

ECB eldar på aktiemarknaden. Starka bolagsresultat i Q3. Kommer Trump få igenom skattesänkningarna?

Avkastningen i Crescit ökade med +0,88 % i oktober, vilket innebär att avkastningen hittills i år uppgår till +3,73 %. Utav fondens tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog samtliga med positiv avkastning under månaden. Trendmodellerna hade sammantaget ett positivt portföljbidrag under månaden. På räntesidan var det återigen våra innehav i högavkastande obligationer som fortsatte att utvecklas starkast. Derivatet hade som helhet ett positivt bidrag till följd av att samtliga aktiemarknader som vi är exponerade emot steg under månaden. Volatiliteten på världens aktiemarknader rörde sig i sidled under hela månaden, vilket även rimmade med att det var väldigt få oväntade händelser världen över. Detta innebär att vi fortsatt ligger kvar på de historiskt låga nivåerna. Trots att det väldigt sällan varit så billigt att skydda sig mot börsfall som det är just nu, ändå är det förbluffande få aktörer som skyddar sig. I stället har institutioner valt att ha lägre grundläggande aktieexponering än normalt. I takt med att bolagens resultat för det tredje kvartalet 2017 kommit in starkt, samtidigt som världens centralbanker fortsätter att pumpa in enorma mängder likviditet, har riskaptiten inte blivit lägre bland investerarna under hösten. Om den nuvarande riskaptiten kommer att bestå även in i 2018 är svårt att sja om, men med en konjunktur som mognar och gradvis börjar rulla över så är sannolikheten stor att vinstprognoserna för 2019 är lite för optimistiska. Vi hittar även argument för att även nästa års prognoser är lite för höga. Sammantaget väntas 9 av 10 storbolag, på de marknader där vi är aktiva, uppnå en högre EBIT-marginal 2018 än 2017. Det är dock viktigt i detta läge att inte låta sig vaggas in i en bekvämlighetskänsla och bara följa med i den nuvarande strömmen.

Under oktober fortsatte den uppåtgående trenden på världens börser med endast ett fåtal negativa dagar. Rörelserna på dagsnivå var små men när vi summerar månaden kan vi konstatera att den svaga sommaren är tillbakatagen med råge. Stockholmsbörsen steg med +2,06 % under månaden. Börsen i USA fortsatte sin mycket stadiga resa uppåt även denna månad och steg med +2,22 % i lokal valuta. Även det breda europeiska SX5E-indexet steg med +2,20 %. Den starka utvecklingen i Europa var dock inte såsom tidigare drivet av europeiska bankaktier (SX7E) som föll med -1,98 %. Får vi fortsatt stigande marknadsräntor under hösten och vintern leder det till fortsatt goda förutsättningar för en stark utveckling i de europeiska bankaktierna (SX7E). Avslutningsvis kan vi konstatera att världsindexet MSCI-World steg med +1,81 % under oktober. Brentoljan rörde sig vidare uppåt under månaden och stängde på 60,94 USD/fat, vilket innebär en mycket kraftig uppgång på +7,69 % under månaden. Detta innebär att oljepriset mer än fördubblats sedan januari 2016.

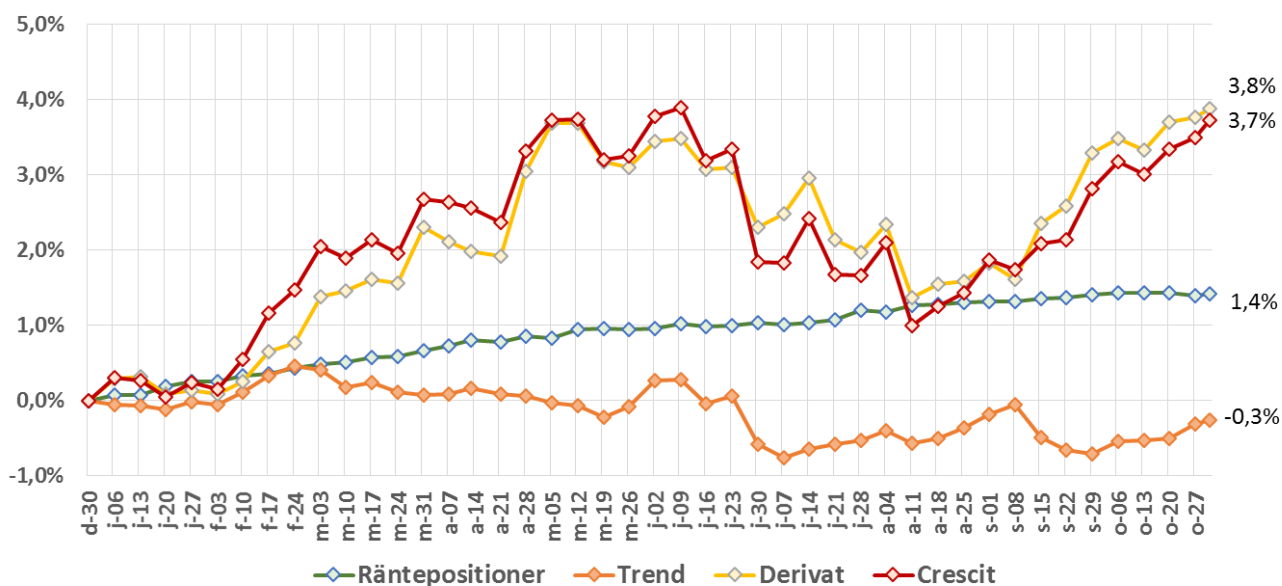
När det gäller centralbankerna och deras agerande råder en närmast kompakt samsyn i marknaden om att det blir en stramare penningpolitik framöver. Olika enkäter och gallupar som görs visar att de största aktörerna på marknaden nu ligger positionerade för stigande räntor, vilket är den mest aggressiva positioneringen på 10 år. Allt talar för att de korta räntorna framöver långsamt men säkert kommer att finna sin väg uppåt. Draghi höll vad han lovade i somras och uppdaterade marknaden kring ECB's fortsatta stödköp vid mötet i oktober. Drahi gjorde klart att man kommer köpa obligationer (QE) under större delen av nästa år och en tydlig signalering om att räntehöjningar dröjer till åtminstone 2019. Detta gillades av börserna i Europa som steg samtidigt som långräntorna sjönk cirka 10 baspunkter.

