

Geopolitisk andhämtning. Långräntorna på rekordlåga nivåer igen. Fortsatt stora rörelser i marknaderna.

Avkastningen i Crescit uppgick under juni till +0,01 % och +3,41 % hittills i år. Avkastningen följde i stort sett vår initiala förväntansbild. Vi gick in i månaden med en låg exponering till börsen, där prioriteringen var att inte förlora pengar över sommaren då läget var relativt instabilt efter maj månads börsnedgång. Vårt fokus var att inte förlora, eller till och med tjäna, på ett fortsatt börsfall. Med facit i hand är vi nöjda med att vår positionering inte kostat oss under månaden trots att vi kom in fel i månaden men samtidigt missnöjda över att vi inte var snabba nog att vända på klacken i den starka rörelse som sedermera följde. Under det första halvåret 2019 har Crescit levererat en positiv avkastning till sina andelsägare som uppgår till +3,41 %.

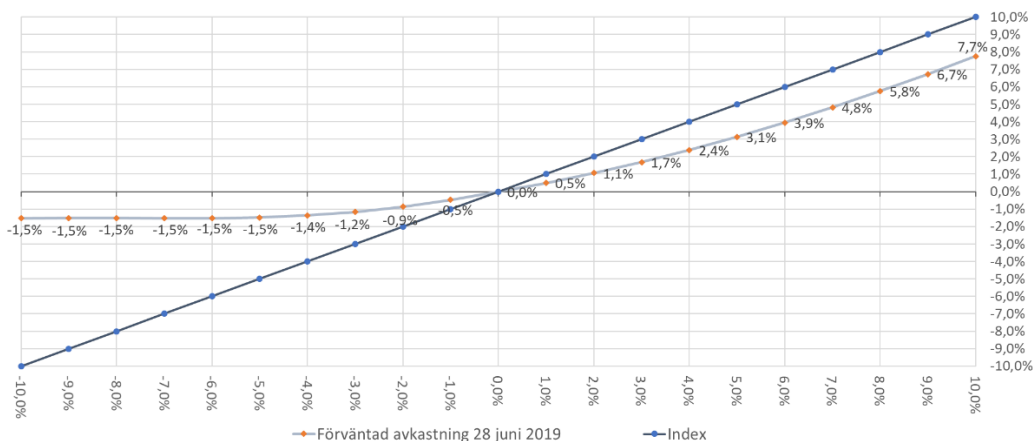
I början av juni såg vi tydliga varningssignaler som tydde på en annalkande inbromsning i världskonjunkturen, ytterligare påspädda av ett eskalerande handelskrig och negativt risksentiment. Vår defensiva vy speglades i den balanserade asymmetrin vi återskapade i portföljen där vår exponering för en fortsatt nedgång på världens aktiemarknader låg i relativ paritet med vår exponering för en uppgång. Priset vi betalade var ett högt tidsvärde och en förväntad underavkastning vid små rörelser på världens börser. Den globala tillväxttoron har inte riktigt släppt greppet om marknaden även om mjuka centralbanker ger fortsatt stöd till tillgångspriser. Ledande indikatorer som PMI faller inte lika fort men riktningen är fortsatt nedåt. De amerikanska konsumenterna håller fortsatt världskonjunkturen under vingarna även om styrkan i sentimentet har vikt ned en aning. Vi gör fortsatt bedömningen att världskonjunkturen befinner sig vid ett viktigt vägskäl och ser en viss likhet med vad vi upplevde under 2015/2016 där marknaderna efter en längre konsolidering till slut hittade nytt momentum med stöd i ökad likviditet driven av primärt PBOC (People's Bank of China). Vi ser en vilja och handlingskraft hos dagens centralbanker att upprepa den våg av stimulanser som förlängde cykeln med ca 5 år än en gång. Utöver de penningpolitiska åtgärder som förefaller ligga i korten så ser vi även stigande incitament för sittande politiker att bibehålla en stark marknad inför kommande val, exempelvis genom det amerikanska presidentvalet nästa år.

