

Upp till bevis för både företagsledare och nationsledare. Stora valutasvängningar och farligt nära Brexit.

Under september månad uppgick avkastningen i Crescit till -0,16 % vilket innebär +1,84 % sedan årets början. Den negativa avkastningen är främst hänförlig till negativa bidrag från våra högvastande obligationer och alternativa avkastningsdrivare. Aktiederivatens bidrag var svagt positivt under månaden och enligt förväntan givet vår låga exponering som reflekterar vår avvaktande syn på marknaden. Under september vidhöll vi vår vy att världsekonomin är på väg in i en svagare period där handelskriget spår på de negativa effekterna av en inbromsande konjunktur. Den data som kom under månaden bekräftade och stärkte vår övertygelse kring detta och vi behåller vår avvaktande syn tills vidare. Om hösten fortsätter att vara slagig så kommer vi troligtvis att öka vår aktieexponering under månaden inför en potentiellt stark avslutning på året.

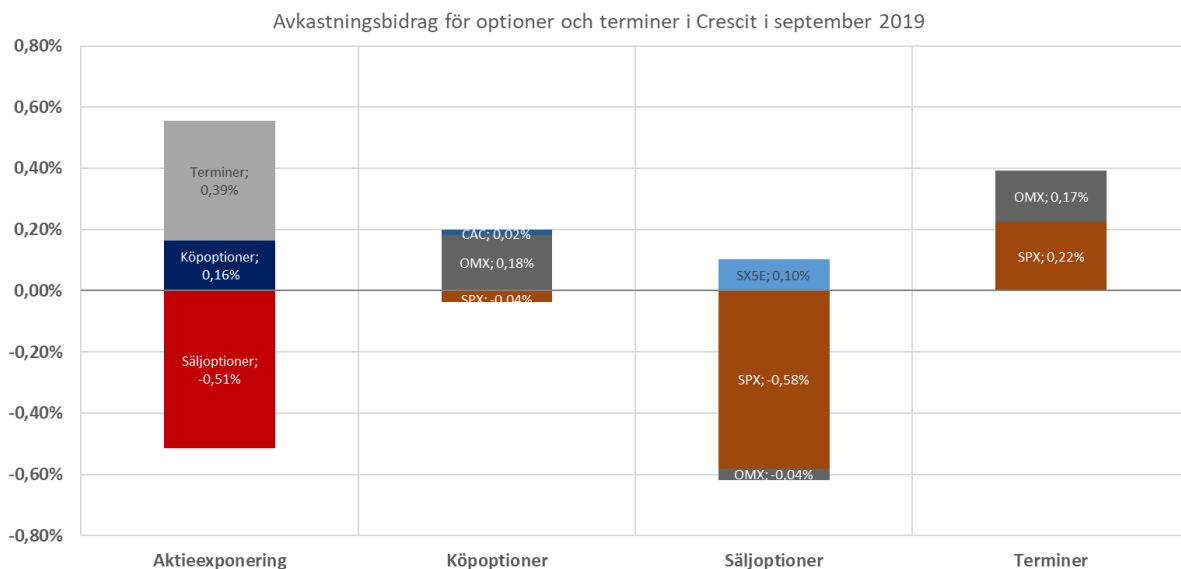
Marknadskommentar

Under september fortsatte ledande ekonomiska indikatorer att försvagas och det är allt tydligare att den svaga tillverkningssektorn håller på att smitta tjänstesektorn i världens större ekonomier. Trots en fortsatt svag utveckling för underliggande fundamenta så inleddes månaden med en kraftig rekyl för både aktier och obligationer. Den svenska börsen ledde uppgången och var tidvis upp över 5% under månaden. Efter den starka inledningen så handlades marknaderna sidledes och OMXS30 tappade mycket av sin relativa styrka. Uppgången under månaden var stark givet den svaga utvecklingen i världsekonomin där både tillväxtprognoser och vinstestimater fortsatte att revideras ned. Månaden gav inga större nyheter kring det pågående handelskriget och reaktionerna på relaterade nyheter och twitter-utbrott var betydligt mindre än under sommaren. En lösning på konflikten är fortsatt den stora katalysatorn som kan vända den svajande konjunkturen och ge oss en återhämtning i tillväxten globalt. En lösning kan antagligen vända konjunkturen, men tids nog kommer vi till ett läge där det kommer att vara för sent även för en löst handelskonflikt att få önskad effekt. Till slut kommer konjunkturen att ha ett så pass negativt momentum att den positiva impulsen från en lösning inte förmår vända den längre. Det vore naturligtvis inte bra för det rådande politiska klimatet givet den troliga ökningen av populism som en lågkonjunktur skulle föra med sig.

