

**Kraftiga fall på världens börser under oktober. Handelskonflikten avgör mycket framöver. Svagare krona.**

Utvecklingen på världens aktiemarknader var utomordentligt svag under oktober. Även krediter och obligationer sålde av under månaden. Sammantaget har utvecklingen på aktiemarknaderna varit negativ i år och inom Europa ligger nedgångarna i många länder på omkring -10 %. Det som i år skiljer sig från tidigare års börsnedgångar är att marknaden sågat sig neråt och därmed också bestått av ett antal starkare börsuppgångar som skett flera gånger under året. Vi kan konstatera att året också har varit osedvanligt trendlöst. Det breda hedgefondindexet HFRX Global Hedge Fund Index var ner mer än -3 % under månaden.

Den tydligaste orsaken till börsnedgången under oktober är att värderingarna på aktier börjar utmanas av de högre räntorna som i sin tur är en direkt följd av att centralbankerna har börjat höja styrräntorna (eller som i Sverige och Europa börjat signalera för detta faktum). Samtidigt som centralbankerna håller 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 mycket svåranalyserad. Utrymmet för fortsatta finans och penningpolitiska stimulanser för att stötta marknaderna om det blir problem känns samtidigt mer begränsat än tidigare. Ledande indikatorer och viss annan data pekar på att tillväxten i Europa snarare kan komma att mattas av än öka nästa år. Än så länge syns dock ingen påverkan alls på företagets vinster och kommunikationen från bolagsledningarna världen över är också, i de allra flesta fall, väldigt positiv för åtminstone nästa år.

Vi är fortsatt positiva till aktiemarknaden på kortare sikt. Tillväxten i USA är fortsatt råstark och handelskriget mellan framförallt USA och Kina kan komma att lösas ganska snart. Sker detta samtidigt som makroekonomiska siffror kommer in till belåtenhet kommer riskfyllda tillgångar såsom aktier att fortsätta stiga i pris under resten av 2018. Vi känner oss bekväma att kunna leverera en stark relativ avkastning om aktiemarknaderna samtidigt fortsätter att falla under lång tid framöver, likaså har vi positionerat om i fonden för att kunna hänga med om denna sättnings visar sig vara ytterligare en i raden av korrigeringar innan marknaden fortsätter slå 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. Ett sådant scenario betyder inte att vi kommer att prestera dåligt, men en sådan miljö är definitivt tuff för vår förvaltningsmodell.

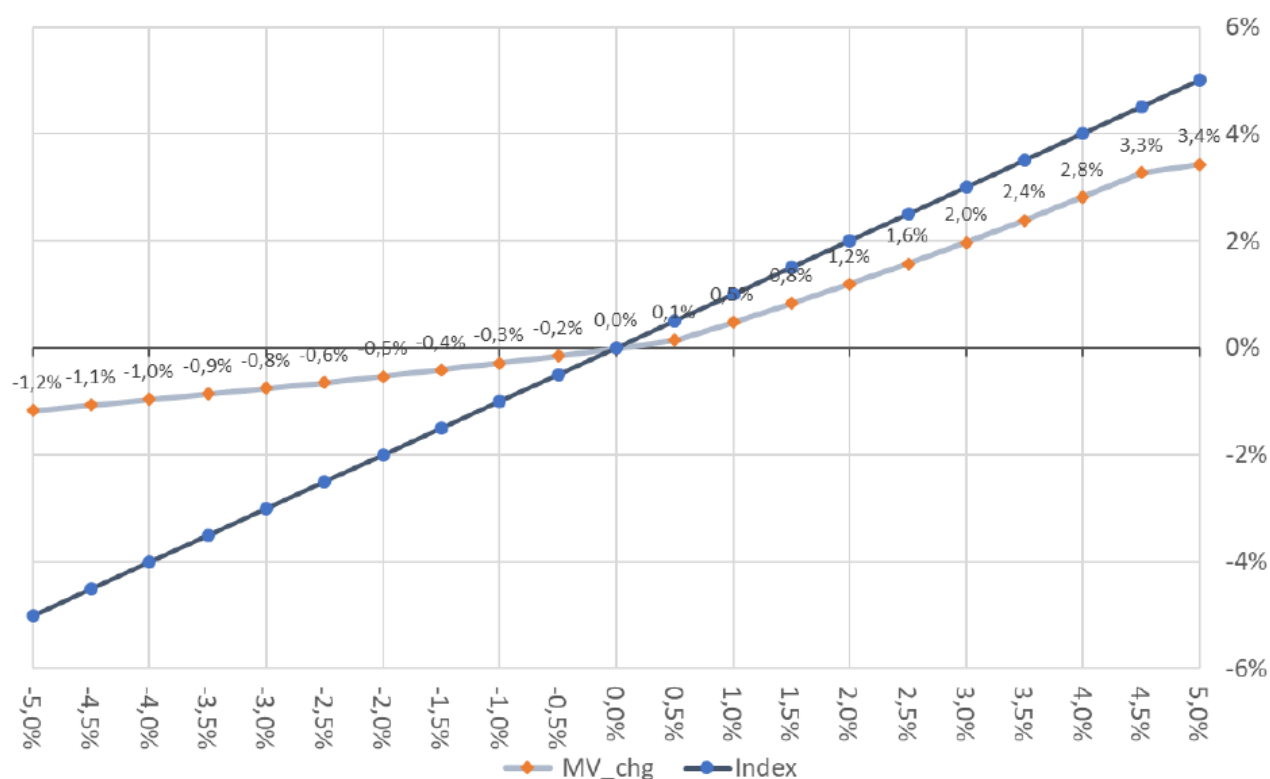
Avkastningen i Crescit var under månaden negativ och uppgick till -3,62 %, vilket innebär -5,26 % under 2018. Som vi skrev i förra månadsbrevet så gick Crescit in i oktober med en hög följsamhet mot börsuppgångar medan följsamheten neråt var kraftigt begränsad. Börserna föll under oktober kraftigt i de stora länderna. I USA föll börserna under månaden med -6,94 %, vilket innebär att den avkastat 1,43 % sedan årsskiftet. Det tyska DAX-indexet föll med -6,53 %. Stockholmsbörsen minskade med -7,47 % och är under de senaste 12 månaderna ner -7,98 %. På månads nivå var känsligheten från derivaten cirka 25 % av börsrörelserna, vilket var en aning bättre än den förväntansbild vi kommunicerat tidigare. Tyvärr tappade våra traditionella trendmodeller ännu en gång när börserna vände om. Viktigt att poängtera är att vi är 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.

