

Handelsoptimism ger fortsatt starka börser. Låg inflation ger sannolikt senare räntehöjning.

Avkastningen i Crescit uppgick till +0,88 % under februari månad, vilket ger 2,94 % hittills i år. Månaden som helhet var stark och samtliga delar av portföljen levererade i linje med vad som förväntades. Den starka utvecklingen på världens aktiemarknader under inledningen av året har överraskat många och det skall bli spännande att följa utvecklingen de kommande månaderna med handelsavtal, Brexit och EU-valet. I USA har nu nästan hela fallet från oktober hämtats tillbaka och starten på 2019 blev därmed den starkaste sedan 1980-talet för S&P500-indexet. Det är de goda nyheterna som dominerar igen. Handelssamtalen mellan USA och Kina verkar flyta på och den globala konjunkturen verkar inte vika i år heller, FED:s och ECB:s räntepolitik verkar bli mindre högkäftig och därav har risksentimentet återvänt just nu i alla fall.

De stora börsfallen under fjärde kvartalet 2018 har nu reverserats på många marknader. Trots denna uppgång är bolagsvärderingarna fortfarande tilltalande och det kan i kombination med fortsatt god ekonomisk tillväxt finnas utrymme för fortsatt börsuppgång i närtid. Sammantaget blev utvecklingen på aktiemarknaderna väldigt positiv under februari och inom Europa ligger uppgångarna i många länder på mer än +2 %. Detta bör också ses i ljuset av att januari var en extremt stark börs månad. De börser som gick starkast under februari var Frankrike (+4,96 %) och Europa (+4,39 %). Starkast i år har Hong Kong gått (+13,76 %). Vi skall dock inte glömma att börserna på rullande 12 månader fortfarande är negativa i Europa och länder som Tyskland och Hong Kong är back omkring -10 % fortfarande. Alternativa placeringar hade ett mycket utmanande 2018, men hittills i år har det breda absolutavkastande hedgefondindexet HFRX Global Hedge Fund Index stigit med +1,38 %.

De högre marknadsräntorna, som på allvar utmanade värderingarna på amerikanska aktier under hösten, toppade i november för att därefter kraftigt vända om nedåt igen (en aning överraskande). Den amerikanska 10 årsräntan ligger kvar på omkring 2,7 % och den japanska tioårsräntan är återigen negativ. Centralbankerna håller också på att minska sina tillgångsköp (QE), men Fed säger nu att de kommer att vara "tålmodiga" när de bestämmer vilken förändring på styrräntan som ska anses vara lämplig – spännande fortsättning följer. Tyska tioåringen tappade och är nu tillbaka under 0,08% efter att ECB meddelade att räntorna kommer att vara oförändrade året ut, en förlängning från tidigare besked om att de ska ligga stilla till efter sommaren.

