

Oro för pandemi, Konjunkturtopp och All Time Highs på börserna.

Under januari uppgick avkastningen i Crescit till +0,49 % vilket innebär att 2020 startade starkt för fonden. Avkastningen kommer nästan uteslutande från våra aktiederivat. Inför årsskiftet var fonden positionerad för en fortsättning på den starka uppgång vi sett under hösten. Ända fram till målnöret såg januari ut att bli en stark månad för världens börser men avslutningen blev svag efter att oron för en influensa-pandemi gett avtryck på riskviljan hos investerare som kommit in i året med mycket hög exponering för fortsatt stigande börs. Det kinesiska Coronaviruset stal rampljuset under januari från ett flertal tidigare ansedda som viktiga händelser såsom; Storbritanniens utträde ur EU (31a januari reste sig EU-parlamentarikerna och lämnade salen viftandes med brittiska flaggor), riksprocessen mot president Donald Trump (i skrivande stund frias Trump från anklagelserna), den geopolitiska upptrappningen i Iran, och den möjliga återhämtningen i världskonjunkturen tack vare, och i samband med, det färdigställda fas-1 avtalet mellan USA och Kina (och i viss utsträckning det uppdaterade nordamerikanska handelsavtalet USMCA).

Marknadskommentar

Under januari fortsatte ledande indikatorer att uppvisa det ”metkroks”-beteende som varit det genomgående temat för vinterns starka börsavkastning. Inköpschefsindex höll sig ungefär i linje med december månad för de flesta större ekonomierna. Tecknandet av ett första handelsavtal mellan USA och Kina gav stöd till marknaderna och en ytterligare eskalering är inte längre förväntad när det amerikanska presidentvalet nu närmar sig och Kina har en potentiell pandemi att hantera. Fortsatt stimulans från centralbanker och fallande långräntor (ett resultat av den fallande optimismen i samband med Coronavirusets framfart) gör aktier till en fortsatt attraktiv tillgång för de stora institutionerna som måste ha sina tillgångar investerade någonstans. Bland de svenska storbolagen i OMXS30 slets investerarna mellan starka rapporter, mediokra utsikter, och ett fallande risksentiment som under månaden temporärt tog indexet till nya högstanivåer kring 1830 indexpunkter för att sedan tappa och avsluta månaden med en modest uppgång på 0,70 %. Det amerikanska storbolagsindexet stängde månaden på -0,2 % medan Eurostoxx50 fortsatte att pressas av fallande tillväxtprognoser och svaga inflationsförväntningar i eurozonen och övriga europa. Indexet föll -2,8 % under januari.

De redan svaga ekonomiska utsikterna för den globala ekonomin 2020 fick sig ytterligare en smäll under januari när Coronaviruset tvingat stora delar av Kina till karantän. Den kinesiska ekonomin står på flera håll så gott som stilla och ett flertal flygbolag har slutat flyga mellan Kina och övriga länder vilket tillsammans med den stagnerade kinesiska ekonomin satt stor press på oljepriset. Oljan, mätt som Brent Crude, föll ungefär -15 % under månaden och det fallande oljepriset tillsammans med stora fall i exempelvis koppar (-10%) sätter stor press på den förväntade reflationen som investerarkåren ser för 2020. Det stigande inflationstrycket riskerar att avta och även den realekonomiska återhämtningen ligger i farozonen. På rådande värderingar är mycket inprisat och utan en ordentlig återhämtning av tillväxten ser vi en begränsad uppsida för börserna just nu. Vi ser fortsatt en nedsidesrisk för värderingarna under året om lönetrycket pressar marginalerna och den exogena Coronachocken pressar försäljningen för de globala och sammanflätade försörjningskedjorna. Kombinationen av lägre marginaler, lägre försäljning och svagare balansräkningar (som ej tillåter omfattande återköpsprogram) har potential att sätta ordentlig press på värderingarna om det vill sig illa.

Det som talar för en fortsatt stark börsutveckling är dock att penningpolitiken fortsätter att vara stimulerande och det finns fortsatt potential för en omfattande, global, finanspolitisk våg av stimulanser som förhoppningsvis kan väcka den slumrande konjunkturen. Kina kommer med all säkerhet att försöka åtgärda de negativa effekterna från Coronaviruset genom fortsatta stimulanser och i Europa lobbas det från flera håll för en mer expansiv finanspolitik. Det handlar både om de avtagande margineffekterna från en ultralätt penningpolitik och behovet av en bred omställning till klimatvänligare leverne i de utvecklade delarna av världen. I en värld där pengar är gratis och populismen växer så ser vi stor möjlighet för fortsatta stimulanser och stigande tillgångspriser.