Givet den fallande vinsttillväxten så börjar de värderingsnivåer som tidigare kunde anses vara måttliga, i vissa fall till och med befogade, att se ansträngda ut vilket gör en fortsatt börsuppgång osannolik i närtid. I vår mening krävs det antingen en återhämtning i världsekonomin (drivet av en lösning i handelskonflikten) eller en förbättring av riskapiten hos investerare för att lyfta index till nya högstanivåer. Högre aktiepriser drivs normalt av stigande bolagsvinster och/eller en högre accepterad multipel för en given vinstkrona. Varken bolagsledningarnas guidning eller ledande indikatorer såsom inköpschefsindex tyder på stärkta vinster och kassaflöden innan årsskiftet. Däremot har vinstmultiplerna en potentiell uppsida främst hänförlig till att det fortsatt saknas goda alternativ till aktier för investerare som söker avkastning på sina tillgångar. Efter en kraftig rekyl i början av september har globala långräntor fortsatt att falla på bred front och allt större del av den utestående obligationsstocken handlas till negativ yield. Dock har investerare under de senaste åren blivit allt ovilligare att acceptera högre priser på aktier relativt de låga räntorna. Som exempel så har flertalet större europeiska index trampat vatten sedan början av 2015. Under samma tid har den tyska 10-årsräntan fallit från +0,5% till -0,5% (Som värst under -0,7%) och den Svenska 10-årsräntan har fallit från ca 0,8% till -0,3%. Den fulla procentenheten som räntorna fallit med under tiden har alltså haft ett begränsat genomslag på aktievärderingarna. Det är ett kraftigt förenklat resonemang, men faktum kvarstår att en låg och fallande ränta inte medfört markant högre aktiepriser. Skulle det sambandet återkomma ser vi potential för en kraftig uppvärdering av främst europeiska aktier, men mycket lite tyder på ett sådant skifte i närtid. Tråkigt nog är det i vår mening det enda argumentet som kvarstår för att köpa aktier på de relativt dyra nivåer de handlar just nu. Vi tror att marknaden kommer att svänga kraftigt men fortsätta sidledes och ser det som troligt att vi får se ytterligare ett bra läge att köpa aktier innan årsskiftet.

Månadens utveckling i detalj

Våra aktiederivat avkastade 0,04 % under månaden och de positiva bidragen kom främst från terminshandel och köpta köpoptioner. I **figur 1** nedan visas utvecklingen för derivatpositionerna per index där vi både köpt och sålt derivat. Aktierisken vi har i boken var under månaden begränsad vilket gjorde dess bidrag till totalresultatet negligerbart i ljuset av svagt stigande börser. Detta var i linje med vår förväntan då vi medvetet håller en fortsatt låg nettoexponering mot aktierisk till dess att vi ser en tydlig riktning för marknaden. Vi hade under månaden en exponering som gav oss en gynnsam skevhet mellan uppgång och nedgång vilket också medförde ett svagt negativt tidsvärde. Det är i linje med vår underliggande strategi att över tiden växla mellan att vara premie-betalande eller premie-erhållande beroende på priset av optioner. Under månaden bidrog köpoptioner med 0,16 % och bestod i stor utsträckning av köpta köpoptioner som dock tappar värde över tid och när volatiliteten sjunker på aktiemarknaderna. Säljoptioner bidrog med -0,52 % och det var främst hänförligt till en köpt säljoption på S&P500 som tappade i värde då underliggande index steg under månaden. Den övergripande risken i boken justeras löpande med terminer och dessa bidrog under månaden med 0,39 %.

Figur 1


Utöver derivat så är fonden även exponerad mot räntor och valutarörelser. Under september har vi haft exponering för en starkare dollar mätt mot kronan vilket har bidragit med 0,1 % och en mindre exponering mot högre räntor i USA som bidragit med 0,2 %. I Europa är vi exponerade mot räntekurvan genom innehav i högavkastande obligationer som under månaden bidrog negativt med -0,2 % främst hänförligt till bolagsspecifika händelser. Våra exponeringar mot alternativa avkastningsströmmar bidrog under månaden med -0,2 %.

