

Inköpschefsindex fortsätter att falla brant i Europa. Vapenvila i handelskriget. Räntorna kryper neråt igen.

Efter den mycket svaga utvecklingen på världens aktiemarknader under oktober blev november något stabilare. Mer oroande är 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 nästa år. Än så länge syns dock ingen påverkan alls på företagens vinster och kommunikationen från bolagsledningarna världen över är också, i de allra flesta fall, väldigt positiv för åtminstone nästa år.

Sammantaget har utvecklingen på aktiemarknaderna varit negativ i år och inom Europa ligger nedgångarna i många länder nu på omkring -10 %. Vi kan slå fast att året har varit exceptionellt trendlöst. Alternativa placeringar har inte haft det lätt och det breda hedgefondindexet HFRX Global Hedge Fund Index är ner -4,89 % under året.

I övrigt präglades november mycket av osäkerheten kring mellanårsvalen i USA. Resultatet blev dock helt i linje med vad opinionsundersökningarna förutspådde, så därmed får USA nu en splittrad kongress som kommer att göra jobbet tuffare för President Trump eftersom demokraterna kommer att blockera de flesta förslag som kommer från presidenten. De högre räntorna som på allvar börjat utmana värderingarna på amerikanska aktier toppade under månaden och vände därefter nedåt igen (får ses som en smula överraskande). Högre räntor är ju i sin tur en direkt följd av att centralbankerna har börjat höja styrräntorna (eller som i Sverige tydligt signalerat för detta faktum). Centralbankerna håller också på att minska sina tillgångsköp (QE). Vår bild har under de senaste månaderna varit att konjunkturen har toppat och mot den bakgrunden är centralbankernas inflationsstyrda agenda extremt svåranalyserad. Utrymmet för fortsatta finans- och penningpolitiska stimulanser för att stötta marknaderna om det blir problem känns mer begränsad än tidigare, samtidigt som den kommer vara viktigt om något oförutsett händer kommande år.

Vi är fortsatt konstruktiva till aktiemarknaden på kort sikt, men det finns många tydliga risker som kan bli obehagliga redan under nästa år. På den positiva sidan ser vi att tillväxten i USA fortsatt är stark och att handelskriget mellan framförallt USA och Kina inte kommer att eskalera under de närmaste månaderna. Detta sker nu och om det samtidigt blir makroekonomiska siffror för USA som kommer in till belåtenhet kommer riskfyllda tillgångar såsom aktier att fortsätta stiga i pris under resten av 2018 och i början av 2019. Den genomsnittliga indexprognosen för SPX från de amerikanska storbankerna är 3000 (upp 12 % !) fram till december 2019. Vi känner oss bekväma att kunna leverera en stark relativ avkastning om aktiemarknaderna fortsätter att falla under lång tid framöver, likaså har vi positionerat om i fonden för att kunna hänga med om denna sättning visar sig vara ytterligare en i raden av korrigeringar innan marknaden fortsätter sin resa och slår nya rekord. Det mest utmanande scenariot för Crescit på några månaders sikt är en marknad med fortsatt små rörelser och låg volatilitet med ryckiga rörelser. En sådan miljö är definitivt tuff för vår förvaltningsmodell.

Avkastningen i Crescit var under månaden negativ och uppgick till -1,09 %, vilket innebär -6,30 % under 2018. Som vi beskrivit i tidigare månadsbrev så har Crescit med en hög följsamhet mot börsuppgångar medan följsamheten neråt är kraftigt begränsad. Vi har under månaden 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 under november. I Sverige föll börserna under månaden med -1,53 %, vilket innebär att den avkastat -3,95 % sedan årsskiftet. Det tyska DAX-indexet fortsatte sin kräftgång och föll