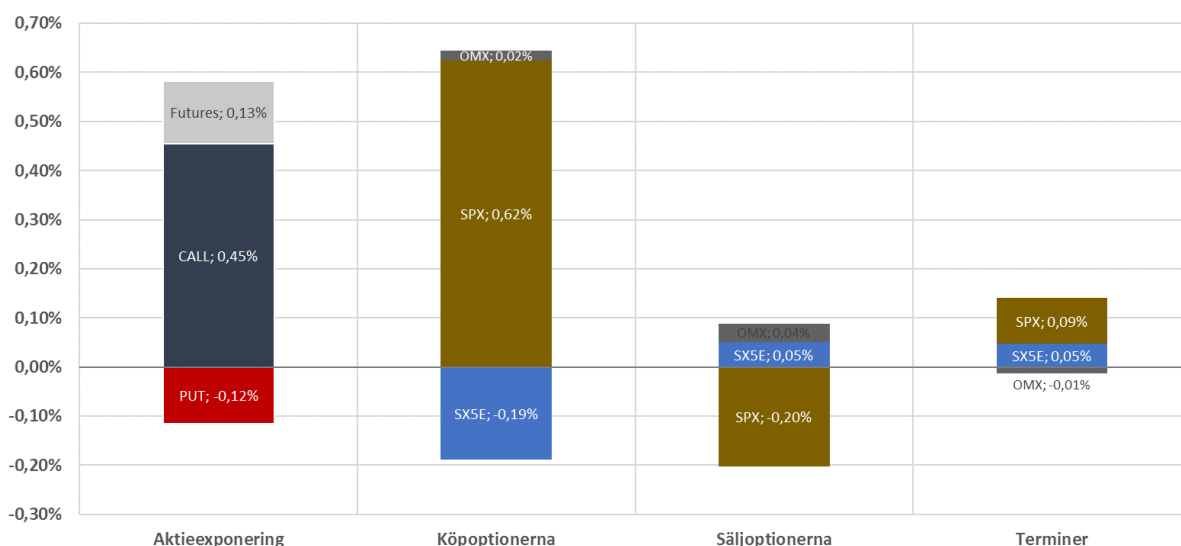
De globala långräntorna fortsatte att falla av på bred front under månaden. Långräntorna i USA inledde årtiondet på 1,90 % men föll successivt under månaden för att stänga månaden på ca 1,50 % på 10 åringen. Under månaden har den tyska 10-årsräntan fallit från -0,19% till -0,41% (som lägst handlade den under -0,7% i september).

Månadens utveckling i detalj

Våra aktiederivat bidrog under månaden med +0,46 %. Vi inledde månaden med en ganska hög nettoexponering som vi sedan successivt minskade i takt med att marknaderna blev allt slagigare. Huvuddelen av vår positiva avkastning kom från S&P500 där våra köpta köpoptioner bidrog med +0,62 %. För januari som helhet bidrog köpoptioner med +0,45 % och säljoptioner med -0,11 %. Bidraget från indexterminer uppgick till +0,13 %.

Figur 1 nedan visar fördelningen mellan index och typ av option för bidragen under januari. Anledningen till de låga bidragen från säljoptioner är att vi även under januari fortsatte att nyttja den låga volatiliteten för att exponera oss för en fortsatt börsuppgång.

Figur 1



Utöver derivat så är fonden även exponerad mot räntor och valutarörelser. Under januari har vi inte haft någon nettoexponering mot någon valuta utan haft hela vår exponering i både euro och dollar fullt skyddade med valutaterminer. Fondens exponering mot räntepapper bidrog under månaden med +0,11 %. 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

