

Kraftiga fall för europeiska bankaktier och rekordsvag krona. Vi närmar oss inverterad räntekurva i USA.

Utvecklingen på världens aktiemarknader var svag under augusti, förutom i USA och de nordiska länderna där utvecklingen var stark under framförallt den andra halvan av månaden. I de europeiska länderna var utvecklingen generellt sett svag, men det europeiska bankindexet föll allra mest. Indexet föll nästan -11 % under månaden. Den främsta orsaken till detta var den turkiska krisen som uppstod i kölvattnet av Trumps uttalanden om strafftullar på stål och aluminium. Som en följd av detta försvagades den turkiska liran kraftigt under ett par dagar och samtidigt steg oron mycket snabbt bland investerare för att den ekonomiska krisen kommer att få negativa följd effekter för banker i EU-länderna eftersom vissa av dem har utlåning till Turkiet.

När det gäller de importtullar som Trump infört i år kan vi allt mer tydligt konstatera att han dragit in USA i ett handelskrig mot framförallt Kina, EU och Japan. En intressant utveckling som skett parallellt med USAs åtgärder är att omvärlden istället försöker utöka och fördjupa handelsarbetet mellan och med varandra. Man använder även andra verktyg för att vinna fördelar inom handeln med andra länder. Ett sätt är att åberopa valutan, dvs. låta den falla i värde mot andra valutor med föresatsen att gynna det egna landets exportindustri. Ett konkret exempel på att detta görs är Kina som låtit valutan försvagas med nästan 10 % mot US-dollar under sommaren. En sådan stor värdeminskning av valutan underlättar naturligtvis för exportindustrin i Kina som pga tullar annars skulle få en sämre konkurrenskraft gentemot framförallt USA.

Beräkningar från olika centralbanker samt IMF visar att alla länder är förlorare men att USA drar den allra största nitlotten i detta bilaterala handelskrig. Detta borde snart börja påverka den amerikanska opinionen och därmed president Trump. Vi tror dock att den direkta negativa effekten på tillväxt och inflation överdrivs. Dels så kan globala produktionskedjor förändras eller justeras och produktion samt försäljning kan styras om till nya marknader, dels ingick EU och Japan (som står för 30% av världsekonomin) under sommaren ett nytt frihandelsavtal som skapar förhoppningar. Effekterna av allt det som hittills beslutats är, på det stora hela, relativt begränsade men det får självklart inte fortsätta tillkomma för många nya tullar innan det börjar påverka sentimentet på riktigt. Vår uppfattning är ändå att Trump vill tona ner hoten mot framförallt Kina inför midterm-valen i höst. Kina har varit tydliga med att man kommer att införa motåtgärder som i sin tur slår direkt mot Trumps väljare om presidenten väljer att fortsätta sin linje.

