Med mycket möda och stort besvär – två händelserika år och vi är tillbaka på ruta ett?

Avkastningen i Crescit under december blev +2,10 %. Därmed uppgick avkastningen för 2023 till +5,92 %. December var ytterligare en stark månad för riskfyllda tillgångar där MSCI World steg med +4,81 %. Nordiska hedgefonder (NHX Index) avkastade +2,50%. Hedgefondkollektivet gick därmed upp +5,95 % under året.

December fortsatte den mycket starka positiva utveckling som inleddes i november. Förhoppningar om sänkta räntor och mjuklandning för ekonomin fick riskfyllda tillgångar att stiga på bred front. Långräntorna fortsatte att falla och den amerikanska 10-års-räntan stängde året omkring 3,85 %. Därmed är långräntan i princip oförändrad på året efter att ha noterats så högt som 5 % under hösten.

Starkt år på pappret men inte i praktiken

Året som helhet blev ett mycket positivt år för riskfyllda tillgångar. Det finns dock några intressanta brasklappar att ha i åtanke kring utvecklingen. **För det första** var det långt ifrån alla som hade ett positivt börsår. Det är främst storbolagen som drivit utvecklingen vilket blev allra tydligast i USA där en handfull AI-exponerade teknikbolag stod för merparten av den totala börsuppgången. Även om S&P500 steg med 24,2 % så blev avkastningen för det likaviktade indexet betydligt lägre med 11,6 %. Både det likaviktade SP500 och småbolagsindex Russell 2000 noterades för en nedgång under året så sent som i oktober innan fallande räntor skapade en av de snabbaste börsuppgångarna på mycket länge. Mönstret går igen i Europa där Eurostoxx 50 steg betydligt mer än det bredare Stoxx 600 indexet och även OMXS30 som även det noterades för en årlig nedgång så sent som i början av oktober.

För det andra ska man komma ihåg att den genomsnittliga börsavkastningen *i ett positivt börsår* är ca +16 % för MSCI World och +20 % för OMXS30. Med det i åtanke var året faktiskt ganska genomsnittligt, för att vara ett positivt börsår och OMXS30 *underavkastade* sitt genomsnittliga positiva börsår. **För det tredje** så är den totala avkastningen över de senaste 2 åren nu kring 0 %. Både MSCI World, S&P500 och OMXS30 handlar på samma gamla högstanivåer som de gjorde i början av 2022.

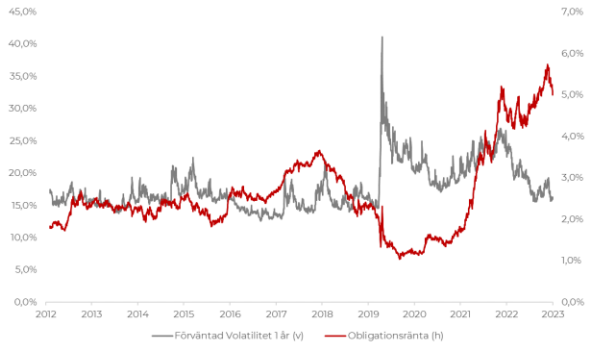
Mycket bra förutsättningar för derivatförvaltning

Våra betraktelser visar på ett adekvat sätt att börsindex både kan ge en mycket bra avkastning om de utnyttjas på ett effektivt sätt samtidigt som det kan gå lång tid utan att man får någon avkastning alls. Efter många år av uppgång så har marknaden under de senaste åren visat upp sitt sanna, volatila, jag. Det är i denna miljö som derivat skapar extra stark nytta för portföljen. Genom att automatiskt justera risken vartefter marknaden rör sig så kan derivaten skapa en gas och broms i portföljen som på sikt kan addera stora mervärden. I kombination med det för tillfället förhöjda ränteläget skapas en mycket attraktiv möjlighet för Crescit.

Oavsett om 2024 blir ett år som 2023 eller som 2022, eller något däremellan, så har fonden möjlighet att leverera en oerhört **stark riskjusterad avkastning.** Genom att kombinera vår derivatförvaltning med investeringar i räntebärande instrument kan vi skapa en exponentiell uppsida med ytterst begränsad nedsida. Det gör att vi står redo att fånga nästa rörelse i marknaden oavsett om det är den lågkonjunktur vi sett framför oss eller om centralbankerna lyckas att skapa en mjuklandning för ekonomin. Tack vare den starka börsuppgången under slutet på året så har riskviljan ökat i marknaden vilket gör att optioner är historiskt lågt prissatta samtidigt som räntenivåerna fortsatt ligger på högre nivåer än på länge. Den konvexa exponering som skapas är perfekt i en marknad som fortsätter att lära läxor i ödmjukhet till prognosmakare och förvaltare världen över.

