

Handelskrig, valutakrig och Twitterkrig – men vem skall sälja aktier? Inverterad räntekuva i USA.

Avkastningen i Crescit uppgick under juli till -1,16 % och +2,00 % hittills i år. När vi gick in i augusti hade vi ett utgångsläge med låg följsamhet mot börsen och en neutral syn på riskfyllda tillgångar överlag och särskilt på amerikanska aktier. Fondens exponering reflekterade vår avvaktande ställning inför Federal Reserves möte och den makrodata som förväntades under inledningen av augusti. FED sänkte räntan med 0,25 %-enheter och samtidigt meddelade FED att man avslutar bantningen av balansräkningen i förtid. Marknaden hade högt ställda förväntningar på räntemötet (vissa väntade t o m en större sänkning) och prisrörelserna efter mötet visade på viss besvikelse. Framförallt tog marknaden fasta på att Fedchefen J. Powell under presskonferensen sa att sänkningen inte är början på en lång serie av räntesänkningar. Detta i kombination med Trumps ständiga hot om mer tullar satte igång en börsnedgång, korträntor som steg medan amerikanska räntorna med löptid på längre än 5 år sjönk. Det ledde även till att räntekurvan inverterade, vilket tidigare varit en tillförlitlig indikator på kommande recession inom 12 - 18 månader. När vi nådde halvvägs in i månaden hade börserna tappat mellan -5 % till -8 % och Crescit ca -0,4 % på våra derivatinnehav. Under de avslutande veckorna vände de stora världsindexen uppåt igen och avslutade månaden med endast måttliga till små nedgångar sedan den sista juli.

Augusti var en slagig månad med tvära kast för aktieindex världen över. Semester-inducerad likviditetsbrist förstärkte effekterna av ett flertal helomvändningar kring handelskrigets utveckling och drog med sig börserna både uppåt och nedåt i flera vändor. Den inledande sättningen som startades av Powell och eldades på av Trump tog den svenska aktiemarknaden ned till de nivåer vi såg under Maj. Likt Maj var även denna rörelse ett resultat av hårdnande retorik mellan USA och Kina med hänsyn till de olika tullar som satts upp. I bakgrunden fortsätter realekonomin att försämrats och tillväxtprognoserna skrivs fortsatt ned världen över. De vinstestimaten som för bara några månader sedan visade att analytiker kåren trodde på ca 8% vinststillväxt för helåret 2019 har reviderats ned mycket kraftigt och ledande indikatorer fortsätter att visa på en avmattning i ekonomin.

De ledande världsekonomierna är fortsatt i ett skört läge där en svag tillverkningsindustri är på väg att smitta av sig på den tjänstesektor som hittills hållit både tillväxt och risksentiment under vingarna. Europeisk data stabiliserades under månaden och förväntningarna på ECB är ett krafttag i mitten av september för att kunna återbygga tilltron till inflationsmålet och tillväxten för eurozonen. Tyvärr befinner sig den Europeiska Centralbanken med den avgående Mario Draghi i ett komplicerat läge där ytterligare stimulanser kan tolkas som en upptrappning av det valutakrig som börjar utkristalliseras världen över. När amerikanska Federal Reserve för en månad sedan valde att sänka sin styrränta för första gången på ett decennium så lät reaktionerna inte vänta på sig. Inom bara några dagar hade ytterligare ett femtontal centralbanker världen över också sänkt sina styrräntor för att både stimulera inhemsk ekonomi och för att inte riskera en förstärkning av sina respektive valutor. Om ECB väljer att stimulera än en gång riskerar de att kasta Bryssel framför den bildliga buss som är Donald Trumps utrikespolitik.

