

Under sommarmånaden: Starka börser och volatila valutor med långräntor som var fortsatt oförändrade.

Utvecklingen på världens aktiemarknader var svag under första veckan i juli, men i takt med att börsbolagens resultatrapporter började strömma in kom risksentimentet tillbaka och börserna vände om och gick stadigt uppåt under de återstående 3 veckorna av juli. Trots att förväntningarna i snitt låg på 21 % högre resultat per aktie hos börsbolagen än förra året så slog ändå 90 % av bolagen i S&P500-indexet förväntningarna (när 100 bolag rapporterat). För Sverige (OMXS30-index) är motsvarande siffra nästan 70%, en för svenska förhållanden ovanligt hög andel positiva rapportavvikelser. Börserna världen över fortsätter att visa muskelkraft trots den senaste tidens tilltagande oro för att handelskriget mellan USA och Kinas skall utvidgas samt att ordkriget mellan USA och Iran ska utvecklas till något betydligt mer bekymmersamt.

När det gäller det allt mer uttjatade handelskriget torde vi kunna få negativa effekter både direkt och indirekt. Minskad handel, högre importpriser samt störningar i stora produktionskedjor globalt ger en direkt effekt, medan en negativ påverkan på folks framtidstro är mer indirekt och svåranalyserad. En dålig framtidstro leder så småningom till lägre tillgångspriser, mindre investeringar och självklart lägre konsumtion av all dagliga varor och tjänster. Beräkningar från olika centralbanker samt IMF visar att alla länder är förlorare men att USA drar den allra största nitlotten i detta bilaterala handelskrig.

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) precis ett nytt frihandelsavtal som skapar förhoppningar. Men det mest spännande kring handelstullar skedde sista veckan i juli när president Trump träffade Junker och Malmström från EU. Återigen överraskade Trump och mötet gav till slut betydligt mer än väntat: båda sidor avstår t.ex. ifrån att införa nya tullar så länge förhandlingar pågår, bägge jobbar för "0-tullar" för industrivaror (exklusive bilar där EU:s tullar på USA-bilar är 4 ggr högre än de tullar USA tar ut på EU-bilar), samt båda parter vill reformera WTO. EU lovade dessutom att öka importen av naturgas och sojaböner från USA. Effekterna av allt det som hittills beslutats är, på det stora hela, relativt begränsade men det får självklart inte fortsätta tillkomma alldeles 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. Handelsoron kommer troligtvis ändå att ge bra möjligheter att tjäna pengar under hösten eftersom vi förväntar oss att få en högre volatilitet än vad som varit fallet under de senaste åren.

Avkastningen i Crescit var under månaden positiv och uppgick till +1,18 %, vilket innebär -0,66 % under 2018. All positiv värdetillväxt i juli härrörde från våra optioner i olika börsindex. Utav våra tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog derivaten och obligationerna med positiv avkastning under månaden. Trendmodellerna hade ett negativt portföljbidrag under månaden, vilket huvudsakligen berodde på att CTA's föll när marknadsräntorna i Europa steg. På räntesidan var det våra innehav i högavkastande obligationer som utvecklades starkt under månaden. Derivaten hade som helhet ett starkt positivt bidrag då alla aktiemarknader där vi har exponering steg under månaden. Under våren ökade vi vår risk mot europeiska banker då vi bedömt att dessa är mycket billiga baserat på historiska nyckeltal samt antagandet om att marknadsräntorna i Europa kommer att börja stiga så snart tillväxten återkommer. Dessa innehav hade en stark avkastning under juli då bankindexet i Europa bröt trenden och klarade av en liten återhämtning efter senaste halvårets stora nedgång. Våra positioner som tjänar pengar på riskpremier hade också ett negativt portföljbidrag under månaden.

