

Starkaste börsuppgångarna i januari på över 30 år. Frågetecken kring fortsatt åtstramning från FED.

Avkastningen i Crescit uppgick till +2,05 % under årets första månad. Månaden som helhet var stark och samtliga delar av portföljen levererade fin avkastning. Den starka utvecklingen på världens aktiemarknader under januari var delvis en reaktion emot den mycket svaga hösten. I USA återhämtades nästan hela fallet från december och januari blev därmed den starkaste börs månaden sedan 1987 för S&P500-indexet. Plötsligt verkar det som om de goda nyheterna dominerar igen. Handelssamtalen mellan USA och Kina går vad det verkar också bra, den globala konjunkturen kanske inte viker i år, FEDs räntepolitik verkar bli mindre högaktig och därav har risksentimentet återvänt just nu i alla fall. På rapportfronten har nu drygt hälften av bolagen i S&P 500 rapporterat och facit är att cirka trefjärdedelar har slagit vinstförväntningarna och över 60% har visat bättre försäljning än väntat. De starka resultaten skall dock betraktas i ljuset av de kraftiga nedrevideringar som gjordes under hösten samt att resultaten historiskt visat sig kunna vända snabbt.

De stora börsfallen under fjärde kvartalet 2018 innebar att bolagsvärderingarna kom ner så pass mycket att det fortfarande finns utrymme för börsuppgångar i närtid. Sammantaget blev utvecklingen på aktiemarknaderna väldigt positiv under januari och inom Europa ligger uppgångarna i många länder på mer än +5 %. De börser som gick starkast under månaden var USA (+8,78 %), Sverige (+7,57 %) och Hong Kong (10,44 %). Vi skall dock inte glömma att börserna på rullande 12 månader fortfarande är ner -12,5 % i Europa och länder som Tyskland och Hong Kong är back nästan -20 % fortfarande. Alternativa placeringar har haft en mycket utmanande 12 månaders period och det breda hedgefondindexet HFRX Global Hedge Fund Index är ner med -7,0 % under senaste 12 månaderna.

De högre marknadsräntorna, som på allvar började utmana värderingarna på amerikanska aktier under hösten, toppade i november för att därefter kraftigt vända om nedåt igen (en aning överraskande). Den amerikanska 10 årsräntan har tappat 0,6 procentenheter sedan november (trots FED's höjning) och den japanska 10 årsräntan är återigen negativ. Centralbankerna håller också på att minska sina tillgångsköp (QE), men beskedet från FED i slutet av januari var oväntat mjukt. Fed säger nu att kommer att vara "tålmodiga" när de bestämmer vilken förändring på styrräntan som ska anses vara lämplig.

