

Stigande kort- och långräntor i hela världen. Volatiliteten är fortsatt på mycket låga nivåer. Starkare krona.

Utvecklingen på världens aktiemarknader var svag under inledningen av september, men utvecklingen vände och var stark under den andra halvan av månaden. Som helhet blev utvecklingen på aktiemarknaderna i stort sett oförändrad under månaden. I de europeiska länderna var börsutvecklingen generellt sett svag, medan USA, i vanlig ordning, levererade stabilare avkastning. Den främsta orsaken till börsnedgången i början av månaden var oron för nya handelstullar från Trump. När de väl infördes lugnade investerarna ner sig och börsen återhämtade sig igen. "Tjurmarknaden" i S&P 500-indexet är nu den längsta och samtidigt den näst största i procentuella termer någonsin, men det är den enda gången i historien som tjurmarknaden har uppstått under lägre och lägre handelsvolym. Handelsvolymen i marknaden och antalet fritt flytande aktier är nu nere på nivåer som senast sågs i slutet av 1990-talet (ca. hälften av volymen innan finanskrisen). På den amerikanska aktiemarknaden handlar mer än hälften av de 8 500 noterade bolagen nu mindre än 100 000 aktier per dag.

Intressant är att långräntorna i USA steg under september samtidigt som börsen steg. Övertygande makrostatistik från USA med ett konsumentförtroende som nådde den högsta nivån på 18 år fick den långa 10 årsräntan att stiga till 3,11 %, vilket är den högsta nivån sedan sommaren 2011. Marknadens förväntningar på framtida inflation är stigande just nu. Mot bakgrund av den starka börsutvecklingen i USA bör man därför fundera över vid vilken nivå amerikanska styrräntan kan anses vara neutral, dvs. varken hämmande eller stimulerande för ekonomin. I dagsläget ligger denna nivå omkring på 2,9 % för slutet av 2019. Dock kan vi konstatera att effekten av penningpolitiken är allt annat än hämmande att döma av både kredit- och börsmarknadens utveckling just nu. Trots hot om ännu mer handelskrig är prognosen från FED 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. När det gäller USAs handelstullar gentemot Kina står vi fast vid vår uppfattning att Trump framledes vill tona ner hoten inför midterm-valen i november. Kina har också infört motåtgärder som slår direkt mot Trumps väljare. Då Kinas import är så mycket mindre än USAs så kan man krasst konstatera att Trump ändå kommer få sista ordet.

Avkastningen i Crescit var under månaden negativ och uppgick till -0,53 %, vilket innebär -1,71 % under 2018. Majoriteten av den negativa värdetillväxten i september härrörde från våra derivatexponeringar på olika börsindex. Utav våra avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog både ränta och trend med positiv avkastning under månaden. Trendmodellernas svagt positiva portföljbidrag berodde huvudsakligen på ett stigande oljepris och trender på den amerikanska aktiemarknaden. På räntesidan var det större positiva rörelser uppåt under månaden inte minst från högavkastande obligationer. Derivatet bidrog som helhet negativt eftersom vi har valutaexponering som sjönk till följd av den kraftiga förstärkningen av den svenska kronan under månaden. Kronan tog tillbaka merparten av försvagningen från augusti. Under våren ökade vi som bekant vår risk mot europeiska banker då vi gjorde bedömningen att dessa är billiga baserat på nyckeltal samt övertygelsen om att marknadsräntorna i Europa kommer att börja stiga så snart tillväxten återvänder. Dessa innehav har haft en mycket svag avkastning hittills och indexet är -18 % under 2018. Som andelsägare i fonden är det viktigt att komma ihåg att nästan hela denna negativa rörelse nu ligger i marknadsvärderingen av Crescits fondandelar. För att inte riskera att fortsätta förlora pengar om vi ser ytterligare fall i bankaktier har vi arbetat mycket med att försöka preserveera tidsvärdet men minska exponeringen vid fortsatta fall.