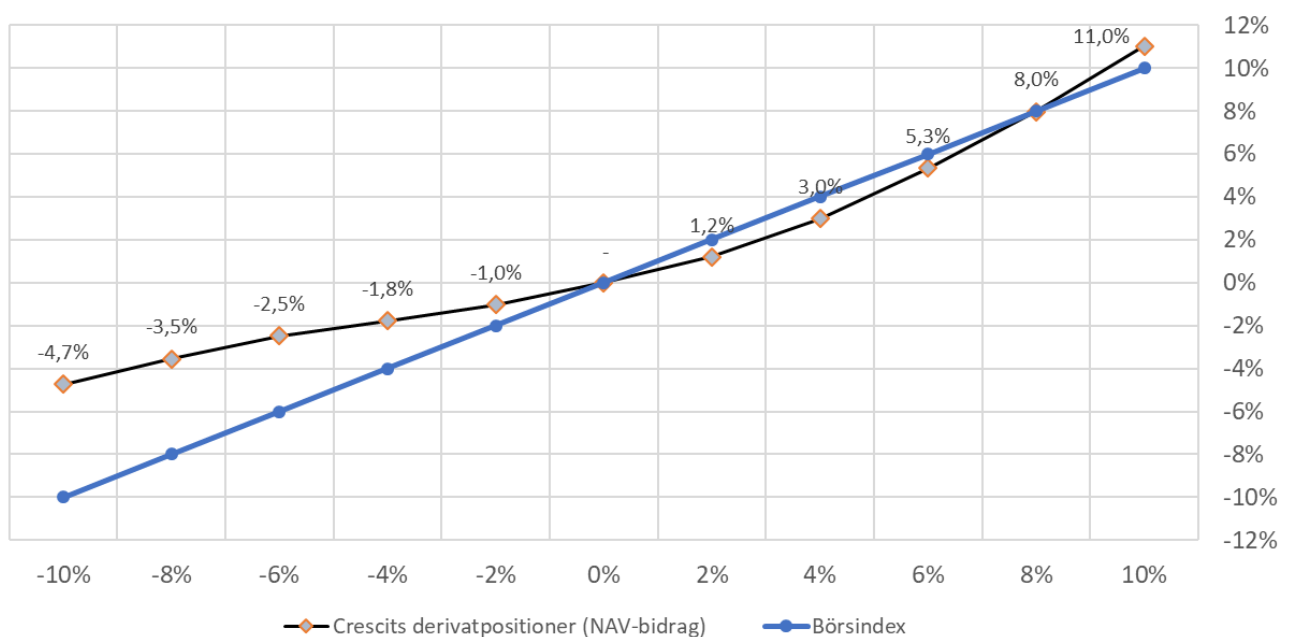
med -1,66 % i november. Hittills i år är börsen i Frankfurt ner -15,30 %. Börserna i Storbritannien och Europa har per 30 november backat med -9,20 % respektive -9,44 % under året.

På månadsnivå var känsligheten från derivaten negativ mot börsrörelserna, vilket var glädjande och betydligt bättre än den förväntansbild vi kommunicerade i förra månadsbrevet. Vi visade då att förväntningarna vid en börsrörelse på -1 % skulle ge ca. -0,3 % i förändring på våra derivat. Derivaten hade en stark månad med positivt resultatbidrag på +0,2 %. Det var vår övervikt mot USA (enda marknaden som gick positivt i november) som bidrog till den starka siffran. Tyvärr tappade våra traditionella trendmodeller pengar även denna månad. Som vi tidigare kommunicerat är fonden i slutskedet av att sälja av de befintliga CTA-fonder som fungerat som skydd mot sålda barriäroptioner, en risk som i dagsläget är försumbar i fonden. Under november såldes ytterligare exponering och innan årsskiftet kommer all exponering att vara borta.

Crescits negativa avkastning i november härrörde primärt från våra investeringar i trendmodeller, riskpremier samt från våra räntepapper och valutaexponering. Alla våra ränteinnehav och trendmodeller bidrog negativt till portföljen. Valutaexponeringen var också en besvikelse under november eftersom den svenska kronan blev starkare under månaden, tvärt emot det historiska säsongsmönstret. Vår valutaexponering hade ett portföljbidrag på -0,2 % under månaden vilket innebär att bidraget från oktober på +0,2 % nu är uttraderat.

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 sista november. 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 -2,2 % vid ett parallellskifte neråt på börserna med -5 %, att jämföra med ca 4,2 % känslighet vid ett 5-procentigt parallellskifte uppåt på börserna.