Majoriteten av Crescits negativa värdetillväxt i oktober härrörde från våra derivatexponeringar på olika börsindex. Utav våra avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog ingen med någon positiv avkastning under månaden. Dock genererade ränteinnehaven och trendmodellerna endast svagt negativa portföljbidrag vilket var mycket glädjande förutsatt de tuffa marknadsförhållandena. Derivaten bidrog som helhet med betydande negativ avkastning. Detta som en direkt följd av de stora breda börsfallen som uppstod under månaden. Valutaexponeringen var en liten ljuspunkt under oktober eftersom den svenska kronan blev

svagare under månaden. Vår valutaexponering hanteras aktivt via optioner och terminer och trots snäva risklimiters skapades ett portföljbidrag på +0,2 % under månaden.

Det är med vårt arbetssätt väldigt viktigt att vi omedelbart efter större nedgångar likt den vi precis passerat 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 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 oktober. Figuren visar mycket tydligt den åtrådda asymmetri som råder i fonden baserat på om aktiemarknaderna går upp respektive ner de kommande månaderna. Känsligheten är ca 24 % vid ett parallellskifte neråt på börserna med -5 %, att jämföra med ca 68 % känslighet vid ett 5-procentigt parallellskifte uppåt på börserna.

Figur 1



Vi arbetar lika envetet som tidigare utifrån att kriser eller oro som uppstår i aktiemarknaden till följd av enskilda politikernas ageranden, parlamentsval, vapenskrammel eller andra typer av "lokala" händelser inte på några månaders sikt leder till bredare börsfall. Fonden har just nu störst risk mot indexen SX5E, SPX 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. Vi har ända sedan 2014 närmast oss en inverterad räntekurva men under oktober ökade avståndet ytterligare och differensen är nu större än den var under sommaren. Fram tills att den inverterade räntekurvan uppstår kommer vi förmodligen att öka exponeringen mot stigande börs varje gång vi får en korrigering på aktiemarknaden likt den vi precis haft.