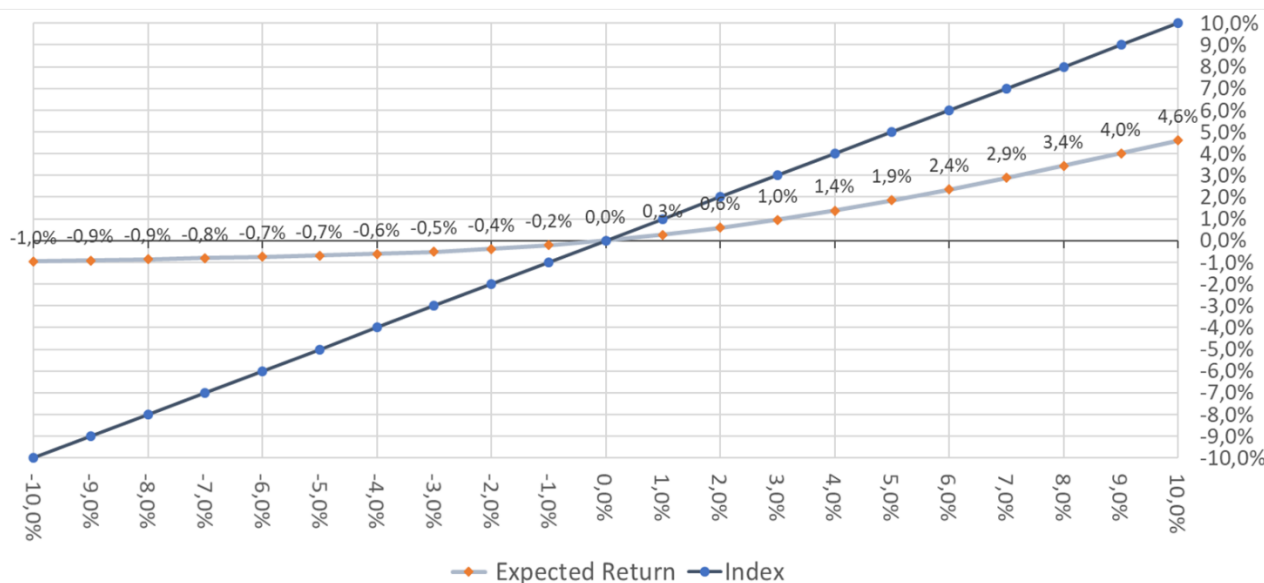
Vårt tidigare huvudscenario att handelskriget skulle närma sig en lösning är nu långt borta och givet nuvarande förutsättningar så verkar en ytterligare eskalering troligare än en lösning. Den amerikanska ekonomin, ledd av konsumenterna, är fortsatt överlägsen resten av världen och det ger Trump möjligheten att fortsätta vara hård i förhandlingarna. Med begränsade reformutrymmen på grund av geopolitiska spänningar ser framtidsutsikterna mörka ut för flertalet sektorer. Det är fortsatt främst europeisk tillverkningsindustri som tar stryk där de mindre och mer exportberoende länderna såsom Sverige och Australien fortsatt får hjälp av en försvagad valuta.

Den starka dollarkursen påminner om den miljö vi såg för några år sedan och ett potentiellt problem är den press som en stark dollar riskerar att sätta på tillväxtmarknaderna runt om i världen. De mindre ekonomierna står för en stor del av världens samlade tillväxt vilket gör att svaghetstecken där riskerar att rucka den globala konjunkturen på ett obehagligt vis. Detta gäller inte minst den kinesiska Yuanen som under månaden bröt den mycket omtalade nivån 7 CNY per USD. Denna försvagning tolkas av vissa som ett svaghetstecken hos den kinesiska ekonomin, och av andra som ett valutakrig. Det återstår att se om någon av dem, eller kanske båda, är giltiga delförklaringar.