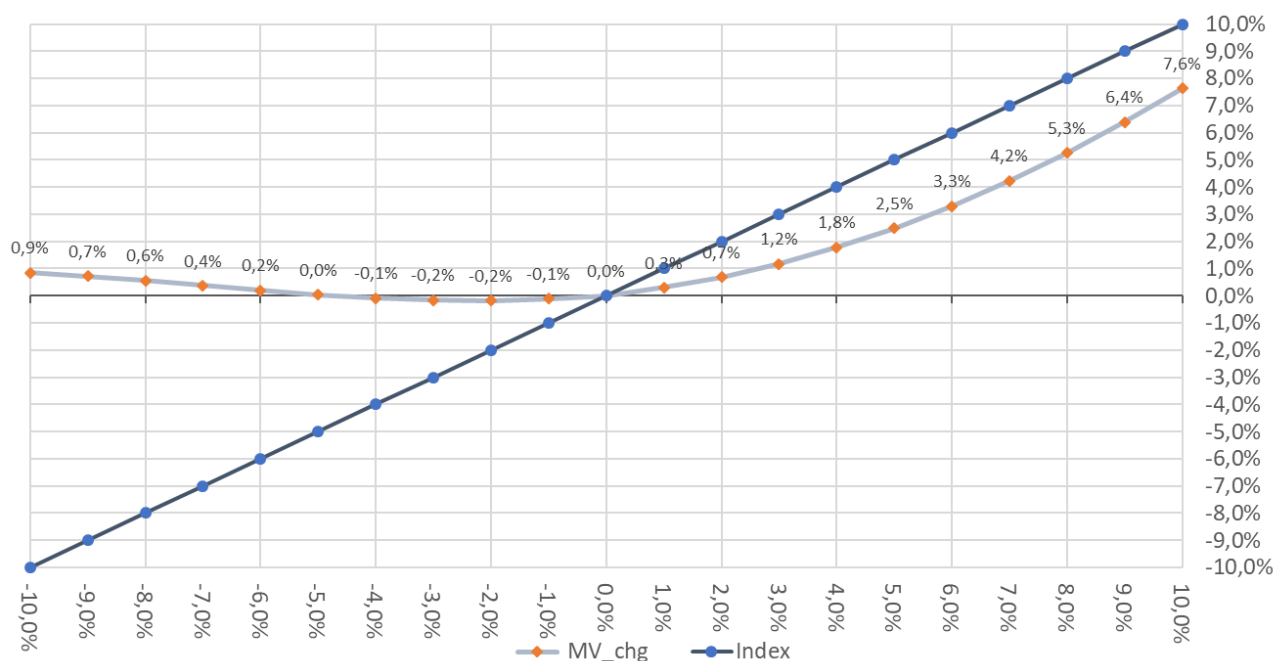
Under februari blev känsligheten från derivaten gentemot börsrörelserna i linje med vad vi förväntade oss på förhand. Våra innehav i högavkastande företagsobligationer tjänade pengar denna månad då kreditspreadarna gick ihop igen. Som vi tidigare kommunicerat har fonden sålt trendfonderna som tidigare fungerade som skydd mot sålda barrieroptioner, en risk som idag är försumbar i fonden. Under februari tappade de klassiska CTA-fonderna ytterligare i värde, vilket stärker oss än mer i beslutet att omforma fonden till att inte använda dessa längre. Valutaexponeringen var också glädjande under februari eftersom den svenska kronan blev svagare mot dollarn (låg över 9,3) i slutet av månaden. Vår valutaexponering är dock väldigt låg, då den i princip är skyddad fullt ut sedan slutet av januari, eftersom vi mot bakgrund av FED:s nya mjukare linje gör bedömningen att kronan på sikt kommer att stärkas mot dollarn under våren.

Vi är fortsatt positiva 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 fortsatt att tillväxten i USA är stark och vi tror att handelskriget mellan framförallt USA och Kina inte kommer att eskalera – snarare tvärtom när Trump och Jinping möts i slutet av mars. Den genomsnittliga indexprognosen för SPX från de amerikanska storbankerna är kvar på omkring 3000 (vilket är upp ytterligare 5–10 %) fram till december 2019. Än så länge visar inte heller företagens resultat några tecken på avmattning vilket innebär att utdelningarna kommer att hålla i sig. Vi känner oss bekväma att kunna leverera en stark relativ avkastning om aktiemarknaderna

fortsätter att falla under en tid framöver, likaså positionerar vi fonden för att kunna hänga med om denna sättning inte 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.

Efter en fin start på året, arbetar vi med att skapa en profil som fortsatt begränsar nedsidan men samtidigt säkerställer att fonden kommer att ha en följsamhet uppåt om aktiemarknaden skulle stiga ytterligare härifrån och framåt. I **figur 1** nedan ses en bild över hur fondens känslighet gentemot aktiemarknaden såg ut per den 1 mars 2019. Figuren visar mycket tydligt att fonden nu kommer att tappa mycket lite i värde om börserna igen vänder om och börjar falla. Faller vi mycket kommer derivatpositionerna t o m att tjäna pengar den kommande tiden. Den åtråvärda asymmetrin som råder i fonden baserat på om aktiemarknaderna går upp respektive ner de kommande månaderna. Känsligheten är ca 0,0 % vid ett parallellskifte neråt på börserna med -5 %, att jämföra med ca 2,5 % känslighet vid ett 5-procentigt parallellskifte uppåt på börserna. I skrivande stund avvaktar vi en katalysator för att skruva upp risknivån i fonden via antingen positiva makrodata relaterade till världshandeln, som bekräftar att konjunktursvackan var tillfällig, eller en teknisk sättning i marknaden i närtid.