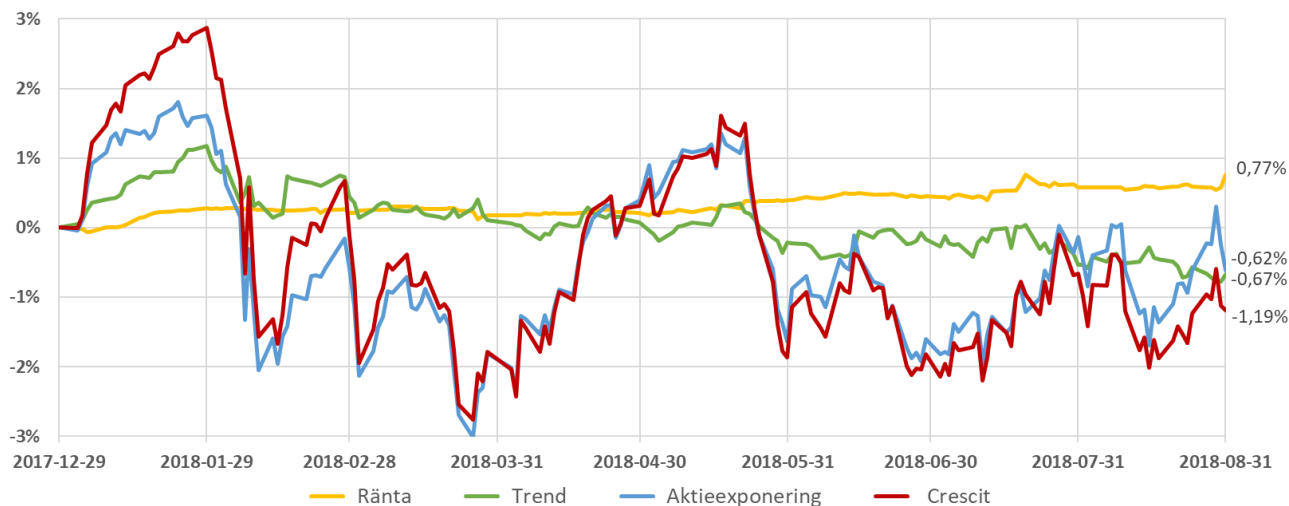
Avkastningen i Crescit var under månaden negativ och uppgick till -0,53 %, vilket innebär -1,19 % under 2018. Majoriteten av den negativa värdetillväxten i augusti härrörde från våra optioner på det europeiska bankindexet. Utav våra tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) var det ingen kategori som bidrog med positiv avkastning under månaden. Trendmodellernas negativa portföljbidrag berodde huvudsakligen på riskpremier som underavkastade kraftigt under de turbulenta dagarna kring Turkietkrisen. På räntesidan var det mycket små rörelser under månaden. Derivatet bidrog som helhet svagt negativt eftersom de index där vi har exponering både steg och sjönk under månaden. Stora fall på de europeiska aktiemarknaderna samt i synnerhet europeiska bankindexet gjorde att vinsterna från exponeringen i USA och Sverige snabbt eroderades. Under våren ökade vi som bekant vår risk mot europeiska banker då vi bedömt att dessa är billiga baserat på historiska nyckeltal samt antagandet om att marknadsräntorna i Europa kommer att börja stiga så snart tillväxten återkommer. Dessa innehav har haft en mycket svag avkastning hittills och indexet är -20 %. Som andelsägare i fonden är det viktigt att komma ihåg att näst intill hela denna negativa rörelse nu ligger i marknadsvärderingen av Crescit. Två av dessa positioner har barriärer som vi i dagsläget ligger relativt nära, men med lång löptid kvar. Således har vi byggt upp ett stort s.k. tidsvärde i dessa positioner. Tidsvärdet per sista augusti uppgår till cirka 1,5 % på fondens NAV.

Vi arbetar precis som tidigare utifrån att kriser eller oro som uppstår i aktiemarknaden till följd av enskilda länders ageranden, parlamentsval, vapenskrammel eller andra typer av "lokala" händelser inte på några månaders sikt leder till större börsfall. Geopolitiska risker har också under de senaste åren visat sig ha mindre effekter på den ekonomiska tillväxten och bolagsresultaten och därmed finansmarknaderna. Priskorrigeringar för aktier förekommer alltid, men när vi börjar se tydliga signaler att aktiemarknaderna faller till följd av högre räntor eller att räntekurvan i USA blir inverterad är det dags att bli ännu mer försiktiga. De senaste 50 åren har en inverterad räntekurva (3 år mot 5 år) i USA varit ett kusligt säkert tecken på att en börsnedgång på minst 15 % inträffar snart därefter. Vi närmar oss vecka för vecka den inverterade kurvan men fram tills att detta sker kommer vi envetet att öka positioneringen för börs upp varje gång vi får en lite mindre korrigering på aktiemarknaden. Genom att arbeta på detta mer intensiva sätt kommer vi att kunna köpa tillbaka sålda optioner mycket snabbare när marknaderna blåser faran över och kurserna sätter iväg uppåt igen med fallande volatilitet som följd. Under sommaren har vi fortsatt att vara mer aktiva i positionstagningen för att på detta sätt öka avkastningen i fonden. Det är idag inte bara säljoptioner som är billiga utan skevheten mellan köp- och säljoptioner är onormalt stor. Detta faktum gör att vi kan köpa 3-4 gånger högre nominal för börs upp och ändå finansiera köpet fullt ut med en fjärdedel sålda säljoptioner. Då vi dessutom samtidigt säljer en termin med samma nominal som det vi sålt i säljoptionerna har vi skapat en mycket tilltalande helhet i fonden.