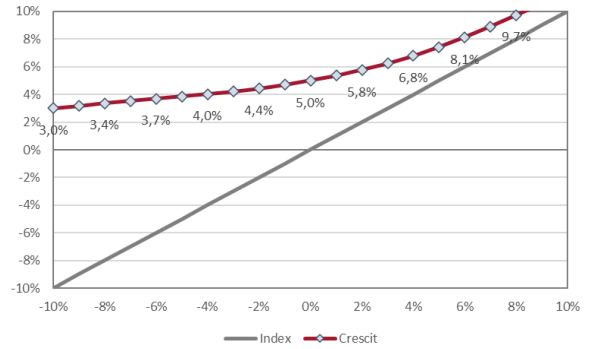
Figur 1 på nästa sida visar förväntad volatilitet – som är avgörande för prissättningen av optioner, och obligationsräntan för räntebärande investeringar med låg risk. Aldrig tidigare har en så här låg volatilitet ackompanjerats av så här höga räntor. Det skapar en **fantastisk möjlighet** att kombinera aktieindexderivat med räntebärande investeringar för att skapa ett mycket konkurrenskraftigt alternativ till börsen.

Figur 1 – Implicit Volatilitet och Räntenivå



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 förväntade ränteintäkter under nästkommande år.

Figur 2 – Crescits förväntade utveckling 2024



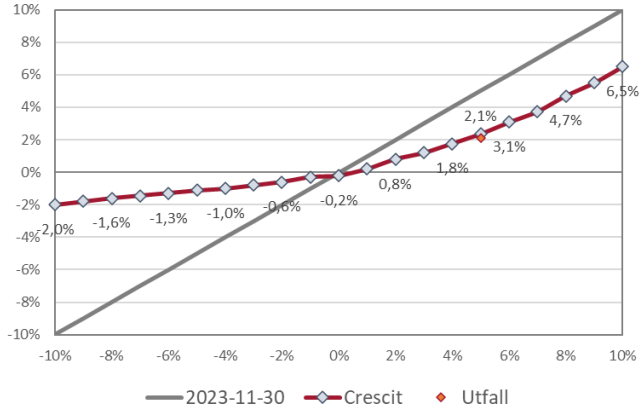
Crescit erbjuder ett mycket bra alternativ för de investerare som **inte vill drabbas av stora värdetapp när börsen faller** men samtidigt vill ha god avkastning långsiktigt. Derivatportföljen anpassas kontinuerligt till rådande marknadsläge och volatilitet för att eftersträva en mycket god riskjusterad avkastning. Detta har resulterat i en totalavkastning på + 22,3 % sedan 2019 vilket i jämförelse med MSCI World index motsvarar kring **två tredjedelar av totalavkastningen med bara ca en tredjedel av risken.**

Fondens utveckling

Crescits avkastning under månaden blev i linje med förväntan. Ränteportföljen gav ett starkt bidrag samtidigt som den generella börsuppgången skapade en positiv avkastning i derivatportföljen. Kupongnivåerna är fortsatt höga i kreditportföljen och vi förväntar oss att den fortsätter att leverera starkt under 2024.

De kortsiktiga, taktiska, justeringarna av risken i fonden som vi gjorde under månaden bidrog mycket lite till totalresultatet.

Figur 3 – Utfall under december

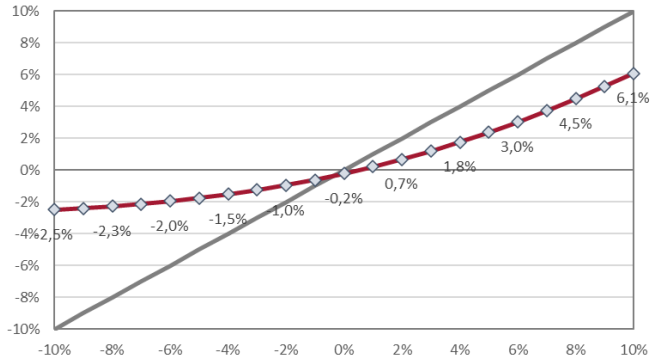


Fondens avkastning under året blev något lägre än vad vi hade önskat. Det beror på att vi har haft en negativ syn på den globala konjunkturen och riskfyllda tillgångar och legat överviktade i köpta optioner. Årets positiva avkastning visar dock på styrkan med derivat och avkastningen har uppnåtts med mycket låg volatilitet (under 5 %). En stark utveckling för vår ränteportfölj balanserade upp det negativa bidraget från portföljskydd under året.

Fondens riskbild

Crescits 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 stresstest för januari



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%	2,10%	5,92%

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

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 5:e januari 2024