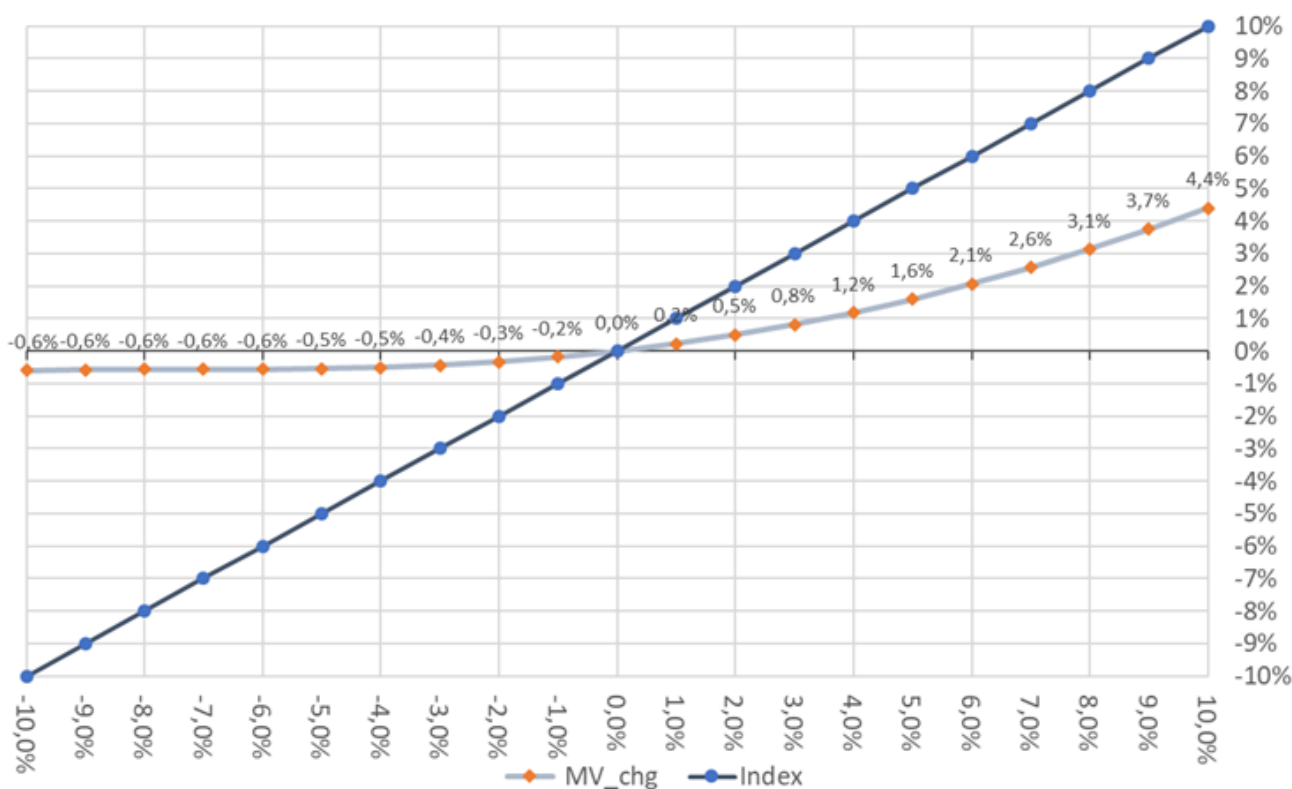
Under januari blev känsligheten från derivaten gentemot börsrörelserna aningen lägre än vad vi förväntade oss på förhand. Den förväntansbild vi kommunicerade i förra månadsbrevet visade att förväntningarna vid en snittbörsrörelse på +5 % skulle ge ca. +2,0 % i NAV-förändring från enbart våra derivatpositioner. En låg exponering mot den svenska börsen och en global kollaps i aktievolatilitet bär huvudansvaret för skillnaden mot jämförelseindex. 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 barriäroptioner, en risk som idag är försumbar i fonden. Under januari tappade de klassiska CTA-fonderna i snitt -4 %, vilket stärker oss i beslutet att omforma fonden till att inte använda dessa lägre. Den öppna valutaexponeringen var också glädjande under januari eftersom den svenska kronan blev svagare mot dollarn (ända till 9,10) i slutet av månaden. Vår valutaexponering hade ett positivt portföljbidrag under månaden, men är nu fullt ut skyddad sedan slutet av januari, då vi mot bakgrund av FEDs nya mjukare linje gör bedömningen att kronan på sikt kommer att stärkas mot dollarn under våren.

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 – snarare tvärtom när Trump och Jinping möts i Peking under slutet av februari. Den genomsnittliga indexprognosen för SPX från de amerikanska storbankerna är kvar på omkring 3000 (vilket är upp ytterligare 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 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.

Det är väldigt viktigt, efter en bra start på året, att vi aktivt arbetar med existerande positioner och ser till att rulla om och skapa en profil som fortsatt begränsar nedsidan men samtidigt säkerställer att fonden kommer att ha en 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 31 januari 2019. Orsaken till att det förväntade utfallet är mycket mindre rörelser än normalt beror på att vi under sista 2 dagarna av månaden tog ner känsligheten markant för att börsens rörelser varit mycket positiva under januari. Figuren visar mycket tydligt att fonden nu kommer att tappa mycket lite i värde om börsen igen vänder om och börjar falla. Den åtråvärda asymmetrin som råder i fonden baserat på om aktiemarknaderna går upp respektive ner de kommande månaderna. Känsligheten är ca -0,5 % vid ett parallellskifte neråt på börserna med -5 %, att jämföra med ca 1,6 % 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

