

Svenska kronan fortsätter att försvagas. 10-årsräntan i USA över 3%. Nordkorea visar förhandlingsvilja.

Börsfallen vi sett under februari och mars avtog och under april steg världens börser igen. De positiva börsrörelserna hände trots att marknadsräntorna samtidigt steg stadigt under månaden. Avkastningen i Crescit var robust och uppgick till +2,15 % under april månad, vilket innebär +0,32 % under 2018. Utav våra tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog derivaten och räntan med positiv avkastning under månaden. När valutaskyddet räknas in steg ränta dock endast marginellt. Trendmodellerna hade ett negativt portföljbidrag under månaden. På räntesidan var det än en gång våra innehav i högavkastande obligationer som fortsatte att utvecklas starkast. Derivaten hade som helhet ett positivt bidrag eftersom samtliga aktiemarknader där vi har exponering steg under månaden. Trendmodellerna tjänade pengar på våra CTA-exponeringar, men även våra positioner som tjänar pengar på riskpremier hade ett positivt portföljbidrag.

Efter aktiemarknadernas kraftiga volatilitetsuppställ som kom plötsligt i februari (och mojade inom några veckor) har volatiliteten stannat kvar på en lite högre nivå än snittet för de senaste åren. Detta är en välkommen utveckling för oss. Allt annat lika ger detta högre premier på många av de optioner vi säljer. Vi ser dock att volatiliteten faller ganska snabbt under inledningen av maj. April kom på det geopolitiska området att domineras av händelseutvecklingen i Nordkorea. Att vi bevittnar en islossning i det rasande tempo som nu målas upp är förvånande med tanke på hur tonläget var för mindre än 6 månader sedan (då talades det om ett andra Koreakrig). När nu både USA och Nordkorea skickar tydliga signaler på att de vill hitta en lösning är det en stor sak. Nordkorea meddelade även att man under maj kommer att stänga de baser som använts till kärnvapentester. Dessutom bjuds omvärlden in för att på plats bevittna händelsen. Ingen förutsåg denna snabba svängning i vintras, men USA:s hårda sanktioner och den förbättrade relationen till Sydkorea verkar vara en del av förklaringen. Intressant att fundera kring är vilken roll Kina kommer spela i Koreahalvöns framtid. Även Indien och Kina planerar informella toppmöten och det verkar som att dessa båda supermakter nu också är inne på en betydligt mer samarbetsvillig linje än tidigare. "Framåt ser vi snabba framsteg mot en ljus framtid för samarbetet mellan Indien och Kina" sa Kinas president Xi denna vecka.

Vi har flera gånger tidigare påpekat att världen visar upp en i det närmaste perfekt synkroniserad tillväxt där alla viktiga ekonomier växer samtidigt just nu. Till detta skall adderas starka förväntningar på bolagsresultaten under kommande år och extremt förutsägbara centralbanker som månader innan ett beslut rörande normalisering av penningpolitiken "förankrar" detta i marknaden. Mot bakgrund av detta talade mycket för att den i februari uppkomna marknadsoron snabbt skulle bedarra. Historien visar att det är först när FED når sin räntetopp (troligen tidigast i slutet av 2019) eller när de skall börja sänka räntorna som volatiliteten stiger mer permanent. Fortsätter FED att höja minst 2 gånger till bara i år så skall man nog inte förvänta sig någon ihållande volatilitet. Geopolitiska risker såsom handelshinder, har under de senaste åren visat sig ha små effekter på den ekonomiska tillväxten och bolagsresultaten och därmed finansmarknaderna.

