

Geopolitisk Gubbröra. Britterna duckar en hård Brexit, All Time High på svenska börsen.

Under oktober månad uppgick avkastningen i Crescit till -0,15 % vilket innebär +1,68% hittills under året. Månadens avkastning är främst hänförlig till positiva bidrag från våra aktiederivat och negativa bidrag från våra innehav i alternativa riskpremier. Innehaven i räntebärande instrument gav ett litet positivt bidrag. Avkastningsbidraget från derivaten var +0,4 % bättre än förväntansbilden vid utgången av september (se förväntad känslighet i septemberbrevet). Vi höll under månaden kvar vår vy att världsekonomin är på väg in i en klart svagare period som kräver ytterligare åtgärder från både centralbanker och politiker för att inte falla ner i en global recession. Den makrodata som kom under månaden bekräftade och stärkte vår övertygelse kring detta medan de förhållandevis starka bolagsrapporterna gav en något mer positiv bild av det ekonomiska läget och eldade på framförallt den svenska börsen.

Marknadskommentar

Oktober månad bjöd på fortsatt svag makrostatistik med nedrevideringar av tillväxtprognoser och mycket svaga tillverkningssektorer världen över. Dock har avmattningstakten minskat, vilket i kombination med bättre bolagsresultat än väntat (i stor utsträckning hänförligt till vår svaga valuta), fick den svenska börsen, mätt som OMXS30, att stiga med goda 5,2 % under månaden. Den starka utvecklingen är ett gott tecken även om det saknas bekräftelse från de andra stora världsindexen såsom Eurostoxx50 (1,0 %) och S&P500 (2,0 %) under månaden. Vårt huvudscenario är att OMXS30 som ofta förut kommer att leda övriga världsindex och att vi därmed kommer att få se övriga index jaga ikapp under hösten. Den svaga realekonomiska utvecklingen ser inte ut att smitta bolagsrapporterna i någon större omfattning (ännu!) och med fortsatt låga räntor ser vi en uppsida i risksentimentet från investerarkåren som börjar blicka allt mer mot 2020. Värderingarna är inte så ansträngda ännu givet den förväntade återhämtningen i underliggande fundamenta, vilket gör aktier attraktiva i en räntefri värld.

Vid första anblick kan det se ut som att den svenska börsen stigit oroväckande fort, men då ska man komma ihåg att det var först mot slutet av oktober månad som OMXS30 noterade ett nytt All Time High för första gången sedan våren 2015. Under det halva decenniet som hunnit gå har den svenska ekonomin utvecklats väl och den svenska kronan försvagats kraftigt vilket ytterligare gynnar vår export. Bolagen har dessutom kunnat låna upp kapital för att investera i nya tillgångar på rekordlåga räntor i aldrig tidigare skådad omfattning. Givet den bakgrunden så är det om något lite förvånande att vi inte fått någon avkastning utöver utdelningarna på så många år.

Under oktober fortsatte ledande ekonomiska indikatorer att visa svaghet och den ännu stabila tjänstesektorn ser ut att smittas till viss del av den svaga tillverkningssektorn i världens stora ekonomier. Den relativa skillnad i styrka som uppstått under året har således i viss utsträckning jämnats ut och det stora frågetecknet är därmed huruvida återhämtningen i den globala tillverkningsindustrin håller i sig. Vinstestimatet fortsatte att sjunka under månaden och när det tredje kvartalets rapporter avklarats så ser Q3 och Q4 ut att bjuda på det tredje och fjärde kvartalet respektive av negativ vinsttillväxt för det amerikanska S&P500 indexet. Den senaste gången som vi såg fallande vinster under 2 kvartal eller fler var under 2015/2016 och det ger så klart en oroande bild för framtiden. En fortsatt stark börsmarknad hänger därmed i våra ögon på att en lösning på handelshindren världen över lyckas vända trenden av inbromsande fundamenta och blåser nytt liv i den globala tillväxten.