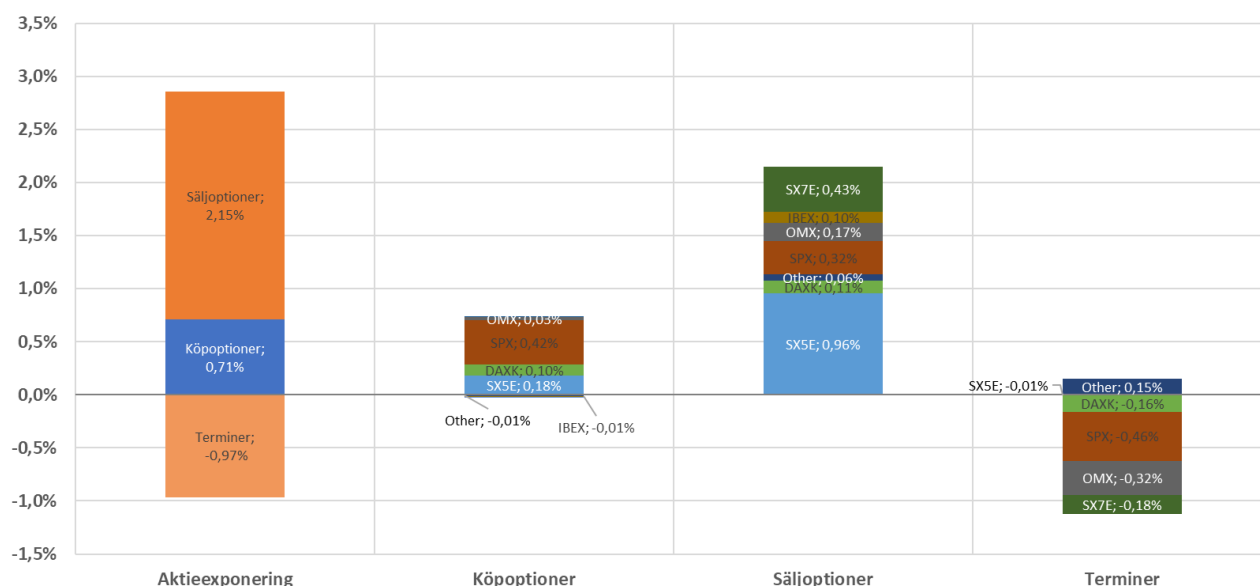


Fonden har just nu störst risk mot SPX-index. Mot OMX och EuroStoxx har vi mindre exponering. Prisfluktuationer för aktier förekommer alltid, men vi har under en tid hävdad att det är först när vi ser tydliga signaler att aktiemarknaderna faller till följd av fallande bolagsvinster, högre räntor eller att räntekurvan i

USA blir inverterad, som det är dags att ta en annan positionering. Vi tyckte oss se begynnande tendenser till denna typ av utveckling under slutet av förra året, men efter FED's helomvändning gällande åtstramning senaste veckorna är osäkerheten större. 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 30 baspunkter lägre än i november. 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 minska exponeringen mot stigande börs under 2019.

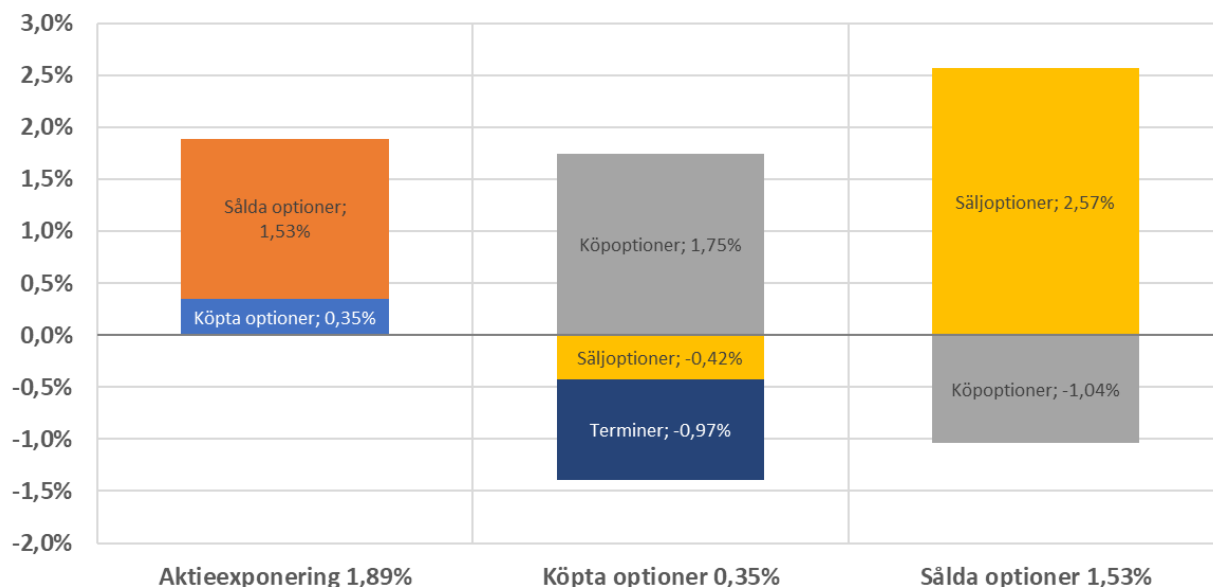
I **figur 2** nedan ses en nedbrytning av de olika indexen och deras avkastningsbidrag i Crescit.