Figur 1



Fonden har just nu störst risk mot indexen SPX, SX5E samt OMX. Prisfluktuationer för aktier förekommer alltid, men det är först när vi ser tydliga signaler att aktiemarknaderna faller till följd av högre räntor eller att

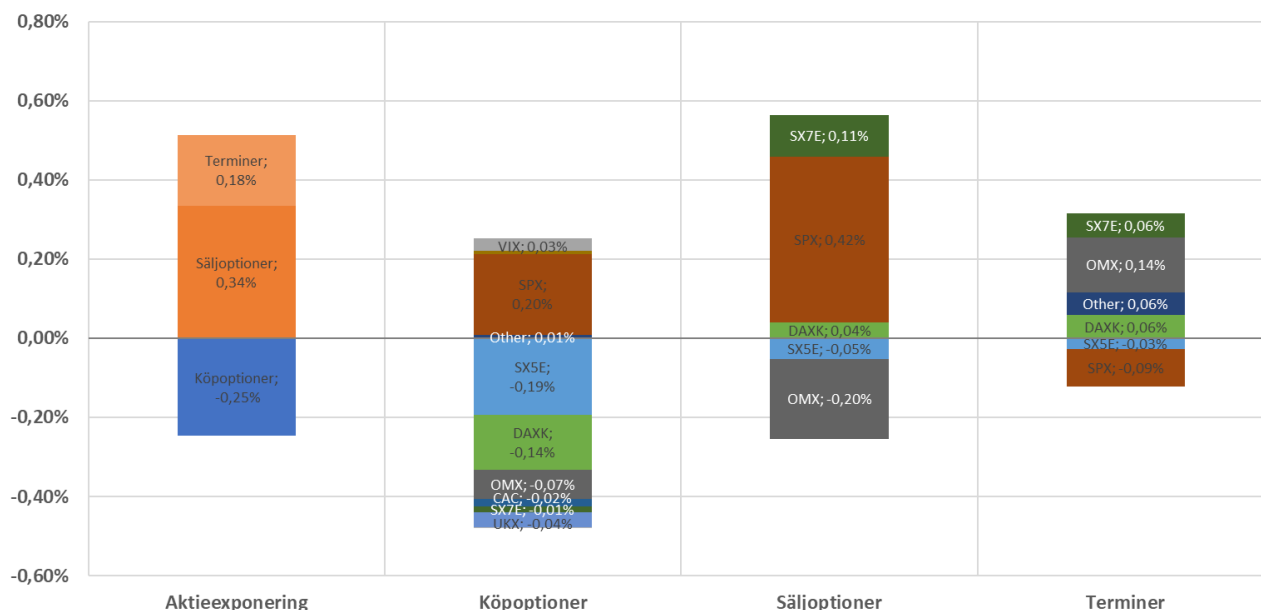
räntekurvan i USA blir inverterad, som det är dags att bli mer försiktig. De senaste 50 åren har en inverterad räntekurva (3 år mot 5 år) i USA varit ett kusligt säkert tecken på att en börsnedgång på minst -15 % inträffar snart därefter (inom 12 månader). I skrivande stund ligger 3 åringen och 5 åringen på exakt samma nivå – ca 2,8 %. Det blir spännande att följa utvecklingen kring dessa räntekurvor under december. Räntekurvan i USA har inte varit så flak som nu sedan 2007. Om den inverterade räntekurvan verkligen uppstår och håller sig kvar kommer vi förmodligen att minska exponeringen mot stigande börs under inledningen av 2019. Nästa steg blir att följa utvecklingen mellan 10 år och 2 år.

Intressant är att långräntorna i USA fortsätter att falla och i skrivande stund har, trots fortsatt stark makrostatistik, den långa 10 årsräntan tryckts ner till 2,91 %, vilket är på samma nivå som under sommaren. Orsaken till räntefallen i slutet av månaden var FED-chefen J. Powell som duvaktigt diskuterade utsikterna för penningpolitiken. Powell sa att nuvarande styrränta på 2,00–2,25 % ligger ”strax under” neutral nivå (den som varken stimulerar eller hämmar tillväxten). Problemet är bara att han så sent som i oktober sa att räntan var långt ifrån neutral nivå och att Fed även skulle kunna gå över det spannet som man satt till 2.50–3.50%. Orsaken till denna U-sväng kan vara många olika. En sannolik orsak är att Powell vill balansera det som aktiemarknaden tolkat som hökaktiga uttalanden tidigare. Dessutom väger nog tillväxtoron in, amerikansk statistik har visat små tecken på avmattning, bl a på bostadsmarknaden (pga av stigande räntor), bilindustrin och jordbruket. Andra tänkbara orsaker är oron för inflation (pga handelskrig) och dollarstyrkan. Vi förväntar oss dock ingen omsvängning i penningpolitiken. Fed går mot en höjning av räntan i december samt ytterligare två under 2019.