På hemmaplan i Sverige sjönk 10 årsräntan med 15 punkter under oktober, vilket innebär att den är endast omkring 10 punkter högre än vid årsskiftet. Riksbanken lämnade som väntat penningpolitiken helt oförändrad i oktober och "räntan höjs först i mitten av 2018". Direktionen valde dock att hålla dörren öppen för mer QE. Beskedet var att man avvaktar till december om en eventuell förlängning av köpen. Kronan har försvagats mot USD sedan början av oktober då den gått från 8,14 för att i skrivande stund ligga på 8,43.

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

Under oktober månad hade trenddelen en positiv avkastning vilket är glädjande mot bakgrund av att vi har flera svåra månader under våren och sommaren med stora negativa avkastningar bakom oss. Trenddelen har dock bidragit till att markant sänka risken i Crescit under de perioder när aktiemarknaden fallit. Det faktum att vi till följd av rekordlåg volatilitet just nu säljer färre barriäroptioner än normalt, har gjort att trendmodellernas vikt också är nere på en lägre nivå (till följd av mindre sålda barriärer har en mindre så kallad "svansrisk" i fonden). Trendmodellernas aggregerade avkastning under månaden var +3,4 %, vilket innebär att den stod för ett positivt resultatbidrag på +0,44 % i fonden. Merparten av intjäningen i trenddelen under månaden genererades från långa positioner inom aktieindex, då så gott som samtliga marknader bidrog till det positiva resultatet. Bidraget från trenddelen hittills under året är fortsatt negativt, -0,3 %. Exponeringen vi har mot olika trendmodeller varierar vid varje given tidpunkt och är en funktion av hur mycket sålda säljoptioner vi har i fonden. Newedge-indexet för trendföljande hedgefonder var upp 3,56 % under oktober.

Figur 1



Våra räntepositioner hade ett positivt portföljbidrag på 0,02 % under månaden. För året som helhet har räntepositionerna gett ett bidrag på +1,42 %. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +1,46 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger sammanlagt på 1 år och 2 månader.

När det gäller våra derivatpositioner hade vi en stark månad eftersom alla de underliggande börserna gick uppåt. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivat blev +0,71 % under oktober månad. Den positiva siffran härstammar till största delen från vinster i köp- och säljoptionerna som är exponerade mot Eurostoxx-indexet och OMX30-indexet. För våra sålda barriäroptioner steg också värderingarna mot samtliga index. Den börsfrossa som under sommaren härrörde ifrån oron för hur mycket den kraftiga dollarförsvagningen skulle slå mot inte minst europeiska börsbolag med stor export visade sig vara helt obefogad i takt med att rapporterna för tredje kvartalet strömmade in under månaden. Oktober bjöd även på riktigt positiva ekonomiska nyheter från Tyskland och Euroland och börserna steg dag för dag. Sammantaget ser den ekonomiska grundbilden i Europa bättre ut än på väldigt länge. Om Trump dessutom kan få igenom åtminstone delar av de utlovade skattesänkningarna blir det nog förnyat bränsle under börsbrasan.