Figur 2



När det gäller våra derivatpositioner påverkades både köpoptionerna och säljoptionerna positivt av börsuppgångarna i Europeiska Eurostoxx-indexet, Tyskland, USA, Sverige, Spanien samt för bankindex. Köpoptionerna var inte i pengarna vid årsskiftet efter höstens stora börsfall, men i och med kraftiga reverseringen under januari har de åter börjat närma sig sina startnivåer. Detta innebär att vi kommer att få mer och mer känslighet gentemot underliggande börser om de fortsätter att stiga närmaste tiden. Våra säljoptioner tjänade däremot mer pengar under månaden (bidrog med +2,15 %) eftersom vi kom mycket längre ifrån deras strikenivåer. Faktum är att säljoptionerna reverserade hela sin förlust från december. Inga av våra sålda säljoptioner är i pengarna för tillfället. Den sjunkande volatiliteten hjälpte också till att öka värden i dessa positioner och vi har aktivt kunnat arbeta med dem under månaden. Det tidsvärde vi hade i december är nu i viss mån tillbaka.

I "risk på" rörelsen under månaden fungerade självfallet inte de terminer vi sålt på flertalet index för att ta ner risken. Terminerna bidrog med -0,97 % under januari. På totalnivå är bidraget från köp- och säljoptioner +2,86 % under januari 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.

Figur 3


Om vi fokuserar djupare på derivaten och tittar i figuren ovan kan vi konstatera att bidraget från köpta optioner var +0,35 % under månaden medan sålda optioner bidrog med +1,53 %. Bland de sålda säljoptionerna bidrog SX5E-indexet mest positivt, men även SX7E och SPX bidrog fint. När det gäller sålda köpooptioner stod SPX nästan ensamt för hela det negativa bidraget, vilket var effekten av att börsen i USA steg kraftigt i januari. Störst positivt bidrag totalt sett kom från Eurostoxx och SPX. Eurostoxx stod ensamt för ett positivt bidrag på +1,14 % under månaden, medan SPX bidrog med +0,28 %.

Långdaterad volatilitet har på de flesta marknader sjunkit ihop rejält under januari som en naturlig följd av de kraftigt positiva 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 (mycket tack vare räntedifferensen). Har man en syn att börsen i USA resp. Sverige skall fortsätta att gå ungefär lika så är det bättre risk/avkastning i Sverige just nu.

Vi har just nu en derivatbok som behöver några procentenheters uppgång för att åter få bättre känslighet mot börsen. Å andra sidan har vi nu en mycket låg känslighet för eventuellt fortsatta börsfall. Detta känns som en bra avvägning när vi går in i februari efter den starkaste januarimånaden sedan 1987. Vi kommer att arbeta hårt för att bibehålla en stor skevhet mellan upp och nersidan och successivt bättra på den så snart tillfälle ges. 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 börsen men inte drabbas av dess brutala nedsida om vi framöver skulle få se det. I en miljö som karaktäriseras av högre räntor och lägre bolagsvinster förväntar vi oss att aktier sjunker drastiskt i värde, något som vi sedan starten av Crescit arbetat aktivt för att skydda våra investerare emot.

Svagare krona har vi neutral exponering emot just nu då osäkerheten kring det parlamentariska läget i Sverige löst sig. Eftersom FED intar en mjukare linje är det fördelaktigt att låsa in underliggande exponering på nuvarande nivåer. Vi har ett större skydd (genom optioner) om kronan stärks mer än 10 öre från nuvarande nivå. Vid ett tapp till nivån 8,90 på USD/SEK har vi ett robust skydd neråt (ingen valutarisk alls).

Våra räntepositioner hade ett positivt bidrag på +0,24 % 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 minskat de räntepapper där vi bedömer risken som störst. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,60 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger kvar på 1 år och 7 månader. Räntedurationen ligger på drygt 2 månader.

I skrivande stund har Crescit en relativt låg följsamhet mot börsuppgångar men följsamheten 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.

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%												2,05%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg
Stockholm den 6 februari 2019