Riksbankens agerande kommer framåtriktat vara en stramare penningpolitik. Mot bakgrund av inflationssiffrorna, högkonjunkturen i Sverige samt att den svaga kronan driver på importpriserna tror vi att Riksbanken kommer att göra en första räntehöjning innan årsskiftet. Motargumentet är att BNP-siffran sjönk med -0,2 % senast, men Riksbanken har under flera år varit tydliga med att de inte lägger så stor vikt vid tillväxten. Viktigare är då att löneökningstakten väntas fortsätta växla upp något som en följd av det starka arbetsmarknadsläget. Höjningen i december känns näst intill kassaskåpsäker.

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

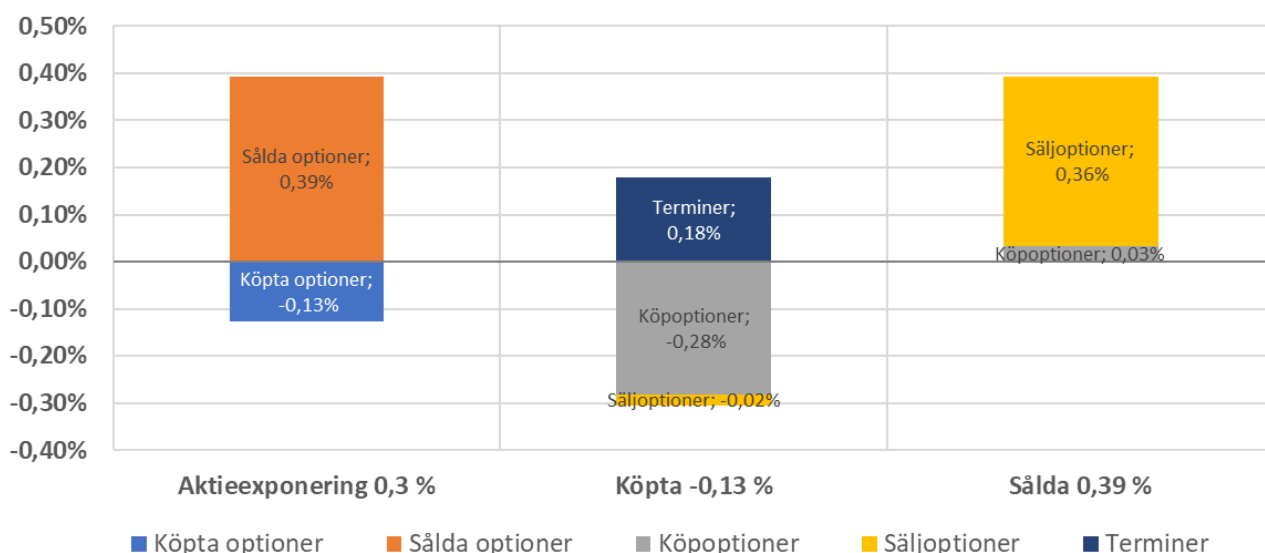
Figur 2



När det gäller våra derivatpositioner påverkades köpoptionerna negativt av börsfallen i Europeiska eurostoxx-indexet, Tyskland och Sverige. Dessa köpoptioner var i pengarna tidigare under hösten men som inte är det längre i och med de senaste månadernas kraftiga börsfall. Våra säljoptioner tjänade pengar under månaden (bidrog med +0,31 %). Delvis var det marknadsvärden som kom tillbaka eftersom börserna vände om (främst SPX). Den krympande volatiliteten hjälpte även till att återbörda en hel del värden i dessa positioner. Dock är en majoritet av dessa säljoptioner inte i pengarna – för att det skall vara fallet krävs ytterligare nergångar under de kommande veckorna på 2 till 3 procent. Vi har därmed ett tidsvärde på omkring 0,3 % som kommer att ticka in om inte börserna fortsätter falla innan årsskiftet.

I "risk av" rörelsen under månaden fungerade självfallet de terminer vi sålt på flertalet index mycket väl. Terminerna bidrog med +0,18 % under november. På totalnivå är bidraget från aktiederivaten +0,3 % under november månad (se **figur 2**). Utfallet var klart över förväntningarna när vi gick in i november. Vid månadsskiftet är känsligheten något högre nedåt än under förra månaden då vi för de flesta indexen nu är litet närmare startnivåerna för de sålda säljoptionerna.