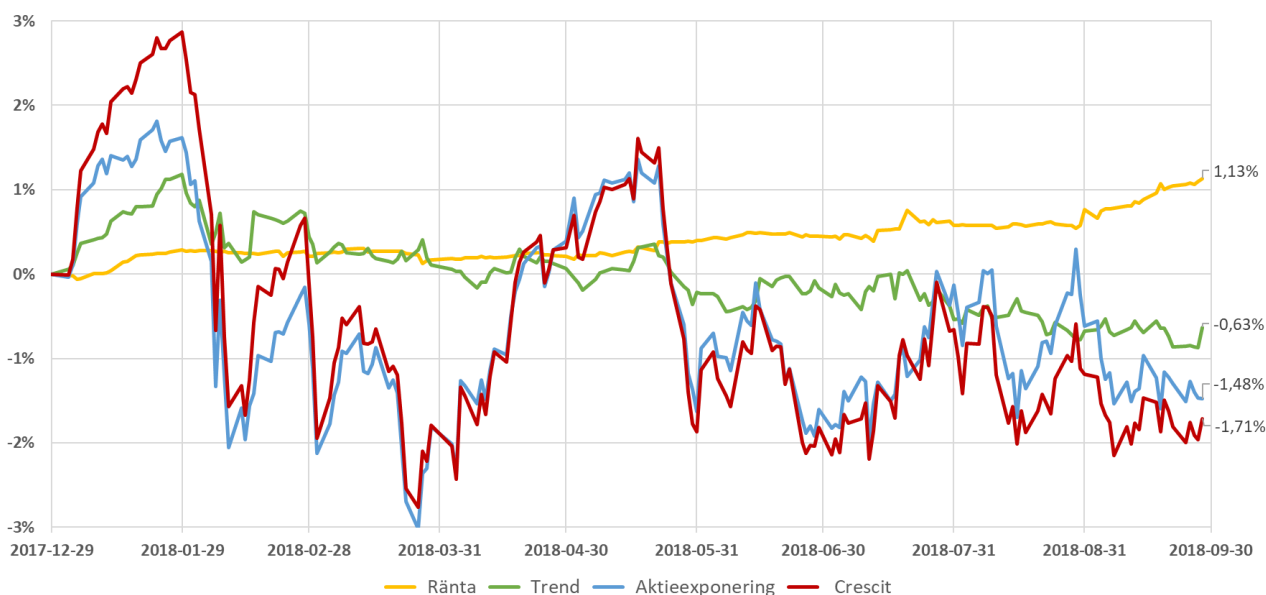
Vi arbetar precis som tidigare utifrån att kriser eller oro som uppstår i aktiemarknaden till följd av enskilda politikernas ageranden, parlamentsval, vapenskrimmel eller andra typer av "lokala" händelser inte på några månaders sikt leder till bredare börsfall. Fonden har just nu störst risk mot indexen SX5E, SPX samt OMX.

Geopolitiska risker har under de senaste 10 åren visat sig ha små effekter på den ekonomiska tillväxten och bolagsresultaten och därmed slutligen finansmarknaderna. Prisfluktuationer för aktier förekommer alltid, men det är först när vi börjar se 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 under en längre tid, sedan 2014, närmast oss en inverterad räntekurva men under september ökade avståndet lite igen och differensen är nu större än den var i augusti. Fram tills att den inverterade räntekurvan uppstår kommer vi sannolikt att öka exponeringen mot stigande börs varje gång vi får en lite mindre korrigerings på aktiemarknaden. Genom att arbeta på ett mer aktivt sätt kommer vi att kunna köpa tillbaka sålda optioner betydligt snabbare när marknaderna blåser faran över och kurserna sätter iväg uppåt igen med fallande volatilitet som följd. Vi kommer framledes att vara mycket mer aktiva i positionstagningen för att på detta sätt öka avkastningen i fonden. Det är idag inte bara säljoptioner som är billiga utan skevheten mellan köp- och säljoptioner är onormalt stor. Detta faktum gör att vi kan köpa 3-5 gånger högre nominal för börs upp och ändå finansiera köpet fullt ut med bara en fjärdedel i sålda säljoptioner. Då vi dessutom samtidigt säljer terminer mot det vi sålt i säljoptionerna har vi skapat en mycket tilltalande helhet i fonden.

Centralbankernas agerande kommer framåtriktat vara en stramare penningpolitik. Undersökningar ger vid handen att större marknadsaktörer tveklöst positionerat sig för stigande räntor redan under början av året, 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 USA står 10 årsräntan på 3,20 %-nivån i skrivande stund, vilket är omkring 35 baspunkter högre än för bara en månad sedan.