Långräntorna fortsätter att falla pladask världen över och flertalet noteras nu (än en gång) till sina lägsta räntenivåer någonsin och avkastningskurvorna är flackare än på mycket länge. Den ofta omtalade differensen mellan amerikansk 2-års ränta och 10-års ränta *inverterade under månaden* och den har en kusligt träffsäker historik av att föranleda en recession. Signalvärdet, om än starkt, är dock ofta långt före recessionen inträffar och inverteringen i sig självt betyder inte per automatik att börserna kommer att falla. Om något är det när kurvan åter börja branta på grund av antingen en mjukare penningpolitik (från oroliga centralbankirer) eller en stigande långränta (hänförlig till antingen inflationsförväntningar eller en stigande riskpremie från oroliga investerare) som man bör begränsa sin aktieexponering. Federal Reserve genomförde som väntat sin "försäkrings"-sänkning och nu väntar marknaden med spänning på om den var, som J. Powell sade vid tillfället, en engångsföreteelse eller den första av flertalet sänkningar i närtid.

Ett avtalslöst Brexit förefaller allt troligare då premiärminister Boris Johnson valt att schemalägga drottningens nästa tal på ett sätt som hindrar parlamentet från att fortsätta förhandla. Därmed försvinner ytterligare några dagar från deras redan pressade schema att förhandla fram ett avtal när de samlas igen efter sommarens uppehåll. Det brittiska pundet handlar i skrivande stund på mycket låga 1,21 USD/GBP där den inte handlat på flera år och den brittiska tillverkningsindustrin mattades av ordentligt under augusti månad, främst drivet av minskade orderböcker.

Figur 1 – Förväntad känslighet mot globala aktieindex



Inför månadsskiftet Augusti/September har vår derivatbok fortsatt ett förhållandevis lågt delta (känslighet mot underliggande börser). Därmed är följsamheten mot mindre börsrörelser låg, vilket reflekterar vår kortsiktiga marknadssyn. Vi ser fortsatta svagheter i både omvärlden och olika delar av marknaden som

tenderat att historiskt spilla över i svaghet även på de större världsindex vi använder för aktierisken i fonden. Vi inväntar för närvarande att de stora världsindexen ska lämna de intervall som de hållit under hela månaden och återetablera en positiv trend eller påbörja en större nedgång.

Våra innehav i företagsobligationer stod för ett negativt bidrag denna månad. Våra valutaskydd gynnade oss marginellt under månaden då de var lite mindre än vår exponering. Vår bedömning var att kronan skulle stärkas mot dollarn under början av sommaren mot bakgrund av FEDs mjukare tongångar och det avtagande behovet av en duvaktig riksbank. Vi missgynnades av de stora slagen i valutamarknaderna under juli, men de upparbetade tidsvärdena återfick vi under andra halvan av augusti.

