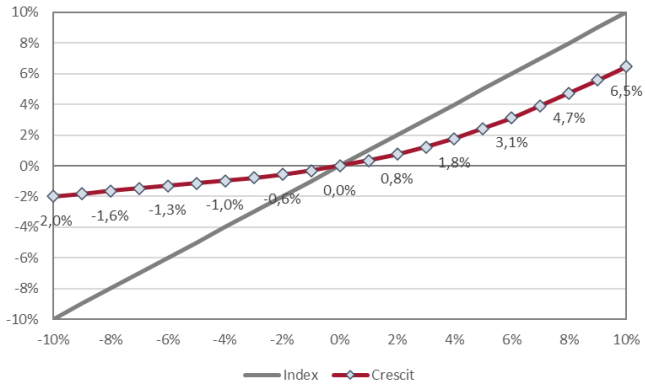
Crescits avkastning under året är något lägre än väntat givet hur riskfyllda tillgångar har stigit under året. Det beror främst på att vi haft en övervikt mot köpta optioner och en defensiv exponering under året inför vad vi ser som en kommande lågkonjunktur med fortsatt turbulenta marknader. Derivatportföljen med kostsamma skydd mot börsfall drabbades negativt av den fallande volatiliteten.

Positionering och förvaltning

När vi nu gått in i den traditionellt starkare vinterperioden för börsen så är vår exponering något högre men fortsatt defensiv. Vi har en övervikt mot räntebärande tillgångar och har fortsatt minska vår risk mot aktiemarknaden för att bevara risknivån i fonden som helhet. Derivatboken justeras löpande för att anpassas efter rådande marknadsklimat och eftersom volatiliteten är historiskt låg så har vi främst köpta optioner i portföljen, där ränteportföljen bidrar med samma typ av avkastning som sålda barriäroptioner kan ge.

Fondens indikativa känslighet mot börsindex framgår i **figur 4** nedan. Portföljen innehåller flera kombinationer av optioner och vår målsättning är som alltid att överprestera den momentana riskbild som visas varje månad i figuren nedan. Figuren är främst ett stresstest mot plötsliga rörelser samt en indikation om vad förvaltningen strävar emot i närtid.

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%	-2,60%	-8,83%
2023	3,94%	0,08%	1,34%	-0,44%	-1,37%	1,29%	1,73%	-2,92%	-1,45%	-0,74%	2,42%		3,74%

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

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 7:e december 2023