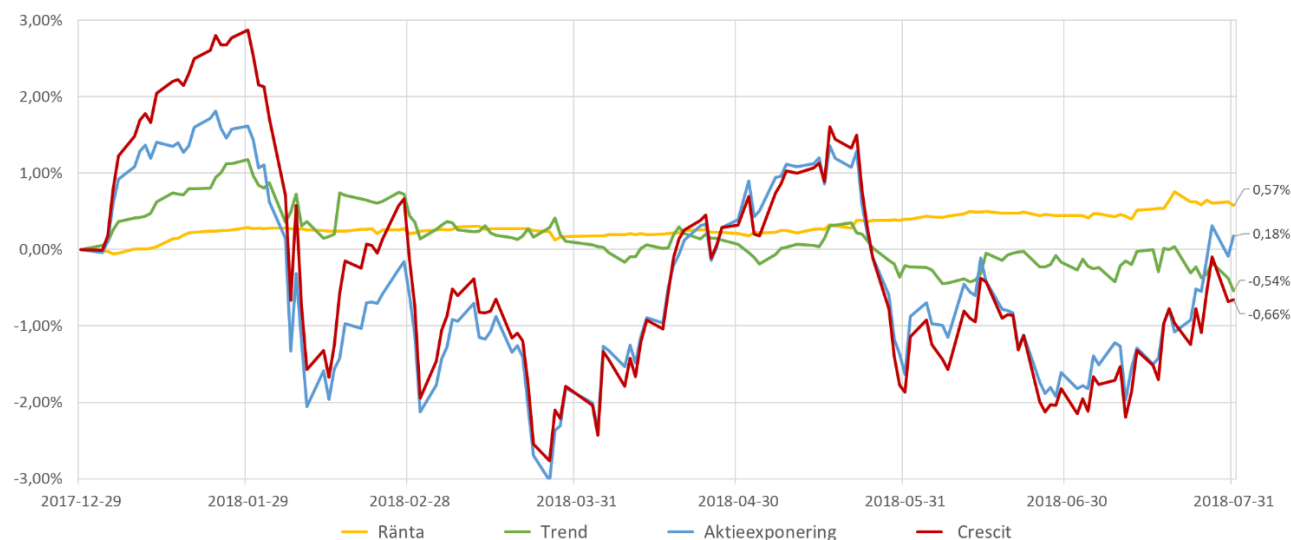
Vi arbetar utifrån att kriser eller oro som uppstår i aktiemarknaden till följd av enskilda länders ageranden, parlamentsval, vapenskrammel eller andra typer av "lokala" händelser inte på några månaders sikt leder till några större börsfall. Geopolitiska risker har också under de senaste åren visat sig ha mindre effekter på den ekonomiska tillväxten och bolagsresultaten och därmed finansmarknaderna. Priskorrigeringar i en marknad som innehåller risktillgångar hör till, men det är först när vi börjar se tydliga signaler att aktiemarknaderna faller till följd av högre räntor som vi kommer bli mer försiktiga. Fram till dess kommer vi successivt och envetet att öka riskerna varje gång vi får en mindre korrigerings på aktiemarknaden. Genom att arbeta på detta sätt kommer vi också 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 våren och sommaren har vi blivit mer aktiva i positionstagningen för att på detta sätt öka avkastningen i fonden. Som ett led i den mer aktiva positionstagningen har vi, utöver vår ordinarie OTC-handel, under månaden startat handel av noterade derivat. Vi har under de senaste åren bevisat att vi inte kommer att tappa särskilt mycket i värde på nedsidan med vårt sätt att arbeta. Vår riskprofil ger oss utrymme att successivt förändra vårt arbetssätt för att på ett tryggt sätt höja avkastningen.

Centralbankernas agerande kommer framåtriktat att fortsätta på den inslagna vägen med en något stramare penningpolitik. En majoritet av marknadsaktörerna hade redan vid årsskiftet positionerat sig för stigande räntor, något som ännu inte gett resultat. Detta till trots har långräntorna i bl.a. Tyskland fallit kraftigt sedan mitten av maj då en 10-åring låg på 0,64 %. Vid utgången av juli stängde den på 0,45 %. Långa räntor har rört sig både ovanför och under nivån som året inleddes med, men nu är de flesta tillbaka på samma nivå som i början av 2018. I Sverige ligger 10 års räntan något högre – 0,60 %. I USA stannade 10 årsräntan under 3 %-nivån hela månaden och stängde månaden på 2,96 %.

