

Krigsrubriker av annan kaliber. Metkrokskänsla och svagare dollar. Börsfesten ser ut att fortsätta 2020.

Under december uppgick avkastningen i Crescit till +0,35 % vilket innebär +2,26 % under 2019. Avkastningen var en blandning mellan mycket god utveckling i våra derivatpositioner och ett svagt negativt bidrag från våra andra avkastningsdrivare. Under månaden var fonden positionerad för den starka avslutning på året vi förväntat oss och även fick se under årets avslutande veckor. Under månaden fortsatte priserna på optioner att vara lågt och fallande vilket missgynnar våra positioner som primärt tjänar pengar om volatiliteten stiger eller håller sig stabilt. Den stora nyheten över årsskiftet var den upptrappning i konflikten mellan USA och Iran som inleddes med en amerikansk drönarattack som dödade Qasem Soleimani. I skrivande stund har den inledande attacken följts av både upprepade bombningar, protester, upplopp, en de-eskalering, samt ett iranskt avhopp från 2015 års avtal kring hantering och anrikning av uran. Det återstår att se huruvida eskaleringen, och därmed börsfallen, kan få fäste på riktigt bland monetära och fiskala stimulanser och fortsatt rekordlåga räntor.

Marknadskommentar

Under december fortsatte världsekonomin att trampa vatten och ledande indikatorer kom in ungefär som förväntat och i linje med föregående månad. Ett potentiellt viktigt undantag var det mycket svaga inköpschefsindexet för amerikansk tillverkningsindustri som noterade en ny lägstanivå (sedan 2009) vilket pekar på en fortsatt svag tillväxt i världens (än så länge) största ekonomi. Den positiva utvecklingen av handelskriget, där den första fasen av ett avtal är planerat till den 15:e januari, gav stöd till börserna tillsammans med fortsatt god likviditet. Det svenska OMXS30 utvecklades väl under månaden och steg likt S&P500 en bra bit över 2 % (SPX 2,9 %). Europeiska aktier utvecklades något sämre under månaden, möjligen mot bakgrund av den förhållandevis starka euron, där varken Eurostoxx50 eller tyska DAX förmådde att stiga mycket mer än en procent.

Marknaden står vid ett fundamentalt vägskäl där den reala ekonomin förefaller stå vid ett vägskäl. Den underliggande konjunkturen ser ut att eventuellt ha toppat ur under året som gått, påspätt av handelskriget och innan dess av den kvantitativa åtstramning som den amerikanska centralbanken genomförde under 2018. Omsvängningen har tagit mycket lång tid, och vi ser en risk att den därmed inte heller vänder upp lika fort som många marknadsaktörer och analytiker förväntar sig idag. Därmed ser vi en nedsidesrisk för värderingarna av riskfyllda tillgångar under 2020. Den fallande globala tillväxten i kombination med fortsatt stark löneutveckling skapar förutsättningar för marginalpress hos företagen. Detta skulle i sin tur med stor sannolikhet föra med sig kraftigt fallande aktiepriser.

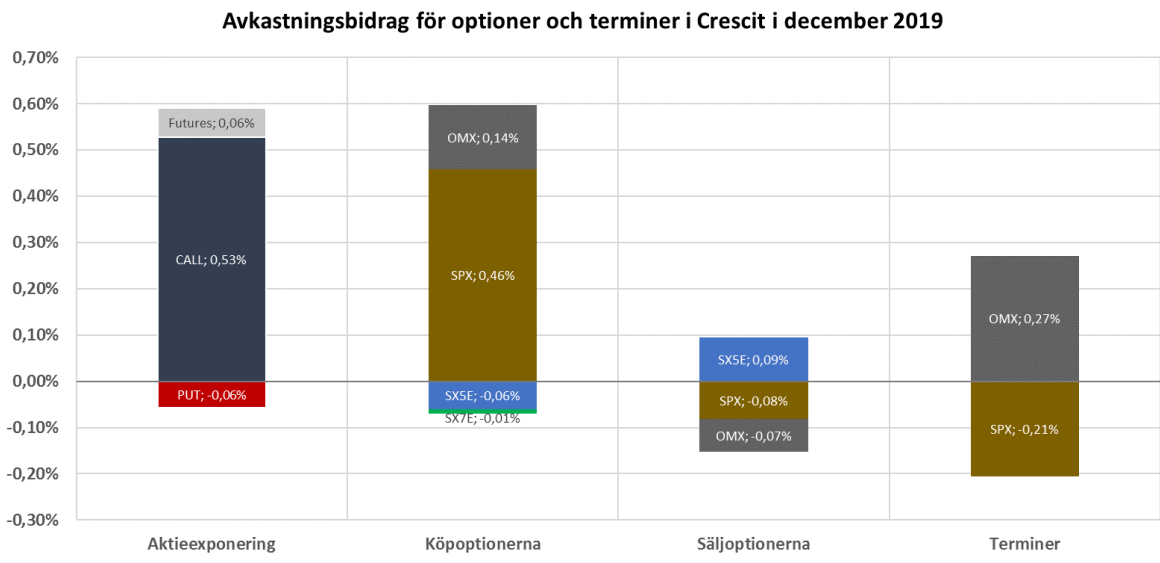
Det som talar emot en bred ekonomisk återhämtning är att service-sektorn ser ut att följa tillverkningssektorn in en svagare period. Denna utveckling är normalt att förvänta efter en försvagning av den första då de tenderar att följas åt. Däremot så har investerare och analytiker under sommaren och hösten snarare förväntat sig en snabb återhämtning av tillverkningsindustrin än en försvagning av tjänstesektorn. Skulle den nu mera större tjänstesektorn också försvagas så är risken stor att även konsumenterna och arbetsmarknaden i sin tur tappar fart. Det skulle i sin tur med stor sannolikhet sänka konjunkturen på riktigt, vilket sällan är bra för aktieindex. Vinstestimaten och förväntningarna på bolagsrapporterna har fortsatt att falla men i ljuset av detta fortsätter börsen att vara mycket stark, vilket talar för att riskviljan fortfarande finns kvar hos investerarna.

