

**Lösningen på handelshindren kan dra ut på tiden. Börsfesten ser ut att fortsätta 2020. Starkare krona.**

Under november månad uppgick avkastningen i Crescit till +0,22% vilket innebär +1,90% hittills under året. Fondens aktiva exponering via derivat var under månaden näst intill oförändrad och månadens avkastning är hänförlig till våra exponeringar mot alternativa riskpremier och räntebärande instrument. Positioneringen under månaden reflekterade vår syn att den svenska börsen stigit aningen fort under oktober månad och där vi såg framför oss ett scenario där resten av världen troligtvis skulle överprestera svenska aktier under månaden. Denna vy visade sig vara befogad då OMX underpresterade både amerikanska och europeiska jämförelseindex under november. Derivatens svaga bidrag under månaden beror på att vi positionerade oss för att priset på optionalitet skulle vara oförändrat eller endast svagt ned under månaden, men volatiliteten fortsatte att sjunka som en sten vilket fick värdet på våra köpta optioner att minska.

**Marknadskommentar**

Den svaga makroekonomiska utvecklingen avstannade under november där framför allt inköpschefsindex kom in starkare än förväntat. De indikerade en möjlig vändning i den globala tillverkningssektorn vilket gav stöd till de globala aktiemarknaderna. I linje med vårt huvudscenario från förra månaden så underpresterade den svenska börsen sina motsvarigheter i Europa och USA. OMXS30 rörde sig sidledes under månaden medan SP500 och Eurostoxx50 tog rygg på den rörelse som OMX såg under oktober. Utan nyheter från bolagsledningarna och med en potentiell vändning i ledande indikatorer så ser vi fortsatta möjligheter för en stark avslutning på året.

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 tappar fart. Det skulle i sin tur med stor sannolikhet sänka konjunkturen på riktigt, vilket vore mycket dåligt 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.

Över årsskiftet och in under första halvan av nästa år så ser vi fortsatt ett binärt utfallsrum där nuvarande indexnivåer kräver en bred återhämtning i ekonomin, förmodligen drivet av en lösning i handelskonflikten, för att det ska finnas chans för en fortsatt stark börsutveckling. 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.

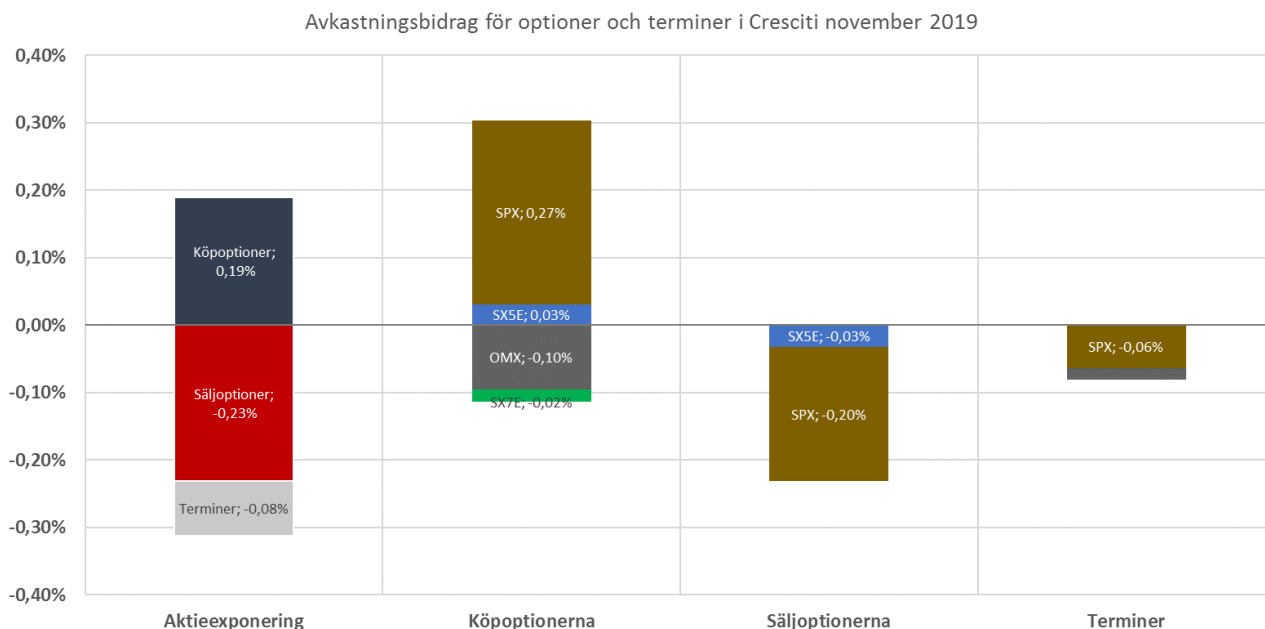
Efter den kraftiga rekylen i början av november fortsatte globala långräntor att falla av på bred front under resten av månaden. Långräntorna i USA har under hela hösten handlat i ett spann på 20-30 baspunkter och är just nu i mitten av detta spann, det saknas en tydlig trend åt något håll för tillfället. 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 1,77 % i skrivande stund.