Figur 1

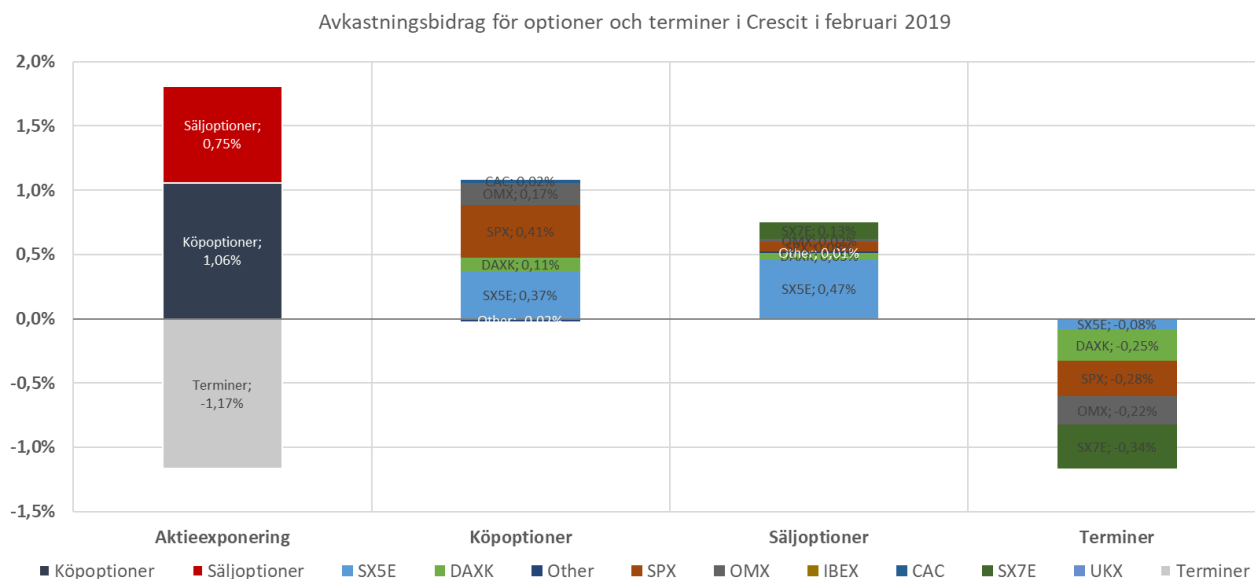


Fonden har just nu störst risk mot SPX-indexet och EuroStoxx-indexet. Mot OMX har vi lite mindre exponering. Prisfluktuationer för aktier förekommer alltid, men vi har under en längre tid hävdad att det är först när vi ser tydliga signaler att aktiemarknaderna faller till följd av fallande bolagsvinster, högre räntor eller att räntekurvan i USA blir inverterad, som det är dags att ta en annan positionering. Efter FED:s helomvändning gällande åtstramning i januari är osäkerheten ännu större för huruvida vi kommer få en längre och större sättning. Det blir nog inte förrän längre fram i vår vi får svaret på detta. De senaste 50 åren har en inverterad räntekurva i USA varit ett kusligt säkert tecken på att en börsnedgång på minst -15 % inträffar snart därefter (inom 12 månader). I skrivande stund ligger 3 åringen och 5 åringen på nästan exakt samma nivå – ca 2,5 %, vilket är på samma nivå sedan årsskiftet. Räntekurvan i USA är mycket flack – det skiljer drygt 10 baspunkter mellan 1 årsräntan och 10 årsräntan. Sådär flack som nu har kurvan inte varit

sedan 2007. Om en inverterad räntekurva uppstår och varaktigt håller i sig kommer vi att successivt minska exponeringen mot stigande börs.