För bolagen ute i världen har inga större förändringar skett och inköpscheferna är fortsatt skeptiska till framtiden trots ett pausat handelskrig. Vinstestimaten för helåret 2019 tyder fortfarande på en stark återhämtning efter de svaga Q1 rapporterna och vi inväntar med spänning de halvårsrapporter som börjar trilla in under juli månad. De låga räntorna rimmor fortsatt illa med vinstestimaten och antalet inprisade räntesänkningar från FED under 2019 uppgår nu till 3 stycken varav den första väntas redan i juli. Samtidigt ser vi nya högstanivåer på de breda börsindexen (SPX noteras i skrivande stund på den högsta nivån någonsin på bara ett fåtal punkter från 3000) som fortsatt förväntar sig både höga och stigande vinster från bolagen. En viktig skillnad som uppstått under månaden är att med lägre räntor och stimulerande penningpolitik världen över så förväntar sig de flesta inte längre en recession under 2019/2020 utan under 2020/2021, således ser vi åter en viss attraktionskraft från riskfyllda tillgångar på kort till medellång sikt. I den fortsatt slagiga miljön, både för tillgångspriser och förväntansbilder, ser vi fortfarande goda argument för att exponera sig för avkastning via derivat. Den av oss så ofta nämnda inflektionspunkten för en vikande världsekonomi förefaller fortsatt vara oroväckande nära och vår allokering är därmed fortsatt defensiv. Det är först när bolagsvinster faller till följd av högre räntor eller vikande efterfråga som vi ser framför oss en nedvärdering av aktiepriser i bred bemärkelse. Vi är fortsatt skeptiska till marknadens vinstprognoser men ser möjlighet för ett fortsatt starkt börsår i spåren av en förlängd konjunkturcykel och lägre diskonteringsräntor.

Sammantaget blev utvecklingen på aktiemarknaderna väldigt positiv under juni och inom Europa var uppgångarna i många länder mer än +5 %. Detta bör också ses i ljuset av att maj var en mycket svag börs månad. De börser som gick starkast under juni var Sverige (+7,41 %) och USA (+6,89 %) och Tyskland

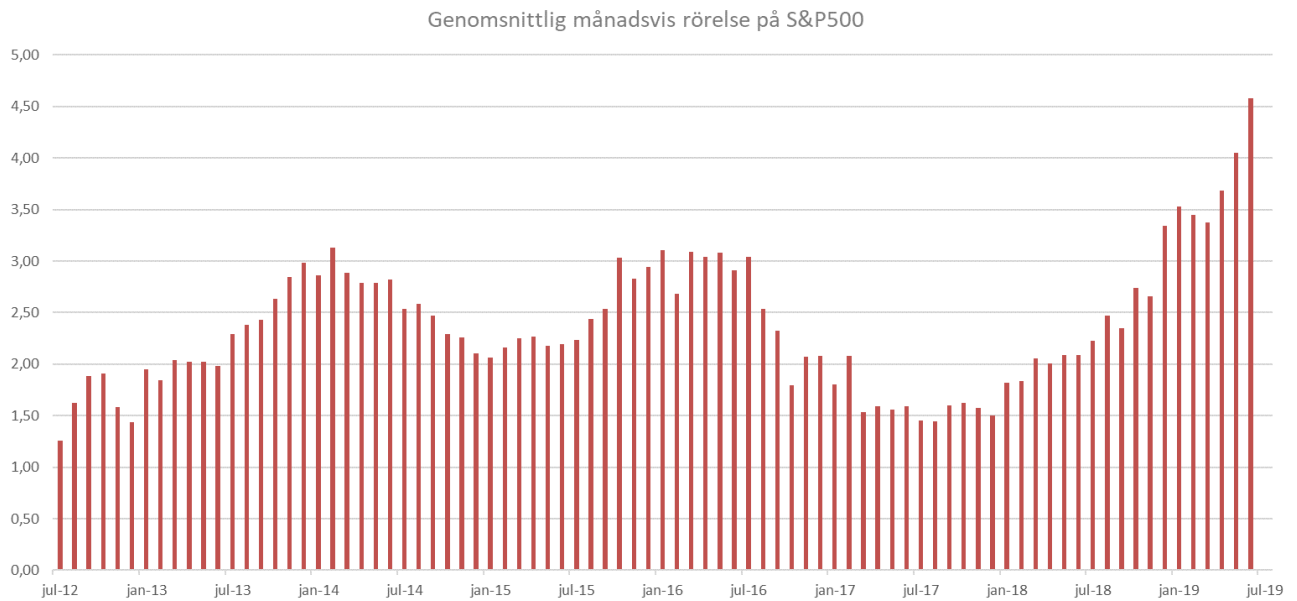
(+5,73 %). I Hong Kong gick börsen upp med +4,76 % i maj. Vi skall dock inte glömma att börserna på rullande 12 månader fortfarande är negativa i stora länder som Tyskland, Spanien och UK. När vi går in i andra halvan av 2019 så har vi en relativt konstruktiv syn på tillgångspriser. Vi har ökat vår aktierisk till följd av det gynnsamma utfallet i G20 mötet och de något mindre spända geopolitiska diskussioner som förs just nu. På kort sikt är vår taktiska vy att vi kommer att se en rörelse upp när geopolitisk oro minskar och mjukare penningpolitik ger stöd till tillgångspriserna globalt.