Centralbankernas agerande kommer framåtriktat att fortsätta med en något stramare penningpolitik. Många av de större marknadsaktörerna hade redan vid årsskiftet positionerat sig för stigande räntor, något som ännu inte gett resultat. Mot bakgrund av att högkonjunkturen i Sverige talar för att företagen höjer sina marginaler framöver, samt att den svaga kronan driver på importpriserna tror vi att Riksbanken kommer att göra en första räntehöjning innan årsskiftet. Dessutom väntas löneökningstakten fortsätta växla upp något som en följd av det starka arbetsmarknadsläget. Ser vi på Europa har långräntorna i bl.a. Tyskland fallit kraftigt sedan mitten av maj och vid utgången av augusti stängde den på 0,33 %. Långa räntor har rört sig både ovanför och under nivån som året inleddes med, men nu är de flesta på en nivå under den i början av 2018. I Sverige ligger 10 års räntan fortsatt något högre – 0,50 %. I USA stannade 10 årsräntan under 3 %-nivån hela månaden och stängde månaden på 2,86 %.

I **figur 1** nedan ses en nedbrytning av respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

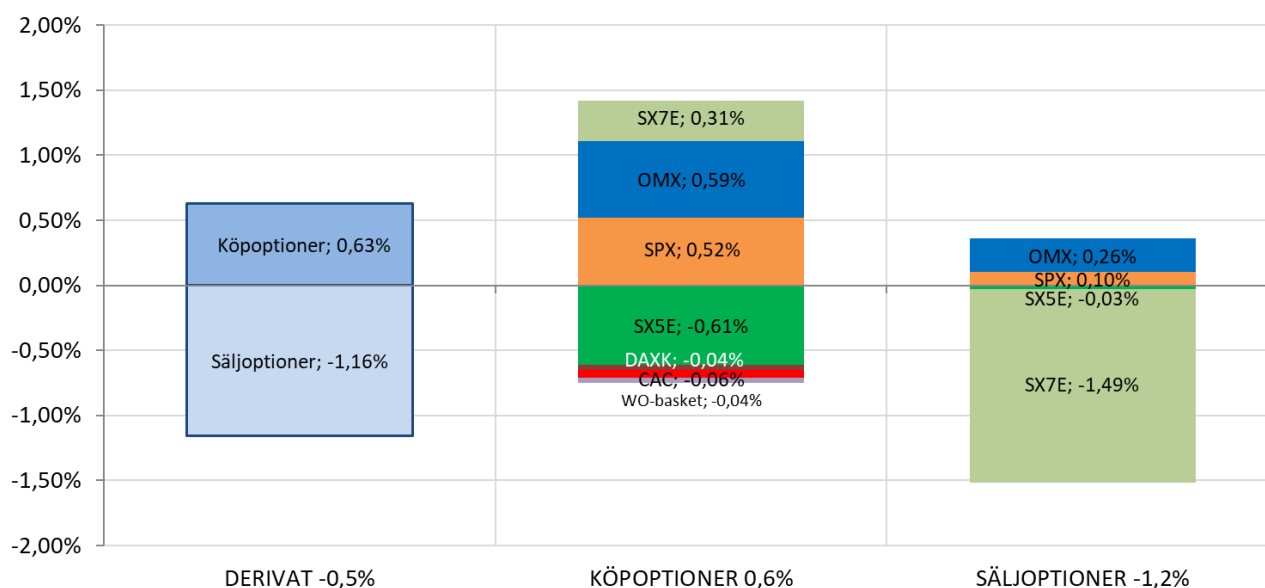
Figur 1



Under augusti sjönk det europeiska Eurostoxx-indexet med -3,76 %. I USA steg däremot börsen under månaden +3,03 % i lokal valuta, vilket innebär att den avkastat över 8 % sedan årsskiftet. Stockholmsbörsen

utvecklades också starkt i augusti och steg med +2,63 %. Sedan årets början är OMX upp +5,15 %. Spanien och Tyskland föll med -4,78 % respektive -3,45 %. Brentoljan vände och steg under månaden med +4,37 %, vilket innebar att oljan stängde månaden på 77,64 USD/fat.