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

Figur 2



När det gäller våra derivatpositioner påverkades både köpoptionerna och säljoptionerna positivt av börsuppgångarna i Eurostoxx-indexet, Tyskland, USA, Sverige, Spanien samt för europeiska bankindexet SX7E. Köpoptionerna var inte i pengarna vid årsskiftet efter höstens stora börsfall, men i och med kraftiga reverseringen under början av året har de åter börjat komma in i pengarna. Detta innebär att vi kommer att få mer och mer känslighet gentemot de underliggande börserna om de fortsätter att stiga närmaste tiden. Våra säljoptioner tjänade också pengar i samtliga underliggande index under månaden (bidrog med +0,75 %) eftersom vi kom mycket längre ifrån deras strikenivåer (denna intjäning är dock avtagande framledes). Faktum är att säljoptionerna nu reverserat hela sin förlust från november och december. Inga av våra sålda säljoptioner är i pengarna för tillfället. Att volatiliteten fortsatte sjunka hjälpte också till att öka värden i dessa positioner.

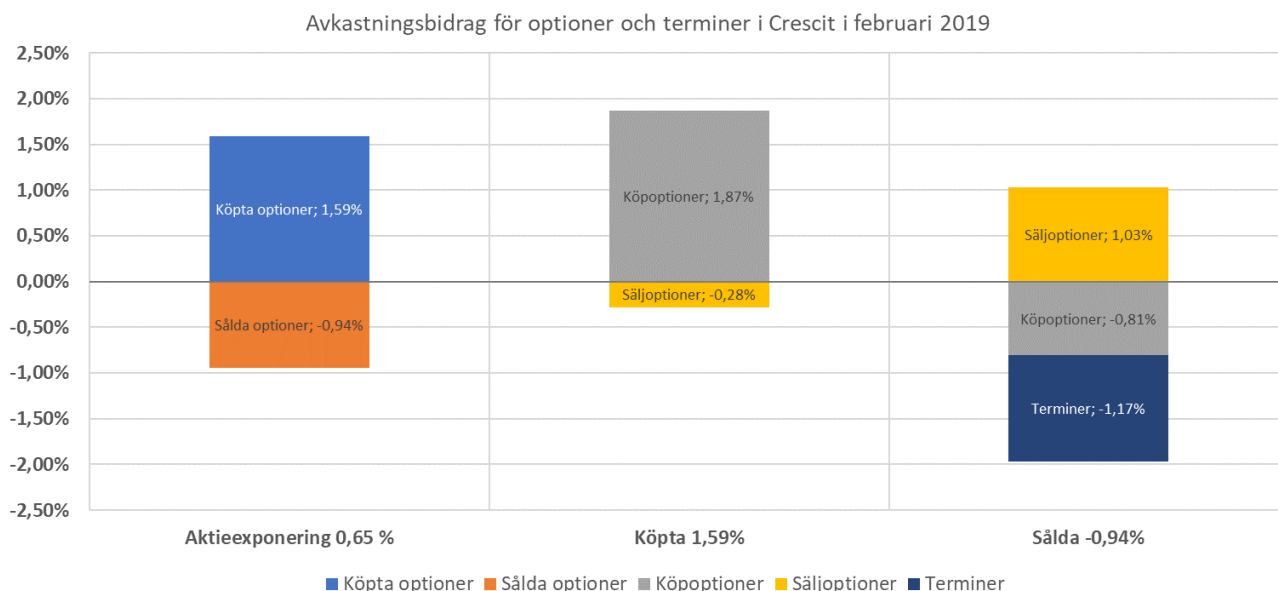
I "risk på" rörelsen under månaden fungerade självfallet inte de terminer vi sålt på flertalet index för att ta ner risken. Terminerna bidrog med -1,17 % under februari. På totalnivå är bidraget från köp- och säljoptioner +1,81 % under februari månad (se **figur 2**). Utfallet var i linje med förväntningarna när vi gick in i månaden. Vid månadsskiftet är känsligheten mycket lägre nedåt än under förra månaden.