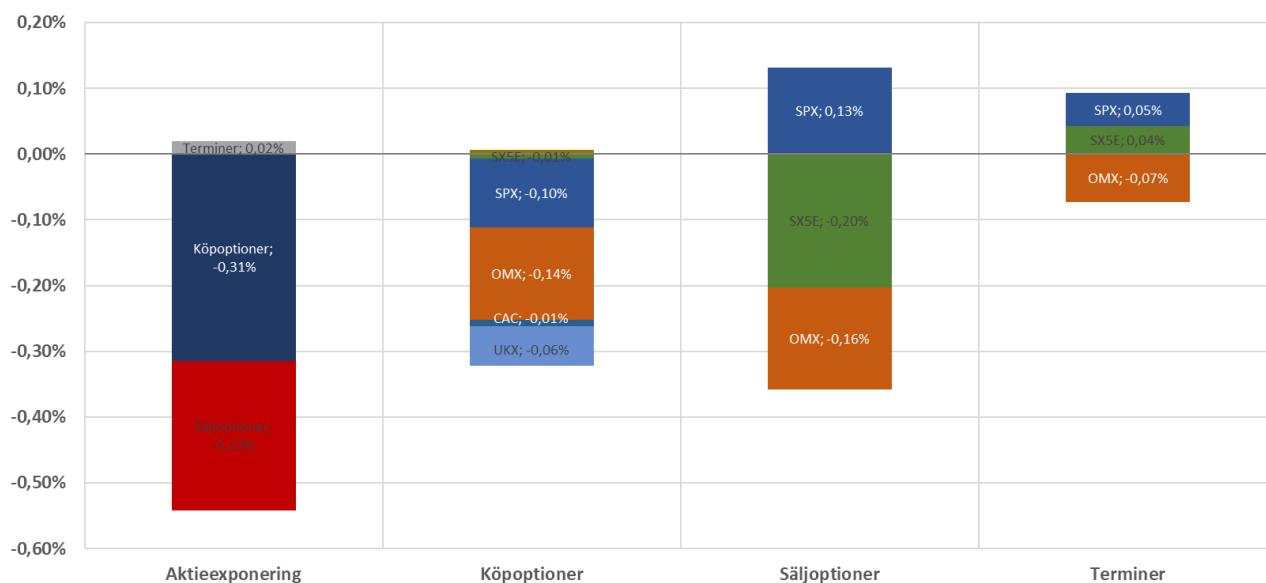
Världskonjunkturen fortsätter att halta framåt och vi ser fortfarande anledning att vara allokerad till aktier. Med fortsatt låga diskonteringsräntor är förutsättningarna goda för en stark börs. Vi är fortsatt försiktiga och ser till att hålla ett fullgott skydd mot en nedgång driven av en försämrad riskaptit eller fallande bolagsvinster. Den förväntade känsligheten mot ett 5 procentigt parallellskifte ner på börsen är ca -0,7 % och ca +1,9 % för en likvärdig rörelse uppåt under september.

Långräntorna rörde sig kraftigt ner i både USA och Europa under augusti. Den amerikanska 10 åriga räntan sjönk med 50 baspunkter till 1,50 % medan den tyska 10 åringen minskade med ytterligare 26 baspunkter och stängde månaden på -0,71 %. Den tyska 10 åringen fortsätter därmed att bygga vidare på sina rekordlåga negativa nivåer. I Sverige föll 10 årsräntan under sommaren för första gången någonsin under nollstrecket, något som fortsatte att befästas under hela augusti. Månaden stängde på -0,36 %.

Under månaden bidrog både våra säljoptioner och köpoptioner negativt till vårt resultat (se **figur 2**). Det negativa bidraget kom primärt från våra köpoptioner på SX5E och OMX och uppstod på grund av de stora börsnedgångarna i Sverige under första halvan av månaden. Våra köpoptioner är nu långt under sin startnivå, och fortsatta förluster i dessa OMX-positioner är kraftigt begränsade vid ytterligare börsfall. Våra säljoptioner på amerikanska börsen gynnade vår derivatbok under månaden. Våra sålda köpoptioner bidrog till resultat i SPX men också ägda säljoptioner i SPX tjänade pengar under månaden.

I **figur 2** nedan ses en nedbrytning av de olika indexen och deras avkastningsbidrag i Crescit.

Figur 2



Det totala bidraget från aktieindexderivat uppgick till -0,52 % under månaden (se figur 2) vilket var något sämre än våra förväntningar givet marknadsutvecklingen – ett resultat av ogynnsam övervikt mot Sverige. När vi går in i september har vi ett utgångsläge där vi har låg följsamhet mot börsen.

Sammanfattningsvis konstaterar vi att augusti var en omtumlande månad med stora rörelser på de globala aktiemarknaderna men som vid månadskiftet till september letat sig tillbaka till ungefär där de började. Vi har en fortsatt låg till neutral exponering för börsuppgång men ser fram emot ett konstruktivt avslut på året drivet av en potentiell stabilisering av världens tillväxt och ett stärkt risksentiment. Vi tror fortsatt på en slagig marknad där handelsdiskussioner och valutarörelser (både marknadsdrivna och forcerade) kommer att föra med sig tvära kast och stora rörelser.

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%	-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%					2,00%

Jonas, Gustav och Simon

Stockholm den 6 september 2019