De fallande vinster vi sett under året har tillsammans med starka börsrörelser lyft priserna på aktier till ansträngda nivåer vilket gör fortsatt börsuppgång osannolik utan en återhämtning i den globala konjunkturen och med den även företagets vinster. I vårt förra månadsbrev skrev vi att det sannolikt krävs en lösning av handelskonflikten eller en förbättring av riskaptiten för att lyfta index till nya högstanivåer. Med facit i hand förefaller båda ha varit bidragande orsaker till månadens utveckling på världens börser. Vi kan nästan dagligen läsa om nya ”framsteg” i förhandlingarna mellan USA och Kina och den ökade riskviljan hos investerare avspeglas i de relativa rörelserna

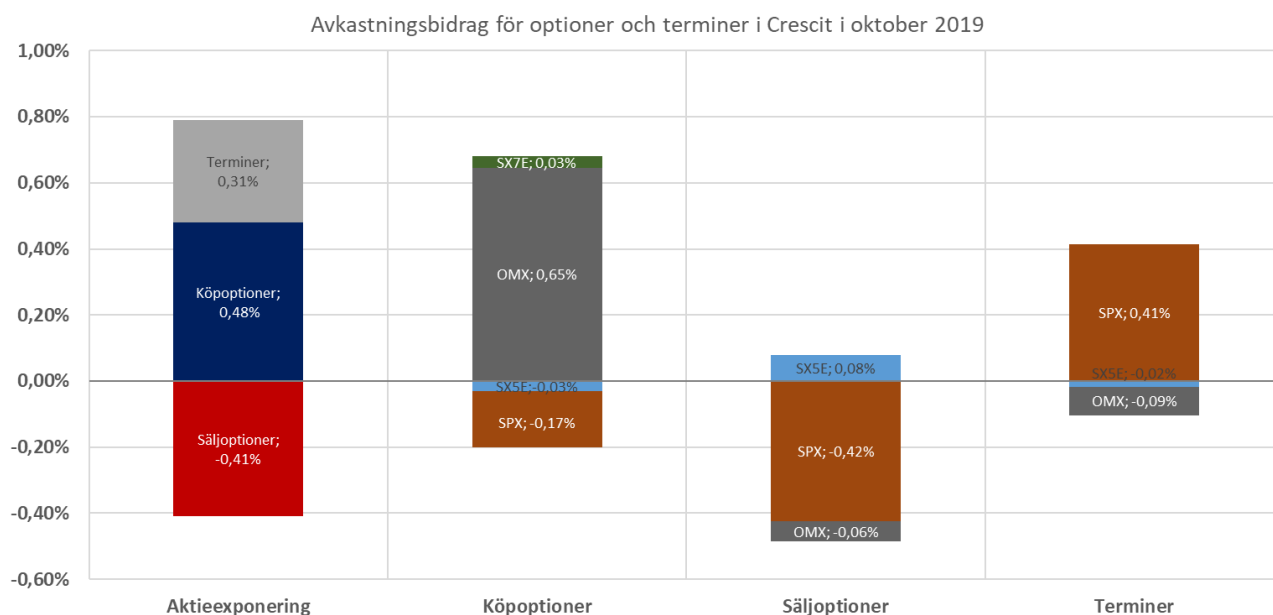
bland sektorerna där cykliska verkstadsbolag gått mycket starkt (7,2%) under månaden på bekostnad av de tidigare så starka fastighetsaktierna (-3,6%) och andra defensiva sektorer.

Efter den kraftiga rekylen i början av september fortsatte globala långräntor att falla på bred front och en allt större del av den utestående obligationsstocken handlades till negativ yield under inledningen av oktober. Sedan vände särskilt långräntorna om och har under oktober stigit rejält. Obligationsstocken som handlas med negativ yield minskade också kraftigt under oktober. Under månaden har den tyska 10-årsräntan stigit från -0,6% till -0,3% (som värst var den under -0,7%) och den Svenska 10-årsräntan har stigit från ca -0,3% till snäppet över noll. I USA har 10-årsräntan stigit från 1,55 % i början av månaden till 1,85 % i skrivande stund.