Figur 3



Om vi fokuserar djupare på derivaten och tittar i figuren ovan kan vi konstatera att bidraget från köpta optioner var -0,13 % under månaden medan sålda optioner bidrog med +0,39 %. Bland de sålda säljoptionerna bidrog SPX-indexet mest. När det gäller köpta optioner hade SPX även här ett positivt bidrag, vilket kommer av våra SPX-köpoptioner som ökade i värde när börsen steg i november. Störst negativt bidrag kom, precis som förra månaden, från OMX. OMX stod ensam för ett negativt bidrag på knappt -0,3 % under månaden.

Långdaterad volatilitet i Europa (men även andra marknader) fortsätter att, trots de kraftiga börsrörelserna, ligga på måttliga nivåer ur ett historiskt perspektiv. Det har väldigt sällan varit så billigt att ersätta vanlig börsexponering med köpoptioner som det var under sommaren och hösten i år. Vi har kontinuerligt utnyttjat detta faktum och har nu en derivatbok som kommer att stiga i paritet med eller mer än börsen från 5 % uppåt men ha en snabbt avtagande förlust vid ett eventuellt börsfall. Exempelvis kan sägas att om börsen stiger med +10 % kommer våra derivat att bidra med +11 % i marknadsvärdesförändring, medan ett fall på -10 % skulle ge ett förlustbidrag på omkring -4,7 % från vår derivatbok. Det är dock viktigt att komma ihåg att stora delar av denna negativa siffra skulle utgöras av tidsvärden som kommer tillbaka om börsen inte fortsätter att falla vidare. Det innebär att vi har lyckats bibehålla en stor skevhet mellan upp och nersidan. Detta är mycket tillfredsställande i en marknad som i nuläget inte har de förutsättningar som historiskt funnits. Genom denna

intressanta positionering blir fonden på allvar 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 ett negativt börsklimat.

Vårt arbetssätt där vi använder valutaoptioner för att på ett förmånligt sätt skapa ett bra skydd utifall kronan skulle stärkas framledes har fungerat mycket väl under hösten. Svagare krona har vi aningen mer exponering emot just nu då osäkerheten för det parlamentariska läget i Sverige bara fortsätter och december historiskt är en period med mycket tydliga säsongsmönster för svagare krona. Då är det fördelaktigt att ha fritt spelutrymme uppåt där vi låter underliggande exponering öka i värde, medan vi har mycket större skydd om kronan tappar mer än 5 öre från nuvarande nivå. Vid ett tapp med 20 öre (till nivån 8,80 på USD/SEK) har vi fullt skydd neråt.

Våra räntepositioner hade ett negativt bidrag på -0,3 % under månaden. Det var en för oss ovanligt svag ränteavkastning under november. Även här kan man förvänta sig att kreditspreadarna börjar gå isär mer om konjunkturen skulle börja svaja. Vi har därför medvetet en mycket låg kreditrisk och har under hösten minskat de räntepapper där vi bedömer risken som störst. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,29 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger kvar på 1 år och 7 månader. Räntedurationen ligger på endast 2 månader.

Trendmodellernas och riskpremiernas aggregerade avkastningsbidrag under månaden var -0,8 %. Det är mycket frustrerande och vi har därför målmedvetet och metodiskt arbetat om förvaltningsmetodiken för att kunna skapa en positiv avkastning på 4 till 6 procent per år i fonden framledes. Newedge-indexet för trendföljande fonder var ner -1,09 % under månaden, vilket ger -7,18 % under 2018. Vi har därmed trots vårt missnöje ändå haft en avkastning bättre än index. Då vi på grund av den låga volatiliteten stängt ner våra barriäroptioner och inte säljer några nya just nu är behovet av de traditionella trendföljande hedgefonderna uttraderat. Vi kommer under det som är kvar av året att avveckla 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 börsen brukar reagera vid nuvarande utfall ser vi tecken på en toppande konjunktur, men hur lång tid det tar innan marknadsaktörerna sänker sina risker mer rejält och därmed framkallar en större börssättning är just nu omöjligt att säga. I skrivande stund har Crescit en hög följsamhet mot börsuppgångar medan följsamheten neråt är kraftigt 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%		-6,30%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg
Stockholm den 7 december 2018