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

Figur 1

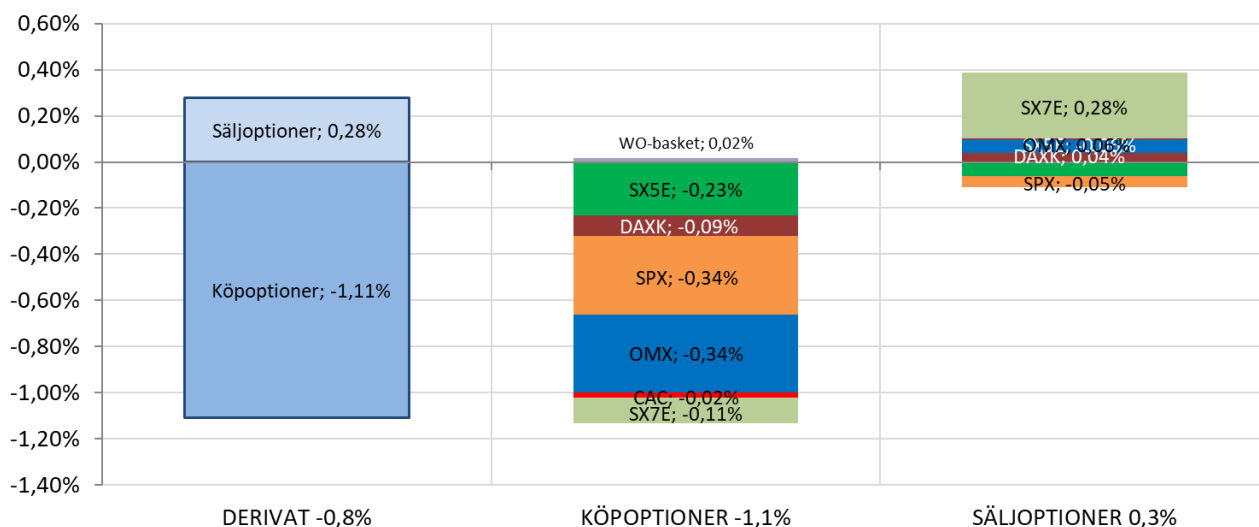


Under september sjönk det tyska DAX-indexet med -0,95 %. I USA steg börsen under månaden med +0,43 %, vilket innebär att den avkastat 8,99 % sedan årsskiftet. Stockholmsbörsen steg med 0,25 % under september. Sedan årets början är OMX upp +5,42 %. Brentoljan vände och steg under månaden med +6,89 %, vilket

innebär att oljan stängde månaden på 82,73 USD/fat. Oljan har därmed stigit med nästan 50 % under den senaste 12 månaders perioden.

När det gäller våra derivatpositioner missgynnades vi av de faktorer som gynnade oss i augusti. I "risk av" rörelsen under augusti fungerade den försvagade kronan som en buffert emot fallen på våra utländska exponeringar. I september när kronan återhämtade sig bidrog samma positioner istället negativt. På totalnivå i Crescit är bidraget från aktiederivatet -0,83 % under september månad (se **figur 2**). Förlusterna härrör till allra största del från förluster bland våra köpoptioner som är exponerade mot det europeiska SX5E-indexet, OMX-indexet (Sverige) och SPX-indexet (USA).

Figur 2



Om vi fokuserar djupare på derivaten och tittar i figuren ovan så kan vi konstatera att bidraget från köpoptionerna var -1,1 % under månaden medan säljoptionerna bidrog med +0,3 %. För säljoptionerna såg vi en återhämtning i SX7E, trots en negativ rörelse på -4,6 % de tre sista handelsdagarna, efter att indexet studsat tillbaka lite från de stora nedgångarna under sommaren.