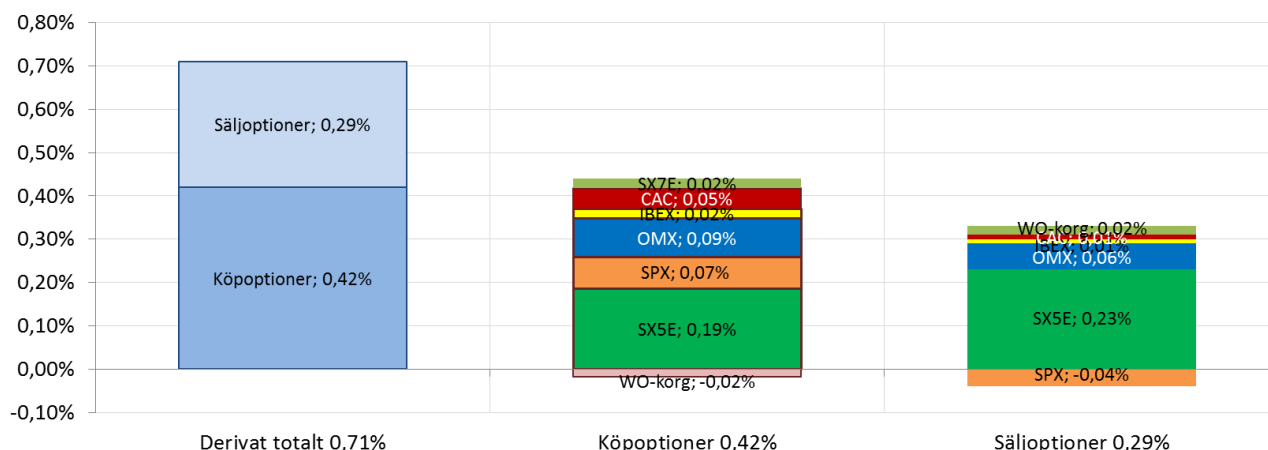
Utöver de positiva tongångarna i Europa och USA bör även läggas till det faktum att det just nu rullar på riktigt bra i Kina och andra utvecklingsmarknader. Kina presenterade i samband med partikongressen sin tillväxt för det tredje kvartalet och den låg helt i linje med förväntningarna på 6,8 %. Detta innebär att landets tillväxtnål på 6,5 % för 2017 kommer att infrias med råge. Framförallt beror den starka tillväxten på privatkonsumtionen (växer med >10 % per år), hög investeringstakt, samt en växande industriproduktion. President Jingping höll ett nationalistiskt tal med slutsatsen att Kina har gått in i en ny era och landet kommer att vara en global stormakt senast 2050. Den som väntade med spänning på några större policys som skulle gynna den ekonomiska tillväxten blev nog besviken då kongressen var torftig i detta avseende. Det gavs heller inga ledtrådar till hur mycket av tillväxten som drivs av de senaste årens snabbt stigande skuldsättning (250 procent av BNP). Desto tydligare är Kinas centralbankschef som i skarpa ordalag varnar för den höga skuldsättningen och efterlyser bl.a. hårdare kreditreglering och färre restriktioner för att släppa in utländskt kapital. Centralbankschefen varnade under oktober även för ett s.k. "Minsky moment", dvs. en plötslig kollaps i tillgångspriser likt det vi såg i Ryssland 1998.

Men trots att kongressen inte gav några svar på vad som väntar framöver så står det klart att Kina till varje pris vill undvika en finanskris. Ett ekonomiskt bakslag kan få stora politiska följder (både i landet men även globalt) och det sista som får riskeras är kommunistpartiets maktställning. Det största från kongressen blev därmed att president Jingping sitter kvar minst 5 år till. Vi följer de större utvecklingsmarknaderna mer och mer och det kan mycket väl hända att Kinesiska och Indiska aktier har ett starkt år framför sig om tillväxten och den politiska stabiliteten fortsätter att övertyga såsom nu.

De siffror som börjar komma in avseende tillväxtprognoserna för 2019 ser starka ut. Tillväxttalen för 2019 är lite lägre än prognosen för 2018, men högre än innevarande års. Det är fortfarande ett tidigt skede och risken finns för att de börjar rulla över och då kan vi nog förvänta oss en svalare utveckling på aktiemarknaderna. Mest positiva är vi fortsatt till Europa där vi anser att börserna torde ha bättre utrymme att överraska än mer positivt. Även Europeiska banker är väldigt billiga ur de allra flesta synvinklar. Man skall heller inte glömma att centralbankerna fortfarande stimulerar ekonomierna kraftigt och kommer inte att tillåta ett scenario där bankerna börjar få problem igen.

