

Kraftiga börsfall över hela världen gjorde året som helhet svagt. Riskaversion igen. Räntorna kraftigt neråt.

Den svaga utvecklingen på världens aktiemarknader under hösten tilltog ytterligare i styrka under december. Börsåret 2018 blev som helhet en besvikelse med tvåsiffriga nedgångar på världens börser. De allra flesta osäkerhetsfaktorer som påverkade 2018 lever fortfarande kvar i form av Brexit, handelskrig mellan USA och Kina, oro för en vikande global konjunktur, Kinas velande mellan stimulanser och kraftigt ökade obalanser, Trump som tweetar i parti och minut, Feds räntepolitik, amerikanskt budgetbråk (som kan bli mer infekterat än vi är vana vid) med nedstängningar av myndigheter under lång tid, risk för svenskt nyval osv. osv.

Å andra sidan innebär de relativt stora börsfallen under fjärde kvartalet att värderingarna fallit, vilket kan ge stöd till börserna i närtid. Januari tenderar också att vara en stark börsmånad (Januarieffekten). Oroande är också att inköpschefsindexen (PMI) som är en bra ledande indikator för framtiden fortsätter att falla brant. I Eurozonen sjönk siffrorna ytterligare under månaden och är nu nere på den lägsta nivån på fyra år. Orsaken till detta stavas långsammare tillväxt i företagens orderböcker, fallande export men även sjunkande framtidsoptimism och högre kostnader. Som det ser ut just nu kommer ekonomin i Europa att successivt växla ner under detta år (2019). Dock är PMI fortfarande över 50, vilket indikerar fortsatt tillväxt men takten är lägre än tidigare. Fram till för några veckor sedan uppgav företagen i sin kommunikation ingen resultatpåverkan alls, men under de senaste veckorna har bolagsledningarna världen över blivit mer försiktiga och därtill har även ett antal större vinstvarningar skakat om marknaden. Således är vår vy att börserna har en svag underton med stora slag där fortsatta vinstrevideringar inte alls är osannolikt under årets första kvartal.

Sammantaget blev utvecklingen på aktiemarknaderna negativ under året och inom Europa ligger nedgångarna i många länder på mer än -10 %. Vi kan slå fast att året också har varit exceptionellt trendlöst (utom i december). Alternativa placeringar har haft ett mycket utmanande år och det breda hedgefondindexet HFRX Global Hedge Fund Index är ner -6,72 % under året.

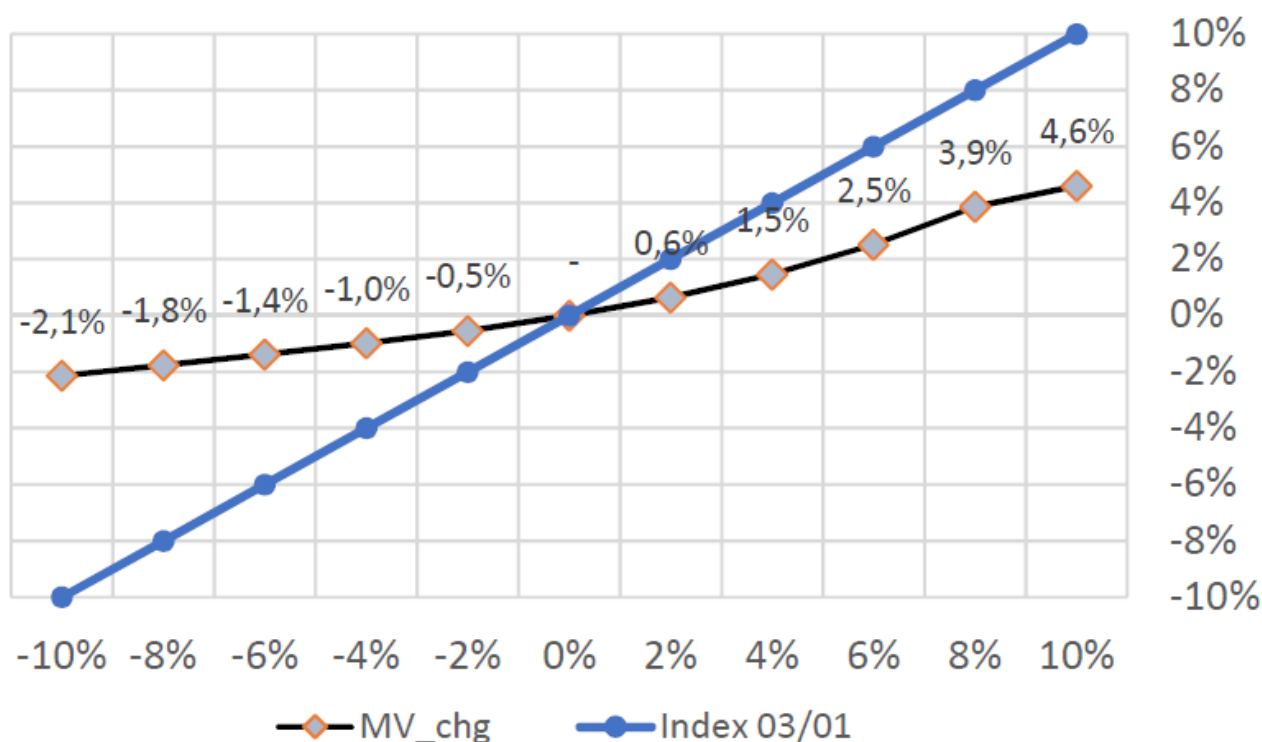
De högre marknadsräntorna, som på allvar började utmana värderingarna på amerikanska aktier, toppade i november för att under december kraftigt vända om nedåt igen (för oss en aning överraskande). Den amerikanska 10 årsräntan tappade 0,5 procentenheter under december (trots FED's höjning) och den japanska 10 årsräntan är återigen negativ. Centralbankerna håller också på att minska sina tillgångsköp (QE). Centralbankernas inflationsstyrda agenda är i dagsläget extremt svåranalyserad.