Efter den kraftiga rekylen i början av november fortsatte globala långräntor att falla av på bred front under resten av månaden. Långräntorna i USA har under hela hösten handlat i ett spann på 20-30 baspunkter och är just nu i mitten av detta spann, det saknas en tydlig trend åt något håll för tillfället. Under månaden har den tyska 10-årsräntan stigit från -0,41% till -0,36% (som värst handlade den under -0,7% i september) och den Svenska 10-årsräntan har stigit från ca -0,1% till snäppet över noll under månaden. I USA har 10-årsräntan stigit från 1,68 % i början av månaden till 1,80 % i skrivande stund.

Månadens utveckling i detalj

Våra aktiederivat bidrog under månaden med +0,53 %. Vi hade under månaden en ganska låg nettoexponering för fortsatt börsuppgång med en relativt balanserad exponering mellan USA och Europa. Därmed fick vi den största avkastningen från SPX som gick betydligt starkare än europeiska index. Under december bidrog köpoptioner med 0,53 %, säljoptioner med -0,06 % och terminer med 0,06 %, som syns nedan i **Figur 1**. Ovan fördelning är hänförlig till att vi under december valde att nästan uteslutande uttrycka vår vy genom köpoptioner för att dra nytta av den låga volatiliteten och de fortsatt höga indexnivåerna.

Figur 1



Utöver derivat så är fonden även exponerad mot räntor och valutarörelser. Under december har vi inte haft någon nettoexponering mot någon valutarörelse utan haft hela vår exponering i både euro och dollar fullt skyddade med valutaterminer. Fondens exponering mot räntepapper bidrog under månaden med +0,10 % och våra exponeringar mot alternativa avkastningsströmmar gav ett negativt bidrag om -0,20%. Aktiederivaten avkastade under månaden i linje med förväntan givet den fallande volatiliteten. Den kvarvarande känsligheten mot volatilitet är i skrivande stund mycket låg.