Handeln i Crescit har under oktober fokuserats på den, för oss, kortare delen av volatilitetskurvan. På den längre änden av kurvan har illikviditetspremierna eroderats nästan helt och nivåerna har smittats av de extremt låga implicita nivåerna (VIX, V2X m.fl.). Den förhöjda risken för en sättning i aktiemarknaden, baserat på historiska samband, när konjunkturen mognar kompenseras inte alls av marknaden idag.

Figur 2



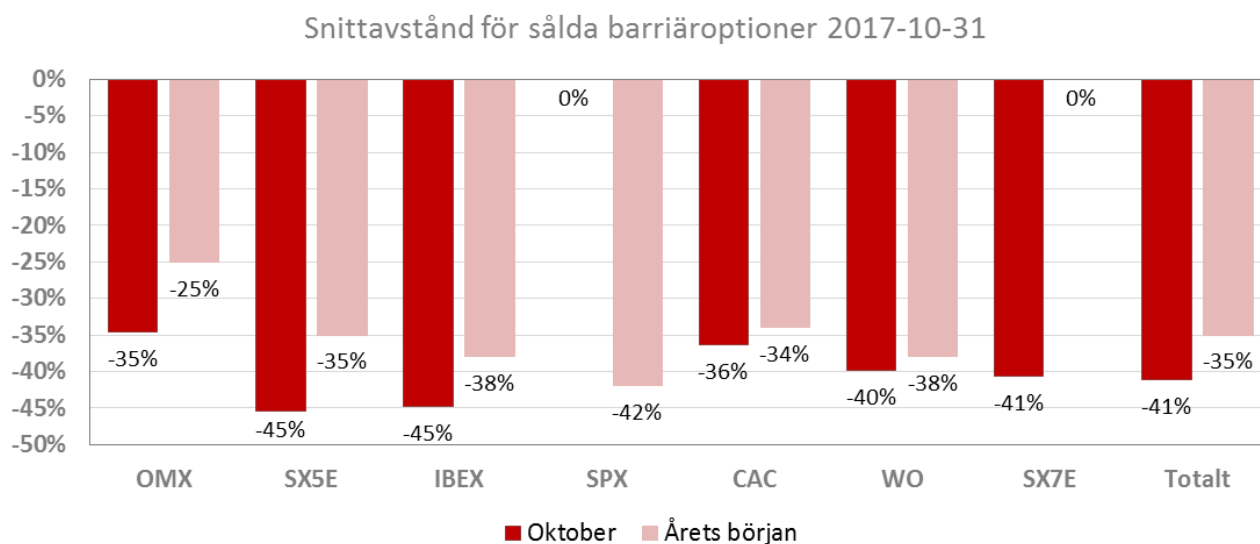
Om vi fokuserar på derivaten i **figur 2** kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under oktober

var positiv med +0,71 %. Bidraget från köpoptionerna ökade med +0,42 % medan säljoptionerna ökade med +0,29 % under månaden.

Tittar vi på enskilda index så kommer det enskilt största positiva bidraget i oktober från Eurostoxx. Totalt stod indexet för +0,xx % i positivt bidrag. När det gäller säljoptionerna ökade samtliga index utom SPX i värde. De sålda barrieroptionerna befinner sig i dagsläget mycket långt från sina barriärer.

Avståndet till våra barriärer för de sålda optionspositionerna ökade ytterligare under månaden, vilket innebär att nivåerna ligger kvar på väldigt tryggt avstånd. Dessa kan i detalj studeras i **figur 3** där även förändringen sedan förra månaden också kan ses. Snittbarriären per den sista oktober ligger på -41,1 %, vilket innebär att börserna vi är exponerade emot i snitt kan tappa drygt -41 % och fonden kan ändå tillgodoräkna sig en positiv avkastning från barrieroptionerna.

Balansen i fonden är en fortsättning på den tidigare inslagna defensiva vägen. Efter år av ekonomisk tillväxt närmar sig konjunkturcykeln sin topp, eller åtminstone går vi in i den senare delen av uppgången. Utan att lägga någon värdering i när detta sker så vet vi, baserat på historien, att det ökar sannolikheten för en börssättning. Denna sannolikhet anser vi bör reflekteras i prissättningen av långdaterade barrieroptioner för att risken skall vara värd att bära på i fonden. Detta är inte fallet just nu då marknaden prissätter optionerna på rekordlåga nivåer. Vi använder således andra finansieringskällor för att finansiera fortsatta uppsidor, exempelvis är "skevheten" som i tidigare brev beskrivits extremt brant i korta löptider vilket ger möjlighet att sälja mindre belopp och köpa stora belopp utan att erlægga någon premie. Känsligheten mätt som delta ligger dock på en långsiktig jämvikt. Nedsidan i fonden är idag mer begränsad vid en större börssättning än tidigare eftersom vi har minskat våra svansrisker (barriärerna) under detta år.

Figur 3


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%			3,73%

Jonas & Gustav

Stockholm den 5 november 2017