Avkastningen i Crescit var under månaden negativ och uppgick till -3,44 %, vilket innebär -9,52 % under 2018. Året som helhet blev en besvikelse och vi är missnöjda med hur året avslutade. Det vi tar med oss från året är en enorm revanschlust att jobba hårt för att skapa ett förvaltningsresultat som vi kan känna oss stolta över. Som vi beskrivit i flera månadsbrev tidigare så har Crescit hela hösten haft en hög följsamhet mot börsuppgång medan följsamheten neråt varit starkt begränsad. Vi har under månaden, precis som tidigare, arbetat med de enskilda positionerna och rullat om nya med avsikten att upprätthålla den avkastningsprofil som vi etablerat under hela hösten. De flesta börserna som vi är aktiva på föll kraftigt under december. I Sverige föll börserna under månaden med -6,99 %, vilket innebär att den avkastat -10,67 % sedan årsskiftet. Det tyska DAX-indexet fortsatte sin kräftgång och föll med -6,22 % under månaden. I Frankfurt föll börserna med -20,57 % under året. Börserna i Storbritannien och Europa har per 31 december backat med -12,41 % respektive -14,77 % under året. Det europeiska bankindexet SX7E som inför året av en närmast enig analytikerkår ansågs vara ett av de index som hade störst potential inför 2018 har tappat -33,51 % när året summeras.

Under december blev känsligheten från derivaten gentemot börsrörelserna aningen lägre än vad vi förväntade oss på förhand. Detta var glädjande då den förväntansbild vi kommunicerade i förra månadsbrevet visade att förväntningarna vid en snittbörsrörelse på -7 % skulle ge ca. -3,0 % i NAV-förändring från enbart våra derivatpositioner. Vårt ihärdiga arbete med derivaten under månaden reducerade dock storleken på förlusterna och resultatbidraget blev därmed -2,7 %. Det var framförallt vår låga exponering mot Sverige som bidrog till den starka relativa siffran. Tyvärr tappade våra innehav i högavkastande företagsobligationer pengar denna månad då kreditspreadarna gick isär. Som vi tidigare kommunicerat har fonden under hösten sålt av befintliga CTA-fonder som fungerat som skydd mot sålda barriäroptioner, en risk som idag är försumbar i fonden. Under december såldes resterande exponering och vid årsskiftet var all exponering mot klassiska CTA-fonder borta. Den öppna valutaexponeringen var också en besvikelse under december eftersom den svenska kronan blev mycket starkare mot dollarn (ända ner till 8,85) precis på nyårsaftonen, för att dagen efter igen studsade upp till 9,00 kronor per dollar. Vår valutaexponering hade ett portföljbidrag på -0,45 % under månaden.