**Månadens utveckling i detalj**

Våra aktiederivat bidrog under månaden med -0,12 %. Vi hade under månaden en låg nettoexponering mot aktierisk med en taktisk övervikt mot USA jämfört med Sverige och Europa. Den fortsatt fallande volatiliteten påverkade vårt resultat negativt eftersom vi under månaden främst varit exponerade via köpta köpoptioner. Det fallande priset på optionalitet är den främsta orsaken till den svaga nettoutvecklingen. Vi gör fortsatt bedömningen att det är bättre att vara exponerad mot börsen genom köpta optioner än genom sålda optioner med volatilitet på

historiskt låga nivåer. Genom vår nuvarande positionering har vi en mycket begränsad nedsida och en bra följsamhet mot en fortsatt stark börs till kostnad av ett negativt tidsvärde. Vi ser det som nödvändigt att hålla en sådan positionering in mot årsskiftet. En del i vår långsiktiga strategi är att löpande växla mellan att vara premiebetalande eller premie-erhållande allteftersom priset på risk och optionalitet förändras. Under november bidrog köpoptioner med 0,19 %, säljoptioner med -0,23 % och terminer med -0,08 %, som syns nedan i **Figur 1**.

**Figur 1**



Utöver derivat så är fonden även exponerad mot räntor och valutarörelser. Under november har vi inte haft någon nettoexponering mot någon valutarörelse utan haft hela vår exponering i både euro och dollar fullt skyddade via valutaterminer. Fondens exponering mot räntepapper bidrog under månaden med 0,2 % och de alternativa avkastningsströmmarna återhämtade sig efter förra månadens svaga utveckling och bidrog under månaden med 0,2 %.

Aktiederivaten avkastade under månaden strax under förväntansbilden mot bakgrund av den fallande volatiliteten. Tar man hänsyn till rörelsen i exempelvis VIX index så var avkastningen enligt förväntan. Vår exponering är i dagsläget inte lika känslig mot en fallande volatilitet eftersom optionernas känslighet minskar över tid. Vi var positionerade för en volatilitet som vi förväntade oss skulle ligga kvar på sina låga nivåer eller sjunka mycket lite. Minskningen i implicit volatilitet blev dock större än vi trodde vilket bidrog negativt till månadsresultatet.