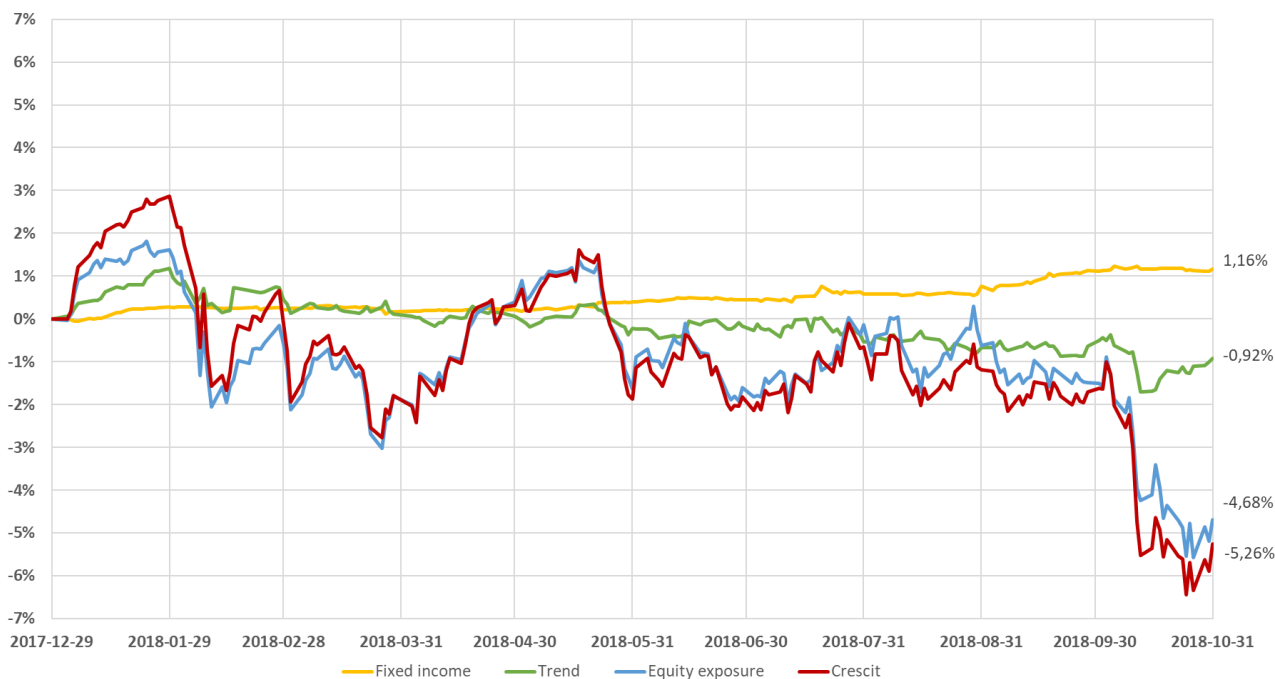
Intressant är att långräntorna i USA fortsätter att stiga och i skrivande stund har fortsatt stark makrostatistik tryckt upp den långa 10 årsräntan till 3,22 %, vilket är den högsta nivån sedan sommaren 2011. Marknadens

förväntningar på framtida inflation är stigande just nu. Det finns definitivt scenarion som pga handelskriget kan leda till en hög inflation de kommande åren. Prognosen från FED är fortsatta höjningar i ett ännu snabbare tempo än vad som just nu är prissatt av marknaden. Detta innebär att det är sannolikt att Fed tar styrräntan till en neutral nivå snabbare än rådande marknadsförväntningar. Sker detta så borde det, allt annat lika, vara negativt för de amerikanska börserna.

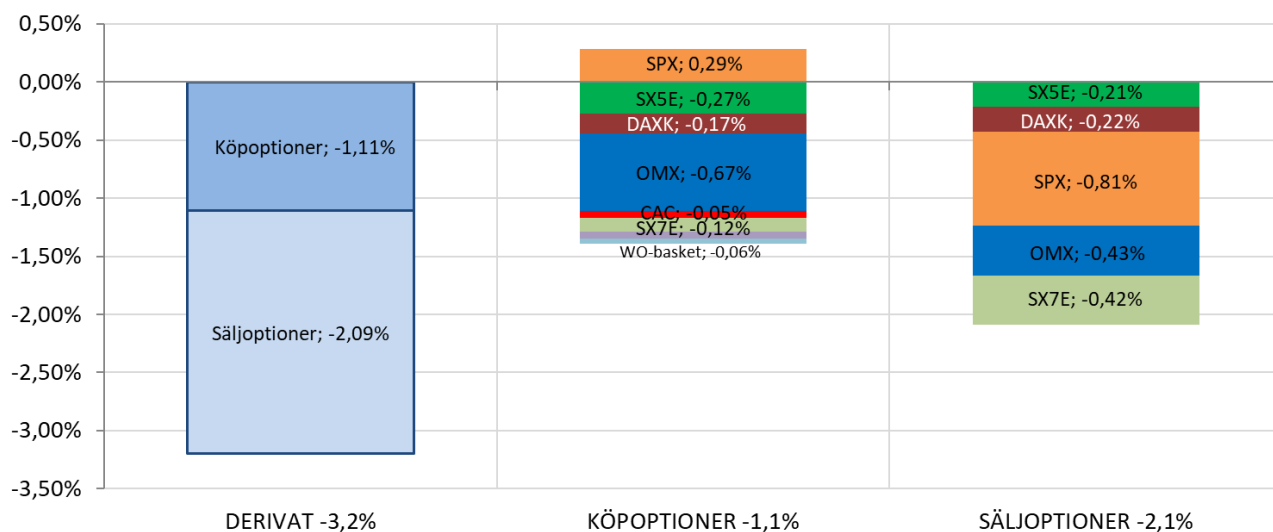
Riksbankens agerande kommer framåtriktat vara en stramare penningpolitik. Större marknadsaktörer är positionerade för stigande räntor, vilket nu börjar ge utdelning. Mot bakgrund av inflationssiffrorna, högkonjunkturen i Sverige samt att den svaga kronan driver på importpriserna tror vi att Riksbanken kommer att göra en första räntehöjning innan årsskiftet. Dessutom väntas löneökningstakten fortsätta växla upp något som en följd av det starka arbetsmarknadsläget.