Månadens utveckling i detalj

Våra aktiederivat bidrog under månaden med +0,38 % och de positiva bidragen kom främst från en övervikt i allokering mot svenska aktier. Under månaden hade vi en låg exponering mot aktierisk mot bakgrund av vår defensiva syn på läget i världsekonomin. Det positiva nettobidraget kommer från den mycket starka rörelsen på OMX som lyfte börsen upp till, och sedan förbi, strike-priserna på våra köpta köpoptioner. Det negativa bidraget kom i sin tur primärt från de ordentligt sjunkande volatilitetsnivåerna världen över. Samtliga av våra köpta optioner påverkades negativt av det fallande priset på optionalitet, dock steg de köpta optionerna som helhet p g a stigande börser. Som ett grovt mått på detta föll amerikanska VIX index från 16.24 till 13.22 under månaden, vilket är att betrakta som låga nivåer. Således drevs resultatet i vår aktiva risk till stor del av ett fallande pris på optioner men där de underliggande aktieindexen rörde sig enligt vad vi förväntade oss. Vi hade under månaden en övervikt mot den starka svenska börsen och en undervikt mot den betydligt svagare europeiska börsmarknaden. Vi gör fortsatt bedömningen att det just nu är bättre att var allokerad mot aktierisk genom köpta optioner snarare än sålda optioner, vilket ger en gynnsam skevhet mellan uppgång och nedgång på marknaden till priset av ett negativt tidsvärde. Enligt vår övergripande strategi växlar vi över tid mellan att var premie-betalande eller premie-erhållande i takt med att priset på optionalitet ändras. Under oktober månad bidrog köpoptioner med +0,48 % till NAV, säljoptionerna hade ett negativt bidrag på -0,41 % och den övergripande riskjusteringen med hjälp av terminer bidrog med +0,31 % vilket framgår i **Figur 1** nedan.

Figur 1



Utöver derivat så är fonden även exponerad mot räntor och valutarörelser. Under oktober har vi haft exponering för en starkare dollar mätt mot kronan vilket har bidragit med -0,1 %. I Europa är vi exponerade mot räntekurvan

genom innehav i obligationer som under månaden bidrog positivt med 0,1 % främst hänförligt till bolagsspecifika händelser. Våra exponeringar mot alternativa avkastningsströmmar bidrog under månaden med -0,3 %.

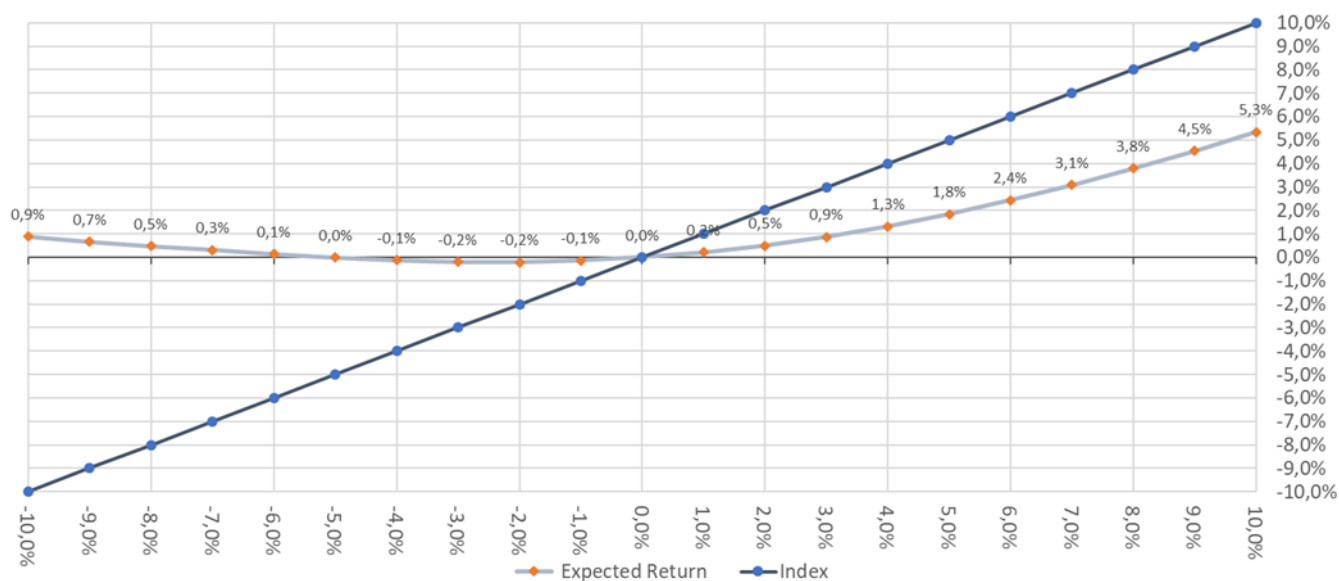
Aktiederivatet avkastade under månaden i linje med både vår förväntansbild och vårt långsiktiga avkastningsmål. De svaga bidragen från våra alternativa avkastningsdrivare var under våra förväntningar men en negativ kortsiktig korrelation med vår aktiva risk är att föredra på sikt då det håller nere risken i fonden genom diversifiering.