Vi är fortsatt konstruktiva till aktiemarknaden på kort sikt, men det finns många tydliga risker som kan bli obehagliga redan under de kommande månaderna. På den positiva sidan ser vi att tillväxten i USA fortsatt är stark och vi tror att handelskriget mellan framförallt USA och Kina inte kommer att eskalera under de kommande månaderna – snarare tvärtom. Den genomsnittliga indexprognosen för SPX från de amerikanska storbankerna är omkring 3000 (vilket är upp 20 %!) fram till december 2019. Än så länge visar inte heller företagens resultat några tecken på avmattning vilket talar för att utdelningarna kommer att hålla i sig. Vi känner oss bekväma att kunna leverera en stark relativ avkastning om aktiemarknaderna fortsätter att falla under lång tid framöver, likaså positionerar vi fonden för att kunna hänga med om denna sättning visar sig vara ytterligare en i raden av korrigeringar innan marknaden fortsätter sin resa och kanske slår nya rekord under året. Det mest utmanande scenariot för Crescit på några månaders sikt är en marknad med fortsatt små rörelser där volatiliteten faller tillbaka men med ryckiga rörelser. En sådan miljö är definitivt tuff för vår förvaltningsmodell.

Figur 1



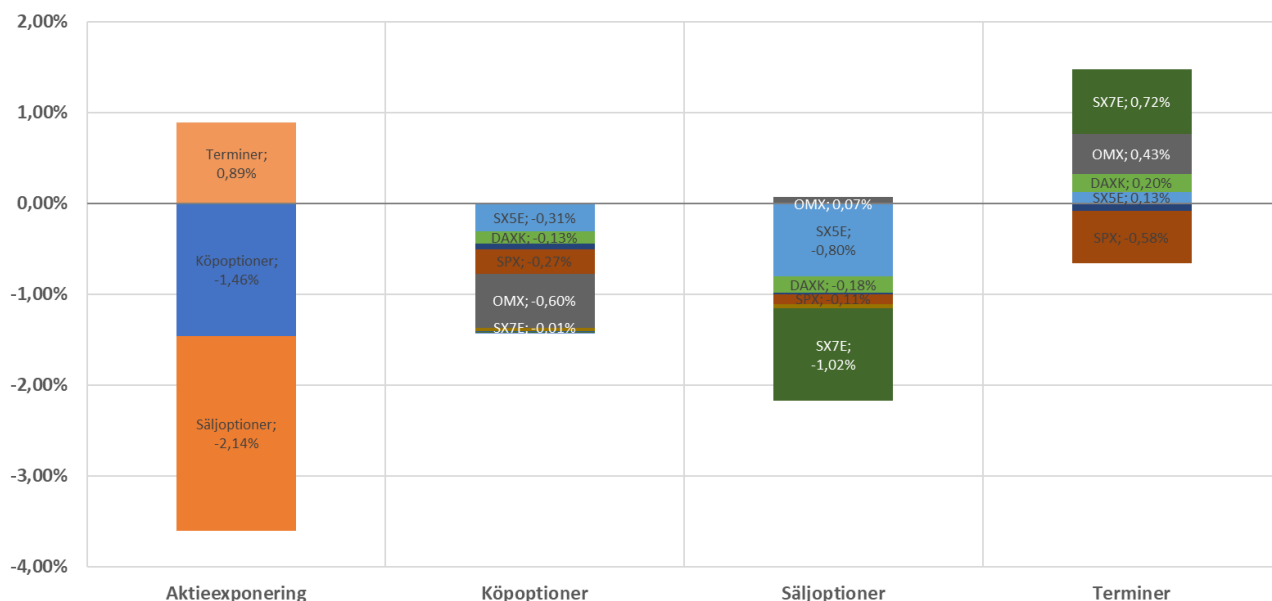
Det är med vårt arbetssätt väldigt viktigt att vi arbetar med positionerna och ser till att rulla om och skapa en profil som fortsatt begränsar nedsidan men samtidigt säkerställer att fonden kommer att ha en god följsamhet uppåt om aktiemarknaden skulle stiga härifrån och framåt. I **figur 1** nedan ses en bild över hur fondens känslighet gentemot aktiemarknaden såg ut per den 3 januari 2019. Figuren visar mycket tydligt den åtråvärda asymmetri som råder i fonden baserat på om aktiemarknaderna går upp respektive ner de kommande månaderna. Känsligheten är ca -1,2 % vid ett parallellskifte neråt på börserna med -5 %, att jämföra med ca 2,0 % känslighet vid ett 5-procentigt parallellskifte uppåt på börserna. Vi kommer successivt öka fondens känslighet för om börserna börjar klättra uppåt, men som kan ses i grafen har vi ett bättre resultatutfall än vi hade för en månad sedan om börserna kommer tillbaka till samma nivå som då.