Om vi fokuserar djupare på derivaten (se **figur 3**) kan vi konstatera att bidraget från köpta optioner var +1,59 % under månaden medan sålda optioner bidrog med -0,94 %. Bland de sålda säljoptionerna bidrog SX5E-indexet mest positivt, men även SPX bidrog fint. När det gäller sålda köpoptioner stod SPX, SX5E och OMX för hela det negativa bidraget, vilket var effekten av att samtliga börser steg kraftigt under månaden. Störst positivt bidrag totalt sett kom från Eurostoxx och SPX. Eurostoxx stod för ett positivt bidrag på +0,84 % under månaden, medan SPX bidrog med +0,49 %.

Långdaterad volatilitet har på de flesta marknader sjunkit ihop ytterligare under februari trots den rejäla sättningen under januari som var en naturlig följd av de kraftigt positiva börsrörelserna som då skedde. Dock är det idag stor skillnad mellan att köpa optionalitet och sälja optionalitet på olika index, men även

volatiliteten skiljer sig markant mellan olika index där vi är aktiva. Exempelvis är volatiliteten mycket högre i bankindex för Europa, vilket gör att man kan sälja detta index och samtidigt köpa t.ex. EuroStoxx 50 (vars innehåll är 12 % av bankerna), för samma belopp som erhålls kan man idag köpa 30 gånger större nominal i EuroStoxx 50. Detta försöker vi självklart utnyttja.

Figur 3



Vi har just nu en derivatbok som behöver några procentenheters uppgång på 2 månader för att få en riktigt bra känslighet mot börsen. Å andra sidan har vi nu en rekordlåg känslighet för eventuellt fortsatta börsfall. Detta känns som en bra avvägning när vi går in i mars efter den starka inledningen för aktier under året. Vi kommer att arbeta hårt för att bibehålla en stor skevhet mellan upp och nedsidan och successivt bättra på den så fort tillfälle ges. Vi arbetar med positioneringarna så att fonden på allvar blir ett spännande alternativ för alla de investerare som vill ha exponering mot börsen men inte drabbas av dess brutala nedsida om vi framöver skulle få se det. Då vi mer och mer arbetar med att utgå ifrån marknadscykeln på underliggande index samt styrkan i den pågående trenden skapar vi en portfölj som framledes mer kommer att ha en absolut avkastning än under tidigare år.

I skrivande stund har Crescit en exponering som innehåller ett högt gamma. Detta innebär att följsamheten mot mindre börsuppgångar är relativt låg i början av rörelsen, men efter några procentenheters uppgång växer vi in i känsligheten mot börsens uppåtrörelse. Följsamhet neråt är ordentligt begränsad (se figur 1). Vår positionering speglar vår vy att vi troligen får en korrektion på börserna under de kommande månaderna och att risken för fortsatta fall är betydande och måste tas på största allvar.

Svagare krona har vi en liten exponering emot just nu. Eftersom FED och ECB intagit en mjukare linje känner vi att det är fördelaktigt att låsa in underliggande exponering på nuvarande nivåer. Vid ett tapp till nivån 9,00 på USD/SEK har vi ett robust skydd neråt (knappt någon valutarisk alls).

Våra räntepositioner hade ett positivt bidrag på +0,23 % under månaden. Det var en för oss bra ränteavkastning. Här kan man dock 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 hela hösten och vintern sålt av de räntepapper där vi bedömer risken som störst. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,98 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger kvar på 1 år och 7 månader. Räntedurationen ligger på knappt 2 månader.

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%											2,94%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg

Stockholm den 7 mars 2019