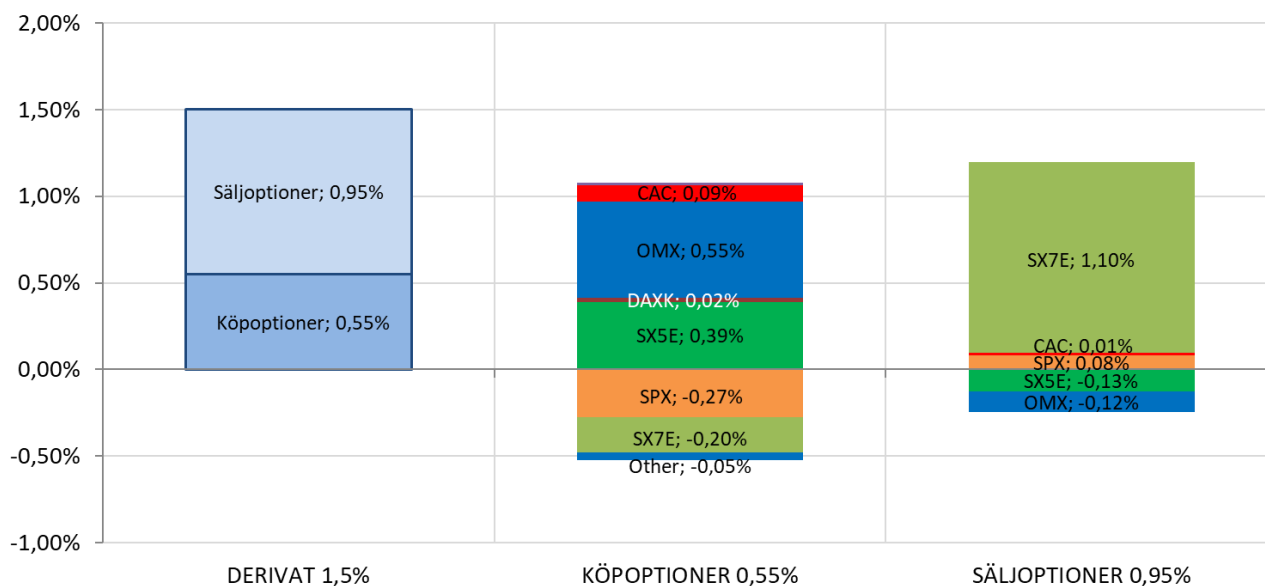
Under juli steg det europeiska Eurostoxx-indexet med +3,83 %. I USA steg börsen under månaden +3,60 % i lokal valuta, vilket innebär att den avkastat över 5 % sedan årsskiftet. Stockholmsbörsen utvecklades i linje med övriga europabörser i juli och steg med +3,64 %. Sedan årets början är OMX upp +2,45 %. Brentoljan föll under månaden med -5,90 % och stängde månaden på 74,21 USD/fat.

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

Figur 1


När det gäller våra derivatpositioner hade vi en månad som gick ovanligt starkt eftersom rörelserna för samtliga börsindex som vi har en exponering emot var positiv. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivat blev +1,50 % under juli månad (se **figur 2**). Siffran härstammar till största del från vinster bland våra säljoptioner som är exponerade mot det europeiska bankindexet SX7E. OMX-index (Sverige) och SX5E-indexet bidrog också positivt till avkastningen under månaden. Vi har fortfarande stort avstånd ner till våra sålda barriärer och i framförallt bankindexet SX7E ligger tidsvärden som förväntas bidra med avkastning framöver om indexet inte fortsätter att falla. För våra köpta köpoptioner steg värderingarna fint eftersom vi hade många köpoptioner som låg precis under sina ingångsnivåer när månaden startade.

Figur 2



Om vi fokuserar in på derivaten och tittar i figuren ovan så kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under juli var mycket starkt. Bidraget från köpoptionerna var +0,55 % under månaden medan säljoptionerna bidrog med +0,95 %. För säljoptionerna såg vi en ökning av tidsvärdet i takt med att de underliggande börserna ökade i värde.