Förväntansbild & Positionering

Efter en mycket stark inledning på den ofta konstruktiva hösten så ser vi goda möjligheter för ett starkt avslut på året. En hård brexit ser ut att undvikas och ledande data för eurozonen ser ut att kunna vända upp och med den även förhoppningarna för en förbättrad tillväxttakt och inflation. Förväntningarna på fortsatta penningpolitiska stimulanser är höga och det är inte omöjligt att Christine Lagarde kommer att använda sin nya plattform som chef för Europeiska Centralbanken till att försöka påverka politiker runt om på kontinenten till att ta över taktplanen från penningpolitiken. Skulle världens övriga börsmarknader följa den ofta ledande svenska börsen så kan vi mycket väl se ytterligare 5 - 10 % innan året är slut, även om vi tror att OMXS30 då skulle avsluta året något svagare efter en stark oktobermånad.

Under månaden har priset på optioner, mätt som volatilitet, fallit kraftigt på de globala aktiemarknaderna. Det har i viss mån missgynnat vår positionering under månaden då våra ägda optioner tappat i värde. Fördelen med de fallande priserna är att vi nu har en god möjlighet att både justera och öka vår exponering genom derivat. Det avvaktande läget på världsmarknaderna efter den senaste impulsen gör att vi ser goda möjligheter att positionera oss gynnsamt inför årsskiftet. Vår huvudtes är en fortsatt stark börs, drivet av återhämtning i tillväxtförväntningarna och en fortsatt islossning i geopolitiken (främst kring handelsavtal och Brexit), men med en markant ökad nedsida drivet av att vi närmar oss en skiljeväg för den förväntade återhämtningen och dessutom befinner oss på betydligt högre nivåer på börsen än vi gjorde tidigare i år. Nedan presenteras en ögonblicksbild av vår förväntade känslighet mot börsen. Den reflekterar vår tydliga övervikt i köpta optioner kontra sålda optioner, ett resultat av den nu markant lägre volatiliteten, och vår huvudtes att året avslutas i dur.

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. Trots att vi sett relativt starka bolagsvinster samt gryende återhämtning i några ledande makroindikatorer så ser vi uppsidan på börsen som begränsad utan större omställningar i den geopolitiska situationen. För tillfället har vi en ganska låg nettopositionering och fortsätter att leta efter möjligheter. Vi har

under året renodlat vår portfölj och den har idag ett tydligare fokus på aktierelaterad risk (både riktningberoende och uttryckt genom volatilitet eller relativ styrka mellan index). Det ger oss bättre förutsättningar för att snabbt reagera på den föränderliga marknaden som vi befinner oss i just nu, i vad vi ser som en kraftansamling för nästa stora rörelse. Med brasklappen att vi kan vara på väg att börja röra oss ordentligt om de samlade aktiemarknaderna bekräftar rörelsen i OMX och hänger på börsrallyt.

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%			1,68%

Jonas, Gustav och Simon

Stockholm den 7 november 2019