Figur 1 – Förväntad känslighet mot globala aktieindex



Våra innehav i högavkastande företagsobligationer stod också precis som förväntat för ett positivt bidrag denna månad. Våra valutaskydd gynnade oss marginellt under månaden då de var aningen större än vår exponering. Vår bedömning är att kronan kommer att stärkas mot dollarn under sommaren mot bakgrund av FEDs mjukare tongångar och det avtagande behovet av en duvaktig riksbank. Däremot missgynnades vi av de stora slagen i valutamarknaderna, men de upparbetade tidsvärdena räknar vi med att återfå under andra halvan av året.

Världskonjunkturen fortsätter att halta framåt och vi ser fortsatt anledning att vara allokerad till aktier. Vi ser en viss geopolitisk lättnad världen över och en mjuk penningpolitik som tillsammans bör få genomslag på den riskpremie som finns i aktievärderingarna. Utan geopolitisk oro och med fortsatt låga diskonteringsräntor förväntar vi oss fortsatt god utveckling på världens börser. Vi har dock en balans i positioneringen för att i enlighet med figuren ovan endast få en begränsad förlust om börserna vänder nedåt. Den förväntade känsligheten mot ett 5%-igt parallellskifte ner på börsen är ca -1,5 % och ca +3,1 % för en likvärdig rörelse uppåt under juli. Den gynnsamma exponeringen uppåt kommer på bekostnad av ett negativt tidsvärde vilket gör att fonden har tiden emot sig och inte med sig. Vi har konstruerat portföljen för att bevara det konvexa "smile" uppåt som visas i figur 1 och vi känner att fonden har en bra fördelning av risker när vi nu fått tillfällig vapenvila mellan USA och Kina gällande handelstillarna och därmed en tidsperiod där den största osäkerheten inte stör marknaden. Tydligt är att Trump kompromissat mer än Xi och amerikansk kritik har inte låtit vänta på sig. Vår känslighet mot mindre börsrörelser är ganska låg men vi har en gynnsam konvexitet mot en större rörelse. En av anledningarna till detta är att vi ser en fortsatt slagig miljö framöver. **Figur 2** på nästa sida visar den genomsnittliga absoluta månadsrörelsen på S&P500-indexet för rullande 12 månader. Utöver det vågmönster som kan skönjas så är det tydligt att de senaste rörelserna är mycket stora. Under det senaste året har den genomsnittliga månadsvisa rörelsen varit kring +/-4,5 %, för vilken vår ovan nämnda känslighet är +2,8 % respektive -1,4 % eller en känslighet på +62 % respektive -31 %.

Figur 2


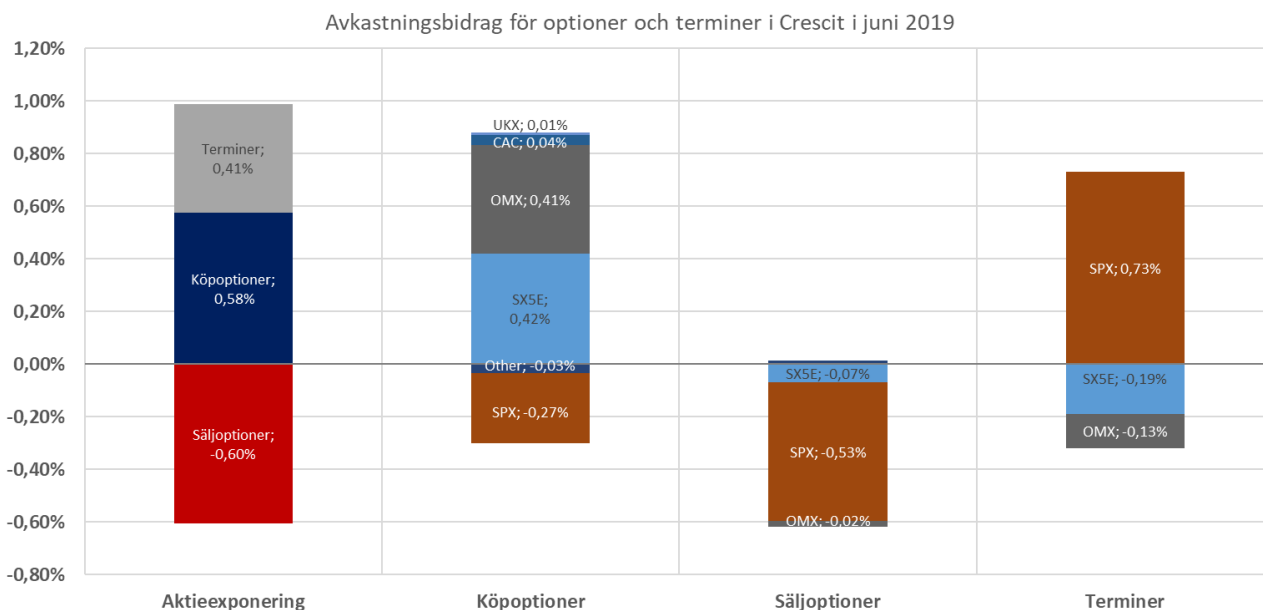
Vi arbetar kontinuerligt med positioneringen för att fonden ska vara ett bra alternativ för alla de investerare som vill ha långsiktig exponering mot börsens avkastning men inte vill drabbas av dess brutala nedsida från tid till annan. Vi arbetar efter marknadscykeln och styrkan i den pågående trenden för att skapa en portfölj som i större mån än tidigare erbjuder investerarna en absolut avkastning med lägre korrelation till börsen.