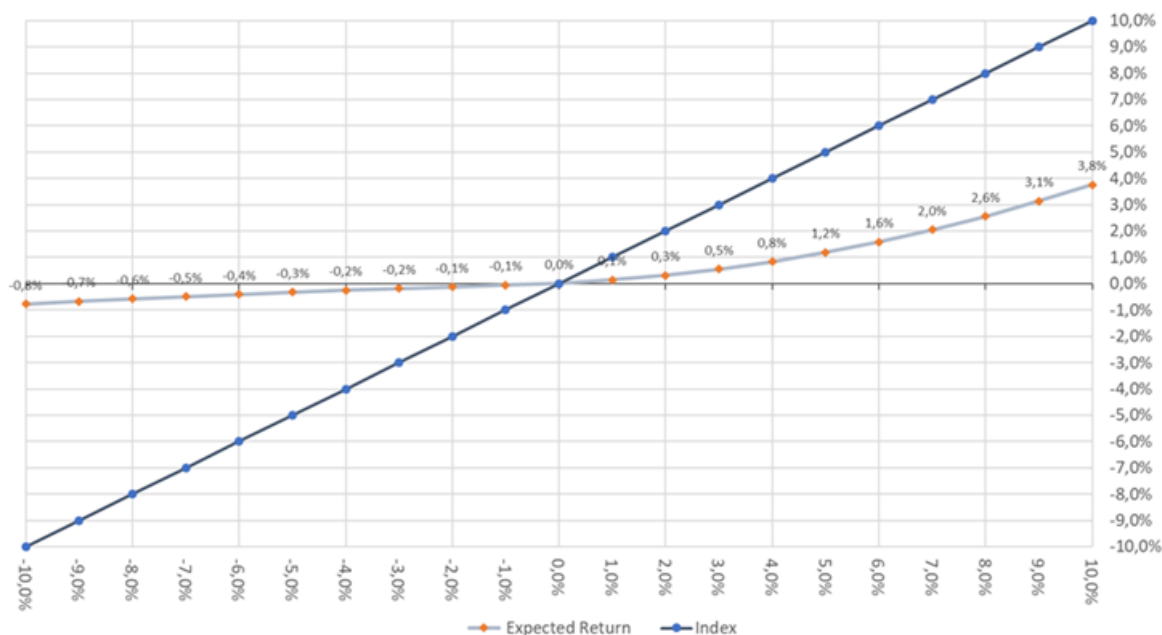
I skrivande stund har Crescit en mycket låg exponering mot riskfyllda tillgångar. Vi är fortsatt avvaktande och inväntar lugnande besked kring Corona-viruset och fokuserar under tiden på att skapa avkastning genom att utnyttja relativa felprissättningar i marknaderna. Vi har således en mycket låg följsamhet mot börserna som helhet. Vi är i grunden konstruktiva men anser att dagens värderingar kräver felfri en felfri konjunkturåterhämtning. I enlighet med vår strategi så väljer vi därför att fokusera på att tjäna pengar på annan risk än ”delta” eller marknadsbeta. Vi är dock taktiskt överviktade mot USA kontra Europa på kort sikt för att hålla majoriteten av vår exponering mot de relativt stabila storbolagen i S&P500 kontra de mer volatila aktierna i Europa och Sverige. Tids nog utgår vi ifrån att frossan från den nuvarande oron lägger sig och då är vi återigen i den bekanta miljön där

aktier saknar konkurrenskraftiga placeringsalternativ. Ökade stimulanser från finanspolitiken och bibehållen stimulans från penningpolitiken ger ett gynnsamt klimat för aktier och vi förväntar oss att även 2020 blir ett bra börsår.

Året kommer sannolikt att präglas av stigande förhoppningar kring fiskala åtgärder från politiker som närmar sig omval eller som tvingas möta en stigande populism i kölvattnet av den lätta penningpolitiken och de stigande samhällsklyftorna. Med en fortsatt återhämtning i ledande ekonomiska indikatorer och fortsatt starka bolagsvinster finns det anledning att tro att världsindex fortsätter sin resa norrut. Vi är dock fortsatt avhållsamma från att sälja de traditionella svansriskerna som vi tidigare haft som en viktig del av vår grundstrategi. Anledningen är fortsatt att vi ser en ökad risk för en global recession under de kommande åren och höga värderingar på börserna som ställer höga krav på leverans från bolag som pressas av politiker, som i sin tur pressas av sina väljare, att sluta premiera sista raden till förmån för ett mer långsiktigt tänk och fokus på hållbarhet.

Nedan, i **Figur 2**, presenteras en ögonblicksbild av vår förväntade känslighet mot kommande börsrörelser. Positioneringen reflekterar vår tro på en fortsatt skakig marknad som hämtar sats inför nästa stora rörelse, förmodat uppåt.

Figur 2 – Förväntad känslighet mot globala aktieindex



Vi är fortsatt konstruktiva till att äga aktier och vårt huvudscenario är att marknaderna fortsätter att trumma på uppåt under våren. När den globala tillväxten nu ser ut att sluta bromsas av handelskonflikten och sannolikheten för ökade stimulanser ser konjunkturcykeln ut att kunna hålla i sig. I enlighet med vår huvudtes så letar vi därmed efter möjligheter att positionera oss för fortsatt starka tillgångspriser.

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%	0,35%	2,26%
2020	0,49%												0,49%

Jonas, Simon och Gustav

Stockholm den 7 februari 2020