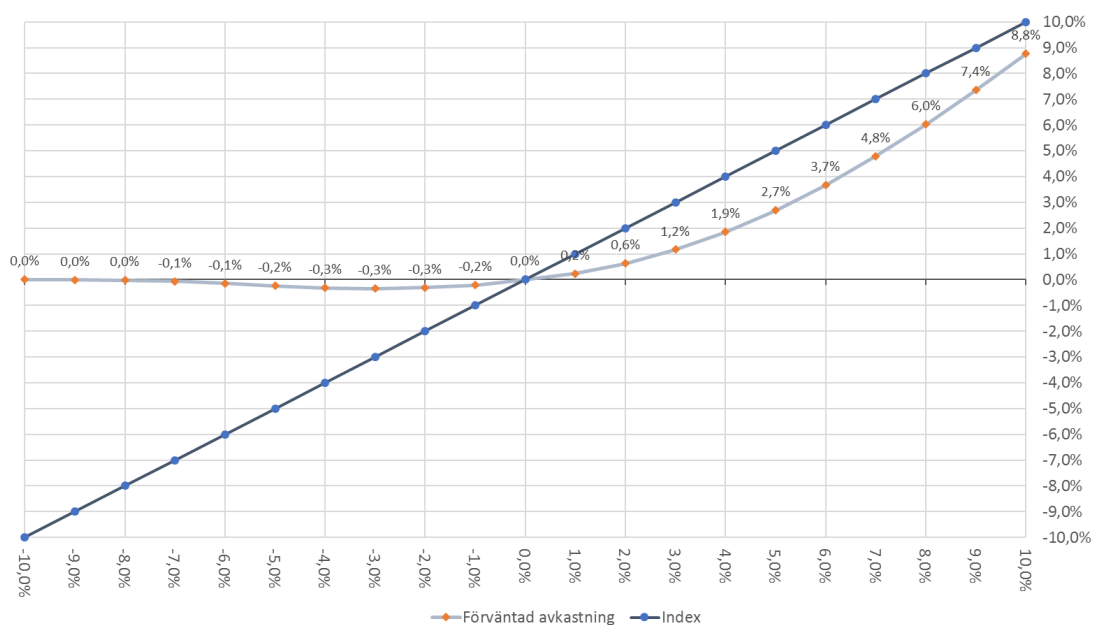
Förväntansbild & Positionering

När vi påbörjar det nya decenniet så har Crescit en relativt låg exponering mot riskfyllda tillgångar. Vår underliggande vy på aktiemarknaden är fortsatt konstruktiv men vi ser en förhöjd risk för en korrektion i närtid om konflikten mellan USA och Iran eskalerar samt om den tilltänkta signeringen av fas 1 i handelsavtalet mellan USA och Kina uteblir. Vi förväntar oss att geopolitiska störningar fortsätter att blåsa över fort och ser dem som en god möjlighet att öka vår exponering i ett första skede. Den fortsatta avsaknaden av alternativ och god avkastning från 2019 förväntas ge stöd åt riskaptiten och därmed även värderingarna. Ser vi en ordentlig återhämtning som får stöd från penning- och fiskalpolitiskt håll så ser vi goda förutsättningar för ytterligare några år av stabil expansion och därtill goda avkastningar på riskfyllda tillgångar. Å andra sidan så är mycket av detta i vår mening redan inprisat vilket lämnar mycket lite utrymme för felsteg från både geopolitiskt och penningpolitiskt håll. Därför är vi fortsatt avhållsamma från att exponera oss via ställd svansrisk som vi gjort tidigare genom åren. Med en fortsatt islossning i handelskriget och en bottenformation i ledande indikatorer så ser vi (i avsaknad av en geopolitisk eskalering) en spelplan för 2020 som karaktäriseras av en ökad benägenhet för stimulerande reformer från politiker som närmar sig omval eller har opinionssiffror att försvara (Ex. Trump & Macron). Diskrepansen mellan mjuka ekonomiska indikatorer och ”hård” data är fortsatt stor och det är i vår mening fortfarande inte klart huruvida världsekonomin kommer att följa de ledande indikatorerna in i en global recession eller om vi ser en

ordentlig återhämtning i sentimentindikatorerna. Det prekära läget och den låga volatiliteten lämnar dock stort utrymme för en flexibel förvaltning där användningen av derivat ger oss stora handlingsutrymmen för att framgångsrikt navigera den flyktiga riskviljan. Vi ser möjligheten för en strukturell omställning i priset på skydd under kommande år ifall de risker vi ser i världen materialiserar sig och de större institutionerna då känner sig nödgade att åter igen skydda sina långsiktiga innehav och åtaganden. Denna omställning ligger fortsatt långt fram i tiden och lär så göra tills inflationsförväntningarna och räntorna vänder uppåt igen. I avsaknad av högre räntor och därmed placeringsalternativ för europeiska institutioner så är utsikterna för en större nedvärdering av tillgångspriserna små.

Nedan, i **Figur 2**, presenteras en ögonblicksbild av vår förväntade känslighet mot kommande börsrörelser. Bilden visar en positionering som motsvarar en traditionell köpoption ”replacement-strategi” där vi valt att exponera oss för en stigande marknad genom köpa köpoptioner. Positioneringen reflekterar vår tro på en fortsatt konstruktiv marknad som befinner sig i en fragil fas där utvecklingen kan komma att vända under våren om de geopolitiska upptrappningarna fortsätter att eskalera.

Figur 2 – Förväntad känslighet mot globala aktieindex



Mot bakgrund av ovan resonemang så ser vi fortsatt anledning att ha en relativt försiktig syn på aktier med en konstruktiv underton. Utan en bred uppgörelse och nedmontering av tullar och andra handelshinder så ser vi begränsad möjlighet till en återhämtning i världsekonomin, men med politiker och centralbankirer som är villiga att göra vad som helst för att förlänga cykeln så ser vi goda möjligheter till för en lösning.

Mot bakgrund av vår nyfunna optimism så har vi en något högre nettoexponering mot aktier än tidigare men med bibehållet skydd mot eventuell nedsida.

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%	-0,31%	-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%	-3,44%	-9,52%
2019	2,05%	0,88%	-0,08%	2,45%	-1,88%	0,01%	-0,21%	-1,16%	-0,16%	-0,15%	0,22%	0,35%	2,26%

Jonas, Simon och Gustav
Stockholm den 8 januari 2020