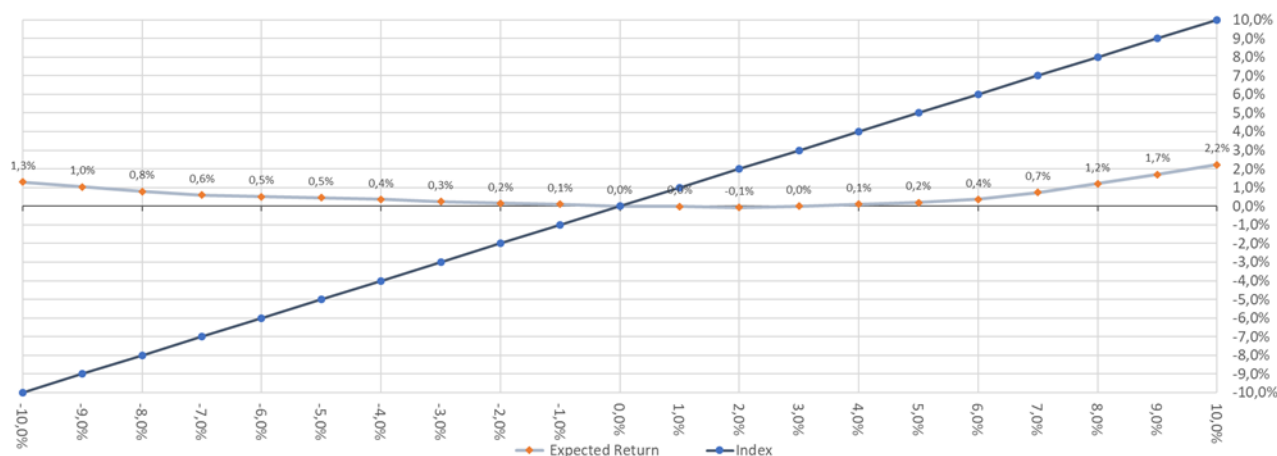
Förväntansbild & Positionering

Under de kommande veckorna ser vi fram emot en rad stora event och potentiella katalysatorer för rörelser för både riskfyllda och mindre riskfyllda tillgångar. Det är nu bara några veckor kvar till deadline för Storbritannien och EU att hitta en lösning för att undvika ett avtalslöst utträde. Det troliga utfallet är att de förlänger förhandlingsperioden ytterligare en gång med hopp om att få till stånd ett avtal som både politiker och invånare finner acceptabelt. Utöver en potentiell Brexit så har tonläget trappats upp från USA jämt mot omvärlden. Handelssamtalen med Kina har stannat upp och tonläget mot Iran har blivit betydligt hårdare i samband med Irans potentiella inblandning i attacken på Saudiarabiens oljeproduktion.

Förväntningarna på penningpolitiska stimulanser fortsätter att stiga vilket kan stärka sentimentet i marknaden. Det kommer med stor sannolikhet ytterligare räntesänkningar i USA innan årsskiftet och även i Europa förväntas ECB agera med anledning av den fortsatt låga inflationen. Den svenska kronan har cementerat sin plats som den svagaste valutan bland de utvecklade ekonomierna och det är inte mycket som tyder på att den utvecklingen kommer att vända i närtid. Den ultralätta penningpolitiken och den svaga tillväxten runt om i världen sätter press på både kronan och andra valutor kopplade till små, exportberoende ekonomier.

På bolagsfronten kommer de viktiga kvartalsrapporterna att börja levereras inom kort och av allt att döma riskerar de att bli än svagare än halvårsrapporterna med ytterligare svagare guidning från ledningarna. Ledande indikatorer har fortsatt falla i rask takt och i skrivande stund har både de svenska, norska och amerikanska siffrorna hakat på den svaga trenden som Europa markerade tidigare under september. Under början av 2019 så handlades aktier starkt och det skrevs då mycket om den återhämtning som skulle komma under slutet av året där svaghetstecken i bolagsvinsterna skulle försvinna och tillväxten återupptas (Helårsprognoserna för 2019 höll sig starka under lång tid). Under sommaren har prognoserna skruvats ned ordentligt utan nämnvärd reaktion på indexnivåerna vilket tydliggör att det inte enbart är de fundamentala utsikterna som styr riskapiten just nu. Det blir också intressant att se hur de olika sektorerna rapporterar när den cykliska och kronkänsliga verkstadssektorn har ökat sin andel i index i samband med att de svenska storbankerna gått svagt under året.

Figur 2 – Förväntad känslighet mot globala aktieindex



Mot bakgrund av ovan resonemang så ser vi fortsatt anledning att ha en försiktig och neutral syn på aktier härifrån. Utan en upprevidering av bolagsvinster eller en återhämtning i ledande makroindikatorer så ser vi uppsidan som begränsad. Därmed vidhåller vi en låg nettoexponering och fortsätter att leta efter möjligheter i den slagiga marknaden. Vi har under året renodlad vår portfölj och den har idag ett tydligare fokus på aktierelaterad risk (både riktningensberoende och uttryckt genom volatilitet). Det ger oss bättre förutsättningar för att snabbt reagera på den föränderliga marknad som vi befinner oss i just nu, i vad vi ser som en kraftansamling för nästa stora rörelse.

Jonas, Gustav och Simon
Stockholm den 4 oktober 2019