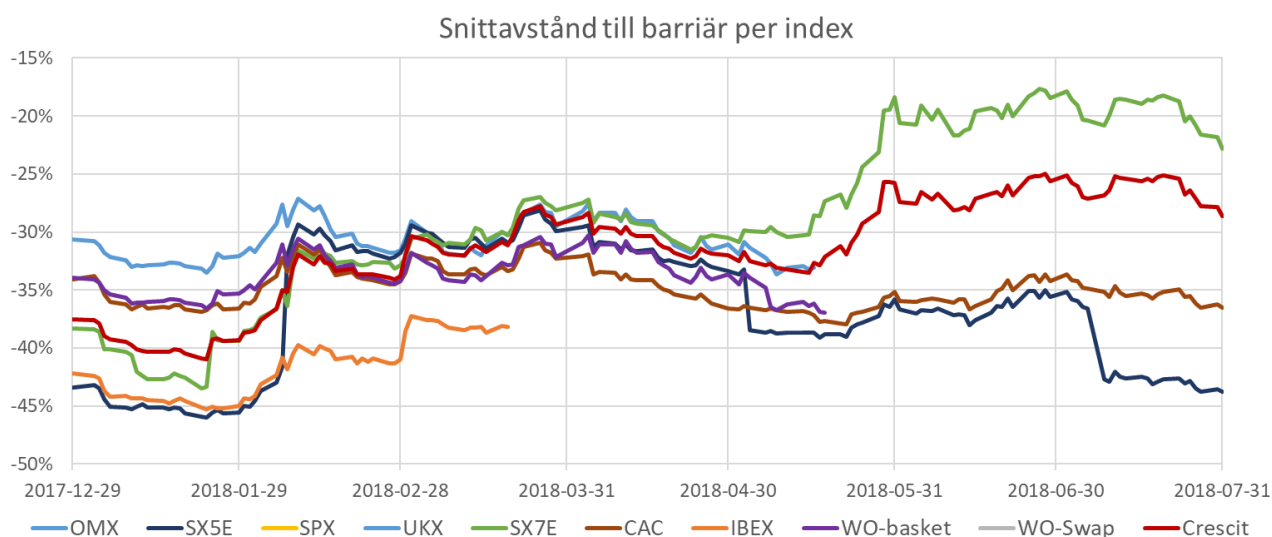
Ur ett positionsperspektiv har volatiliteten gett oss möjligheter att sälja på multipler som vi inte sett sedan i februari. Lång daterad volatilitet i Europa fortsätter att ligga på extrema nivåer ur ett historiskt perspektiv. Det har sällan varit så billigt att ersätta vanlig börsexponering med långdaterade köpoptioner som det senaste halvåret. Vi har under juli försökt utnyttja detta faktum och har nu en derivatbok som kommer att följa med börsen 1:1 uppåt men ha en snabbt avtagande förlust vid börsfall. Exempelvis kan sägas att om börsen stiger +20 % kommer våra derivat att bidra med +21 %, medan ett fall på -20 % skulle ge en förlust på endast -5 % från våra derivat. Det innebär att vi har en skevhet på cirka 4:1 per 31 juli.

Kring kronan har vi också förlorat värde under månaden. Vi har dock lyckats utnyttja svängningarna med optioner och på ett förmånligt sätt lyckats skapa ett bra skydd neråt för kommande månader. Svagare krona har vi lite mer exponering emot då osäkerheten för det parlamentariska läget i Sverige bara kommer att öka och när vi därtill får se ytterligare två räntehöjningar från FED i år så ser vi att den svenska kronan kommer att försvagas ytterligare mot framförallt US-dollar under hösten.

Våra räntepositioner hade ett positivt bidrag på +0,13 % under månaden. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,64 % 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 -0,37 %. Det innebär att trenddelen bidragit med -0,54% hittills under 2018. Newedge-indexet för trendföljande fonder var ner med -0,73 % under månaden, vilket ger -5,37 % under 2018. Orsaken till varför vi gått så bra i Crescit jämfört med trendindex är återigen hänförligt till att vi under slutet av förra året började köpa komplement till våra vanliga traditionella CTA-modeller. Dessa har bidragit och höjt avkastningen i trendbenet på ett betydande sätt under innevarande år. Om vi jämför emot Newedge-indexet så har vår trenddel en meravkastning på +4,8 % under året.

Avståndet till barriärerna för våra sålda optionspositioner ökade under månaden till följd av stigande kurser på de underliggande börserna. Nivåerna på de barriärer vi har kvar ligger på väldigt betryggande avstånd. Snittbarriären ligger fortfarande på -32,9 % ifrån per den sista juli, vilket är ca 5 procentenheter mindre avstånd än vid årsskiftet. Viktigt att komma ihåg är att vi aktivt inte ökat på positioneringen mot barriäroptioner under året då premienivåerna varit mycket låga. Hur snittbarriärerna har förändrats per index under innevarande år kan studeras i detalj i **figur 4**. I grafen ser vi också att vissa index försvinner och andra tillkommer under året. Man ser också tydligt raset i SX7E-indexet under maj och juni och att en återhämtning inletts under juli.

Figur 4


När börsen börjar prisa in att vi passerar konjunkturtoppen i t.ex. USA så vet vi, baserat på tidigare historik, att detta markant ökar sannolikheten för en børsättning. Denna sannolikhet har under de senaste 24 månaderna inte alls reflekterats i prissättningen av barriäroptioner, vilket gjort att Crescit haft mycket svårt att finna god avkastning (premier) utan att ta mycket högre risker. Crescit har ytterligare ökat känsligheten mot stigande börser under juli, men fortsatt att arbeta om risken neråt vid eventuellt börsfall under hösten. I skrivande stund har fonden en stor följsamhet mot börsuppgång 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%						-0,66%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg
Stockholm den 6 augusti 2018