När det gäller våra derivatpositioner hade vi en månad som gick ovanligt svagt eftersom rörelserna för samtliga börsindex som vi har en exponering till var negativa förutom OMX och SPX. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivatet blev -0,51 % under augusti månad (se **figur 2**). Förlusterna härrör till allra största del från förluster bland våra säljoptioner som är exponerade mot det europeiska bankindexet SX7E. OMX-indexet (Sverige) och SPX-indexet (USA) bidrog positivt till avkastningen under månaden. Vi har fortfarande betryggande avstånd ner till våra få sålda barriärer men i bankindexet SX7E ligger det efter den kraftiga nedgången i augusti större tidsvärden som förväntas bidra med positivt avkastningsbidrag närmaste året om indexet inte fortsätter att falla ännu mer.

Figur 2


Om vi fokuserar djupare på derivatet och tittar i figuren ovan så kan vi konstatera att bidraget från köptionerna var +0,65 % under månaden medan säljoptionerna bidrog med -1,16 %. För säljoptionerna såg vi en kraftig ökning av tidsvärdet i takt med att SX7E föll.

Ur ett positionsperspektiv ger volatiliteten oss fortsatta möjligheter att sälja på multiplar som vi inte sett sedan i februari. Lång daterad volatilitet i Europa (men även andra marknader) fortsätter att ligga på extrema nivåer ur ett historiskt perspektiv. Det har sällan varit så billigt att ersätta vanlig börsexponering med långdaterade köptioner som det senaste halvåret. Vi har under månaden försökt utnyttja detta faktum och har nu en derivatbok som kommer att stiga mer än börsen härifrån och uppåt men ha en snabbt avtagande förlust vid eventuellt börsfall. Exempelvis kan sägas att om börsen stiger +20 % kommer våra derivat att bidra med +27 %, medan ett fall på -20 % skulle ge ett förlustbidrag på endast -5 % från vår derivatbok. Det innebär att vi har en skevhet på omkring 5:1 per 31 augusti. Genom denna intressanta positionering blir fonden definitivt ett spännande alternativ till investerare som vill ha exponering mot börsen men inte drabbas av dess nedsida om vi framöver skulle få ett negativt börs klimat.