Fonden har just nu störst risk mot indexen SX5E och SPX. Mot OMX har vi mycket lite exponering. Prisfluktuationer för aktier förekommer alltid, men det är först när vi ser tydliga signaler att aktiemarknaderna faller till följd av fallande bolagsvinster, högre räntor eller att räntekurvan i USA blir inverterad, som det är dags att ta en annan positionering. Vi tycker oss se begynnande tendenser till denna typ av utveckling, men det är inte förrän längre fram i vår vi får svaret på detta. 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 (inom 12 månader). Under inledningen av december var kurvan inverterad med någon punkt, men i skrivande stund ligger 3 åringen och 5 åringen på nästan exakt samma nivå – ca 2,5 %, vilket är 30 baspunkter lägre än i november. Räntekurvan i USA är nu mycket flack, då det skiljer mindre än 10 baspunkter mellan 1 årsräntan och 10 årsräntan. Sådär flack som nu har kurvan inte varit sedan 2007. Om den inverterade räntekurvan uppstår kommer vi att minska exponeringen mot stigande börs under 2019.

Oroväckande är att långräntorna i USA fortsätter att falla så mycket och i skrivande stund har, trots fortsatt bra makrostatistik, den långa 10 årsräntan tryckts ner ända till 2,67 %, vilket är på samma nivå som under inledningen av 2018. Det är svårt att tro att 10 åringen skall ner under 2,5 % igen mot bakgrund av de starka siffror som hela tiden trillar in. Enligt pinfärska siffror är nya jobbskapartakten i USA just nu omkring 2,5 % per år, vilket överensstämmer bra med 3,5 % BNP-tillväxt. Lönetillväxten i USA är 3,2 % vilket också är extremt starkt och överensstämmer bra med 2,2 % i inflationstakt. Jobb på 2,5 % och lönetillväxt på 3,2 % ger 5,7 % i ökad köpkraft. Nominellt växer alltså USA 5,7 % (3,5 % realt och 2,2 i inflation), vilket gör att antingen skall något drastiskt nu hända eller så skall börserna vända upp, för med så stark tillväxt lär inte företagens vinster minska. Tyvärr är löneökningar historiskt en av de absolut bästa indikatorerna på kommande recessioner, då de alltid kommer sent i cykeln när arbetsmarknaden är som allra tajtast. Det som brukar hända är att löneökningarna leder till stigande inflation som då ger höjda räntor från FED vilket i sin tur ökar räntekostnaderna i förhållande till folks inkomster. När man får mindre över till konsumtion och investeringar rullar konjunkturen över och USA går in i recession. Vi förväntar oss dock ingen rejäl omsvängning i penningpolitiken från FED under våren. Däremot prisar marknaden inte in några höjningar av FED.

Här hemma i Sverige höjde Riksbanken planenligt räntan i december. Detta var första höjningen på 7 och ett halvt år. Riksbanken skruvar dock ned takten för räntehöjningar under kommande år. Nästa steg tas enligt pressmeddelandet sannolikt under andra halvåret 2019 och Riksbankens reporäntebana indikerar att räntan förmodligen inte når över noll förrän allra tidigast 2020. Spännande är att KPIF-inflationen (som utgör riksbankens officiella inflationsmål) enligt de flesta analytiker redan passerat sin högsta nivå och successivt kommer att falla ned till 1,5 % i slutet av detta år. Vare sig konjunktur- eller inflationsutsikterna ser alltså ut att skapa någon vidare gynnsam miljö för ytterligare räntehöjningar under året och desto längre man väntar ju sämre blir det. I **figur 2** på nästa sida ses en nedbrytning av de olika indexen och deras avkastningsbidrag i Crescit.