Inför månadskiftet juni/juli har vår derivatbok ett något högre delta än tidigare. Det innebär att följsamheten mot mindre börsrörelser är något större men att en större rörelse gynnar fonden relativt marknaden i stort. Den relativa skevheten och portföljens totala känslighet justeras löpande och **figur 1** är därmed endast applicerbar i närtid. Vår positionering speglar vår vy att sannolikheten för en korrektion på börserna inom de kommande 3 månaderna ökat men att kortsiktigt momentum är starkt och trenden tydligt uppåt. Exponeringen är störst mot amerikanska och svenska aktier genom SPX- och OMX-indexen. Mot europeiska index är exponeringen jämnare fördelad geografiskt.

Långräntorna rörde sig i en tydlig trend neråt i både USA och Europa under juni. Den amerikanska 10 åriga räntan sjönk med 13 baspunkter till 2,00 % medan den tyska 10 åringen minskade med 12 baspunkter och stängde månaden på -0,32 %. Den tyska 10 åringen är nu på rekordlåga negativa nivåer. I Sverige föll 10 årsräntan under mitten av månaden också för första gången någonsin under nollstrecket.

Under månaden bidrog både våra köpoptioner och terminer positivt till vårt resultat (se **figur 3**). Det negativa bidraget kom från våra säljoptioner och drevs på av börsuppgångarna som höjde de olika indexnivåerna så att våra säljoptioner åter börjat hamna utanför pengarna. Vi förväntar oss en lägre känslighet mot underliggande index vid en ytterligare börsnedgång. Det största positiva bidraget kom från våra köpta köpoptioner på SPX, SX5E och OMX. Våra sålda säljoptioner bidrog till resultat men förlusterna från ägda säljoptioner var något större.

I **figur 3** på nästa sida ses en nedbrytning av de olika indexen och deras avkastningsbidrag i Crescit.

Figur 3


Det totala bidraget från aktieindexderivat uppgick till +0,39 % under månaden (se figur 2) vilket var aningen sämre än våra förväntningar givet marknadsutvecklingen – ett resultat av ogynnsam taktisk om-allokering under månaden. När vi går in i juli så har vi ett utgångsläge där vi har liten följsamhet mot börsen efter -4 % neråt, medan följsamheten uppåt är god efter +3 %. Vi har löpande justerat våra positioner och är därmed väl rustade för att leverera stabilt resultat till fondandelsägarna.

Sammanfattningsvis konstaterar vi att juni månad visade på nyckfullheten hos icke-korrelerade investeringar där vårt, om än svaga, positiva bidrag från derivathandeln helt maskeras av de andra avkastningsdrivarna i boken. Vi kommer att fortsätta att nyttja svängningarna i aktiemarknaden under andra halvåret och förväntar oss att kunna leverera ytterligare positiv avkastning året ut. Under försommaren har vi fokuserat på att positionera oss väl inför hösten och vi ser fram emot ett fortsatt slagigt marknadsklimat för vilket vi nu står väl rustade.

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%							3,41%

Jonas, Gustav och Simon
Stockholm den 4 juli 2019