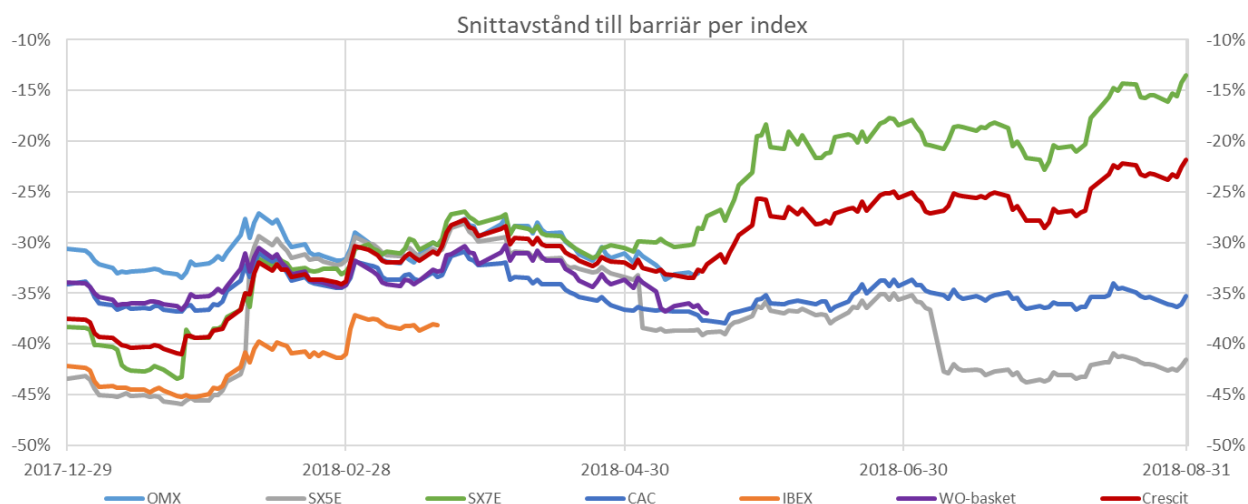
Vårt arbetssätt där vi använder valutaoptioner för att på ett förmånligt sätt skapa ett bra skydd utifrån kronan skulle stärkas framledes har fungerat mycket väl. Svagare krona har vi lite mer exponering emot då osäkerheten för det parlamentariska läget i Sverige bara kommer att bli större och när vi därtill troligtvis får se ytterligare två räntehöjningar från FED i år så ser vi att den svenska kronan löper en risk att försvagas

ytterligare mot framförallt US-dollar under hösten. Då är det fördelaktigt att ha fritt spelutrymme uppåt där vi låter underliggande exponering öka i värde, medan vi är skyddade till 90 % om kronan tappar mer än 20 öre från nuvarande nivå.

Våra räntepositioner hade ett positivt bidrag på 0,17 % under månaden. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,40 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger kvar på sammanlagt på 1 år och 6 månader. Räntedurationen ligger på knappt 3 månader.

Trendmodellernas aggregerade avkastningsbidrag under månaden var -0,14 %. Det innebär att trenddelen bidragit med -0,49 % hittills under 2018. Newedge-indexet för trendföljande fonder var upp +2,64 % under månaden, vilket ger -2,85 % under 2018. Vi har därmed haft en avkastning på +2,36 % bättre än index.

Avståndet till barriärerna för våra sålda optionspositioner minskade under månaden till följd av fallande kurser på de underliggande börserna. Nivåerna på de barriärer vi har kvar ligger på betryggande avstånd. Snittbarriären ligger fortfarande på -32,9 % ifrån per den sista augusti. Viktigt att komma ihåg är att vi aktivt inte ökat på positioneringen mot barrieroptioner under året då premienivåerna är alldeles för låga. I **figur 3** ser vi att vissa index försvinner och andra tillkommer under året. Bilden visar tydligt raset i SX7E-indexet under maj och juni samt återhämtningen och det nya fallet under de senaste månaderna.

Figur 3


När vi analyserar färsk siffror för en mängd olika ledande indikatorer samt tittar på tidigare fungerande samband i förhållande till hur börsen brukar reagera kan vi konstatera att sannolikheten för en börsnedgång i t.ex. USA ökat markant under sommaren. Vi ser flera tecken på en toppande konjunktur, men hur lång tid det tar innan marknadsaktörerna sänker sina risker mer rejält och därmed framkallar en större börsättning är omöjligt att säga. I skrivande stund har Crescit en hög följsamhet mot börsuppgångar medan följsamheten neråt är begränsad.

År	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	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%	-0,15%	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%					-1,19%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg
Stockholm den 7 september 2018