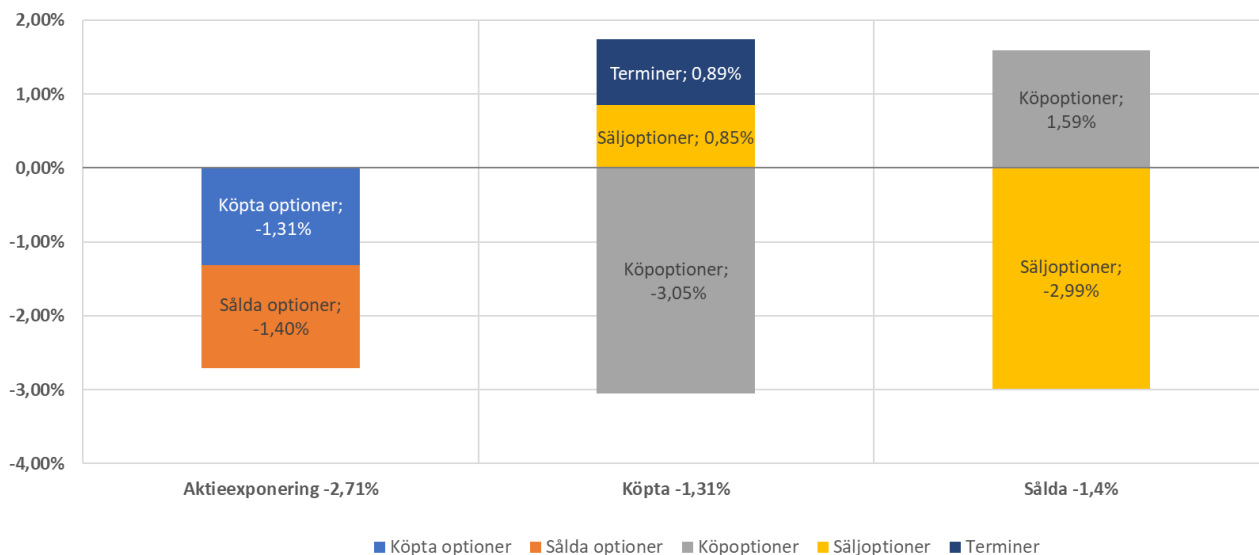
Figur 2



När det gäller våra derivatpositioner påverkades både köpoptionerna och säljoptionerna negativt av börsfallen i Europeiska Eurostoxx-indexet, Tyskland, USA samt för bankindex. Köpoptionerna var i pengarna tidigare under hösten men är det inte längre i och med de senaste månadernas kraftiga börsfall. Detta innebär att vi bara har premierna kvar som kan förloras i dessa. Våra säljoptioner förlorade däremot mer pengar under månaden (bidrog med -2,14 %) eftersom vi närmade oss deras strikenivåer. Majoriteten är marknadsvärden som delvis kommer tillbaka om börserna vänder om eller inte faller vidare. Dock är några av positionerna i pengarna. Den ökande volatiliteten hjälpte då till att bibehålla en hel del värden i dessa positioner och vi har aktivt kunnat arbeta med dem under månaden. Det tidsvärde vi hade för en månad sedan tickade bara delvis in eftersom börserna fortsatte att falla under månaden.

I "risk av" rörelsen under månaden fungerade självfallet de terminer vi sålt på flertalet index mycket väl. Terminerna bidrog med +0,89 % under december. På totalnivå är bidraget från aktiederivatet -2,71 % under december månad (se **figur 2**). Utfallet var bättre än förväntningarna när vi gick in i månaden. Vid månadsskiftet är känsligheten mycket lägre nedåt än under förra månaden.

Figur 3



Om vi fokuserar djupare på derivaten och tittar i figuren ovan kan vi konstatera att bidraget från köpta optioner var -1,31 % under månaden medan sålda optioner bidrog med -1,40 %. Bland de sålda säljoptionerna bidrog SX7E-indexet mest negativt, men även SX5E och SPX hade växande negativa marknadsvärden. När det gäller sålda köpoptioner stod SPX nästan ensamt för hela det positiva bidraget, vilket var effekten av att börserna i USA föll kraftigt i december. Störst negativt bidrag totalt sett kom från Eurostoxx och SPX. Eurostoxx stod ensamt för ett negativt bidrag på -0,98 % under månaden, medan USA stod för -0,96 %.