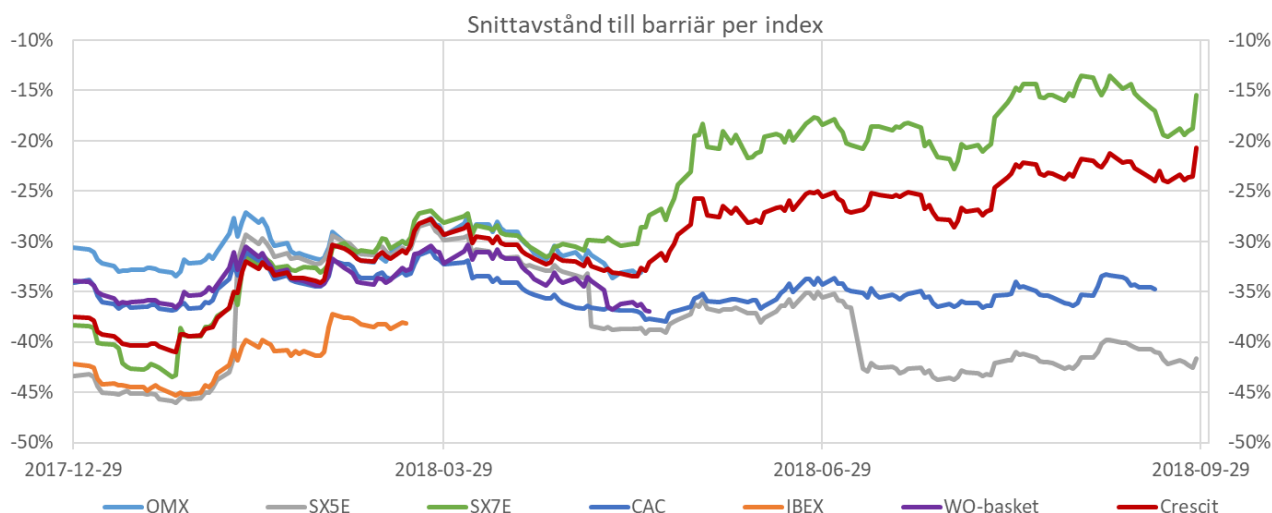
Långdaterad volatilitet i Europa (men även andra marknader) fortsätter att ligga på extrema nivåer ur ett historiskt perspektiv. Det har sällan varit så billigt att ersätta vanlig börsexponering med långdaterade köpoptioner som i dagsläget. Vi har försökt utnyttja detta faktum och har nu en derivatbok som kommer att stiga i paritet med börsen från 5 % uppåt men ha en snabbt avtagande förlust vid ett eventuellt börsfall. Exempelvis kan sägas att om börsen stiger +20 % kommer våra derivat att bidra med +21 %, medan ett fall på -20 % skulle ge ett förlustbidrag på omkring endast -5 % (troligen lägre pga tigha stop-lossar) från vår derivatbok. Det innebär att vi har en skevhet på omkring 4:1 per 28 september. Genom denna intressanta positionering blir fonden på allvar ett spännande alternativ till investerare som vill ha exponering mot börsen men inte drabbas av dess nedsida om vi framöver skulle få ett negativt börs klimat. Vidare har vi under månaden arbetat mycket med vår exponering mot SX7E för att försöka preservera tidsvärdet men minska exponeringen vid fortsatta fall.

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. Svagare krona har vi lite mer exponering emot just nu då osäkerheten för det parlamentariska läget i Sverige bara kommer att bli större och oktober är historiskt en månad 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 är skyddade om kronan tappar mer än 20 öre från nuvarande nivå.

Våra räntepositioner hade ett positivt bidrag på 0,37 % under månaden. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,45 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger kvar på 1 år och 7 månader. Räntedurationen ligger på 3 månader.

Trendmodellernas aggregerade avkastningsbidrag under månaden var +0,05 %. Det innebär att trenddelen bidragit med -0,63 % hittills under 2018. Newedge-indexet för trendföljande fonder var ner -0,87 % under månaden, vilket ger -3,69 % under 2018. Vi har i och med det haft en avkastning på > 3 % bättre än index.

Den låga volatiliteten har medfört att vi aktivt köpt tillbaka befintliga barrieroptioner under året, avkastningen i förhållande till den risk vi tar på att göra nya barriärer är i nuläget inte attraktivt, vilket gör att risken som dessa positioner utgör i fonden för tillfället är väldigt liten. Avståndet till barriärerna för våra sålda optionspositioner ökade marginellt under månaden till följd av stigande kurser på de underliggande börserna. Nivåerna på de få barriärer vi har kvar ligger långt ifrån att brytas. De befintliga barriärerna är i dagsläget dessutom skyddade för att stänga en negativ binäreffekt vid stora fall. Då risken i denna del av portföljen är marginell kommer vi inte statistiskt att visa **figur 3** i framtida månadsbrev om inte risken aktivt ökar igen. För den intresserade av befintliga barriärer eller premienivåer samt vårt tänk kring avkastningen i förhållande till tagen risk är det bara att kontakta oss för diskussion.

Figur 3


När vi analyserar olika ledande indikatorer samt flera sedan tidigare fungerande samband på hur börserna brukar reagera vid nuvarande utfall, kan vi konstatera att sannolikheten för en börsnedgång i t.ex. USA ökat markant under de senaste månaderna. Vi ser bara 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 omöjligt att säga. I skrivande stund har Crescit en hög följsamhet mot börsuppgångar medan följsamheten neråt är kraftigt 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%	-0,53%	-0,53%				-1,71%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg

Stockholm den 7 oktober 2018