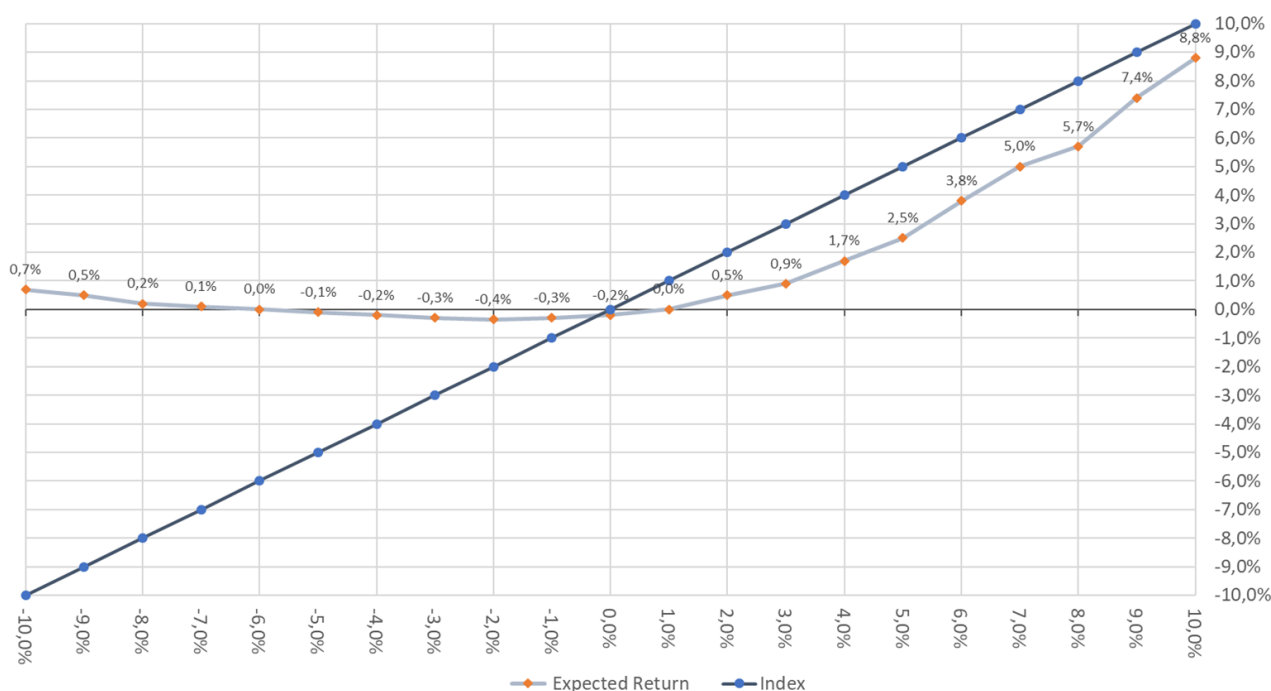
### Förväntansbild & Positionering

När den relativa utvecklingen mellan världens större aktiemarknader nu jämnats ut under månaden så ser vi goda möjligheter till en stark avslutning på året. Marknaden ser fram emot en säsongmässigt stark period stödd av att de globala penningpolitiska stimulanserna ser ut att ge stöd till ledande indikatorer och en potentiell första fas i ett handelsavtal mellan USA och Kina. Ekonomiska data fortsätter att stabiliseras (främst i Europa) och med den lyfter även förväntningarna på framtida tillväxt. Samtidigt fortsätter inflationsförväntningarna att vara låga vilket ger centralbankerna, under ledning av Christine Lagarde, stora frihetsgrader att fortsätta stimulera genom penningpolitiska åtgärder.

Vi närmar oss nu årsskiftet i en marknad som karaktäriseras av historiskt låg volatilitet och historiskt höga värderingar som vilar på en förväntan (förhoppning) om en återuppstånd ekonomisk tillväxt. Vi kommer att använda de möjligheter som uppstår för att positionera oss för en gynnsam avslutning på året och vår huvudtes är

fortsatt att argumenten för att äga aktier är svaga men inte borta från spelplanen. Den möjliga bottenformationen i ledande indikatorer och en fortsatt islossning i handelskriget där framför allt Donald Trump, som närmar sig sitt andra presidentval där vi utgår ifrån att han siktar på att bli omvald, vill få till en bra lösning så snabbt som möjligt. Vi får dock inte glömma att dilemmat som vi presenterade för en månad sedan och som vi diskuterat under nästan hela året, dvs. att vi närmar oss en skiljeväg där vi ser framför oss att antingen så bottenar de mjuka indikatorerna ur i närtid, eller så kommer världsekonomin att följa de ledande indikatorerna och gå in i en bred recession. Kombinationen av historiskt låg volatilitet och att vi snabbt närmar oss denna skiljeväg gör dock att vi känner oss mycket bekväma i vår strategi och vår förvaltningsmodell där vår användning av derivat lämnar oss mycket flexibilitet och ger oss ett gott handlingsutrymme att navigera genom situationer som dessa. Nedan presenteras en ögonblicksbild av vår förväntade känslighet mot kommande börsrörelser. Den reflekterar vår tydliga övervikt mot en stark avslutning på året och inledning på nästkommande år men också en tydlig riskmedvetenhet om att den rekordlånga expansionen prövas på ett sätt som vi inte sett på många år.

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 för en lösning. Mot bakgrund av vår nylunda 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%	-0,21%	-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%	-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%		1,90%

Jonas, Simon och Gustav  
Stockholm den 6 december 2019