Långdaterad volatilitet har på de flesta marknader fortsatt att stiga under december som en naturlig följd av de kraftigt negativa börsrörelserna. Dock är det idag stor skillnad mellan att köpa optionalitet och sälja optionalitet på olika marknader. Exempelvis är det mycket dyrare att göra långdaterade optioner på USA istället för Sverige (räntan slår mycket). Har man en syn att börserna i USA resp. Sverige skall fortsätta att gå ungefär lika så är det bättre risk/avkastning i Sverige just nu.

Det är inte längre lika billigt att ersätta vanlig börsexponering med köpoptioner som det var under sommaren och hösten i år. Å andra sidan har premierna för barriäroptioner äntligen börjat stiga och vid utgången av året är det i vissa index intressant att igen överväga att sälja dessa. Det är förvånande att premierna inte stigit ännu mer mot bakgrund av att 2018 hade 13 dagar där SPX föll med -2 % eller mer jämfört med 2014-2017 då SPX hade 16 dagar med -2 % eller mer.

Vi har just nu en derivatbok som behöver några procentenheters uppgång för att åter ta fart i känsligheten mot börserna. Å andra sidan har vi just nu en mycket låg känslighet för eventuellt fortsatta börsfall. Detta känns som en bra avvägning när vi går in i det nya okända året. Vi kommer att arbeta hårt för att bibehålla en stor skevhet mellan upp och nersidan. Detta är mycket tillfredsställande i en marknad som den i nuläget. Vi arbetar med positioneringarna så att fonden på allvar blir ett spännande alternativ för alla de investerare som vill ha exponering mot börserna men inte drabbas av dess brutala nersida om vi framöver skulle få det.

Svagare krona har vi aningen mer exponering emot just nu då osäkerheten för det parlamentariska läget i Sverige bara fortsätter. Då är det fördelaktigt att ha fritt spelutrymme uppåt där vi låter underliggande exponering öka i värde, medan vi har mycket större skydd (genom optioner) om kronan stärks mer än 5 öre från nuvarande nivå. Vid ett tapp med 10 öre (till nivån 8,90 på USD/SEK) har vi robust skydd neråt.

Våra räntepositioner hade ett negativt bidrag på -0,7 % under månaden. Det var en för oss mycket svag ränteavkastning under december. Även här kan man förvänta sig att kreditspreadarna börjar gå isär mer om konjunkturen skulle börja svaja. Vi har därför medvetet en kreditrisk som är medelstor och har under hösten minskat de räntepapper där vi bedömer risken som störst. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,45 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger kvar på 1 år och 7 månader. Räntedurationen ligger på endast 2 månader. För året som helhet avkastade vi 0,3 % i våra ränteinnehav.

Trendmodellernas och riskpremiernas aggregerade avkastningsbidrag under månaden var endast -0,04 % och avkastningen under året stannade på -1,76 %. Det har varit ett mycket frustrerande år när det gäller dessa investeringar som funnits i portföljen för att balansera upp vid börsnedgångar. Vi har målmedvetet och metodiskt arbetat om förvaltningsmetodiken under året för att kunna skapa en positiv avkastning på 4 till 6 procent per år i fonden framledes. Newedge-indexet för trendföljande fonder var ner -5,77 % under 2018. Vi har därmed trots vårt stora missnöje ändå haft en avkastning klart bättre än index. Vi har under året avvecklat samtliga av de traditionella CTA-fonder som vi historiskt använt som motvikt till eventuellt marknadsvärdetapp i barriäroptionerna.

När vi analyserar olika ledande indikatorer samt flera sedan tidigare fungerande samband på hur börserna brukar reagera vid nuvarande utfall ser vi tydliga tecken på en toppande konjunktur, men hur lång tid det tar innan marknadsaktörerna sänker sina risker mer rejält och därmed framkallar kanske en ännu större

börssättning än där vi är just nu är omöjligt att säga. I skrivande stund har Crescit en relativt låg följsamhet mot börsuppgångar medan följsamheten neråt är ordentligt begränsad (**se figur 1**). Vår positionering speglar vår vy att vi troligen får en återhämtning på börserna under de kommande månaderna men att risken för fortsatta fall är betydande och måste därmed tas på största allvar.

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%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg
Stockholm den 7 januari 2019