I **figur 2** nedan ses en nedbrytning av respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

**Figur 2**



När det gäller våra derivatpositioner påverkades vi negativt av de stora börsfallen i framförallt de köpoptioner som var i pengarna under inledningen av hösten. Våra säljoptioner tappade också mycket i marknadsvärdering men få av dem är nedanför sitt startvärde vilket innebär att dessa värden kommer tillbaka innan årsskiftet om börserna inte faller av ännu mer. I "risk av" rörelsen under månaden fungerade den försvagade kronan som en liten buffert emot fallen på våra utländska exponeringar (dock försvagades kronan lite mindre än vi på förhand förmodade). På totalnivå i Crescit är bidraget från aktiederivatet -3,20 % under oktober månad (se **figur 3**). Utfallet var i linje med förväntningarna när vi gick in i oktober, men i skrivande stund är känsligheten lägre då vi utnyttjat börsfallet under månaden för att arbeta in mer skydd för ev. fortsatta fall på aktiemarknaderna (**figur 1**).

**Figur 3**


Om vi fokuserar djupare på derivaten och tittar i figuren ovan kan vi konstatera att bidraget från köpoptionerna var -1,11 % under månaden medan säljoptionerna bidrog med -2,09 %. Bland våra säljoptioner var det inget index som bidrog positivt, självfallet en effekt av att samtliga index vi har exponering emot föll och vi har sålt säljoptionerna. Dock är en majoritet av dessa säljoptioner inte i pengarna ännu – för att det skall vara fallet krävs ytterligare nergångar under de kommande veckorna på 3 till 4 procent. Vi har därmed ett tidsvärde på nästan 0,6 % som kommer att ticka in om inte börserna fortsätter falla innan årsskiftet. När det gäller köpoptionerna hade SPX ett positivt bidrag, vilket kommer av våra sålda köpoptioner som ökade i värde när börserna föll i oktober. Störst negativt bidrag har OMX, som ensamt stod för mer än -1 % under månaden.

Långdaterad volatilitet i Europa (men även andra marknader) fortsätter att, trots de kraftiga börsfallen, ligga på måttliga nivåer ur ett historiskt perspektiv. Det har sällan varit så billigt att ersätta vanlig börsexponering med köpoptioner som det var under sommaren i år. Vi har utnyttjat detta faktum och har nu en derivatbok som kommer att stiga i paritet med börserna från 5 % uppåt men ha en snabbt avtagande förlust vid ett eventuellt börsfall. Exempelvis kan sägas att om börserna stiger +20 % kommer våra derivat att bidra med +18 % och +10 % ger +6 %, medan ett fall på -10 % skulle ge ett förlustbidrag på omkring endast -3,0 % (vi har nu en bättre profil nedåt än under oktober) från vår derivatbok. Det innebär att vi har lyckats bibehålla en skevhet på omkring 4:1 per den 31 oktober. 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 börserna men inte drabbas av dess nedsida om vi framöver skulle få ett negativt börs klimat.

Vårt arbetssätt där vi använder valutaoptioner för att på ett förmånligt sätt skapa ett bra skydd utifrån kronan skulle stärkas framledes har fungerat mycket väl. Svagare krona har vi lite mer exponering emot just nu då osäkerheten för det parlamentariska läget i Sverige bara kommer att bli större och hösten 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 större skydd om kronan tappar mer än 10 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 -0,01 % under månaden. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,16 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger kvar på 1 år och 6 månader. Räntedurationen ligger på endast 2 månader.

Trendmodellernas aggregerade avkastningsbidrag under månaden var -0,22 %. Det innebär att trenddelen bidragit med -0,85 % hittills under 2018. Newedge-indexet för trendföljande fonder var ner -2,84 % under månaden, vilket ger -6,21 % under 2018. Vi har i och med det haft en avkastning på > 5 % bättre än index. Då vi på grund av den låga volatiliteten fortsatt stängt ner våra befintliga barriäroptioner och inte säljer några nya är behovet av de traditionella trendföljande hedgefonderna nu näst intill uttraderat. Vi kommer under resten av innevarande år 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 börserna 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 börsättning 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 normalisering eller snabb återhämtning på börserna men att risken för fortsatta fall måste tas i beaktning.

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%			-5,26%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg  
Stockholm den 7 november 2018