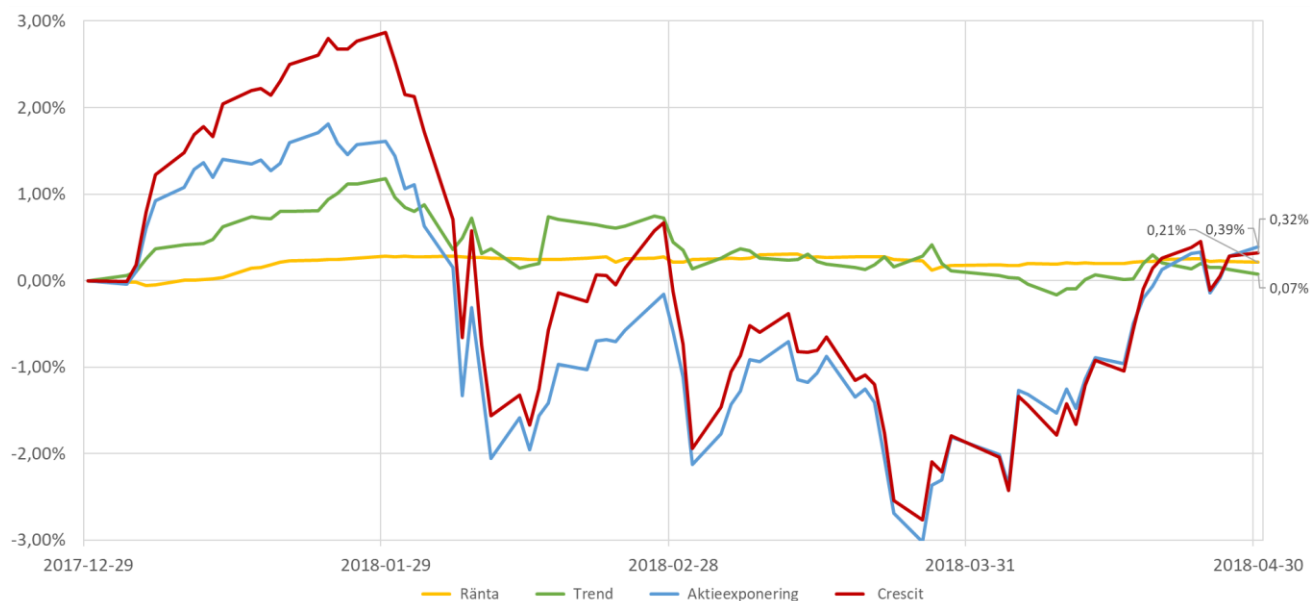
När det gäller centralbankerna och deras agerande under månaden blev det såsom vi på förhand hade förväntat oss. Framåtriktat kommer det att fortsätta på den inslagna vägen med en stramare penningpolitik. De allra flesta marknadsaktörer har sedan en tid tillbaka positionerat sig för stigande räntor. Långräntorna i Tyskland rörde sig uppåt från 0,50 % till 0,65 % under månaden, men sista veckan gick luften ur och de är nu tillbaka på samma nivå som i mitten av januari, dvs. 0,50 %. I USA gick 10 årsräntan upp och passerade 3 % nivån för första gången på 4 år. 10 årsräntan i USA har därmed stigit med omkring 60 punkter sedan årsskiftet.

På hemmaplan i Sverige var 10 årsräntan oförändrad mellan sista april och sista mars (men en rörelse på 10 bp upp och ner), vilket innebär att den fortfarande är under nivån som rådde vid årsskiftet. Kronan rörde sig i spannet 8,34 – 8,75 mot USD under månaden och stängde på nivån på 8,68. Det är hela 34 öre högre (+4,1

%) än vid utgången av mars. Tittar vi på den svenska kronan gentemot euron så stärktes kronan med 47 öre från 10,28 till 10,56 kronor per Euro. För att hitta lika svaga nivåer mot euron får vi blicka tillbaka ända till sommaren 2009 då kronan försvagades kraftigt under brinnande finanskris. Det är alltså krisnivåer vi ser just nu för kronan. Med tanke på svensk tillväxt på över 2,5% i år, stora överskott i statsfinanserna och fallande arbetslöshet blir man lite fundersam över hur kronan handlas. Kronan är med väldigt stor sannolikhet undervärderad mot euron i detta nu.

Under april bröts börsernas nedåtgående trend som vi haft de två föregående månaderna i både Sverige och Europa. Börserna inledde månaden i sidled eller svagt upp men rörelserna blev under de sista två handelsveckorna allt mer positiva på samtliga börser. När vi summerar de senaste månaderna kan vi dock konstatera att perioden är en påminnelse om att de villkor som präglade oss det senaste året, kraftigt stigande tillgångspriser (även de mer riskfyllda) inte kan vara för evigt. Det europeiska Eurostoxx-indexet steg med +5,21 % under månaden. Börsen i USA steg under månaden med +0,27 % i lokal valuta, vilket innebär att den tappat -0,96 % sedan årsskiftet. Det var även stora rörelser på börsen i Hong Kong som steg med +2,78 %. Stockholmsbörsen gick också bra och steg med +2,30 %. Brentoljan fortsatte under månaden att klättra vidare uppåt och steg därmed kraftigt (+7,83 %) för att stänga på 74,77 USD/fat.

I diagrammet (**figur 1**) ses en nedbrytning av respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

Figur 1


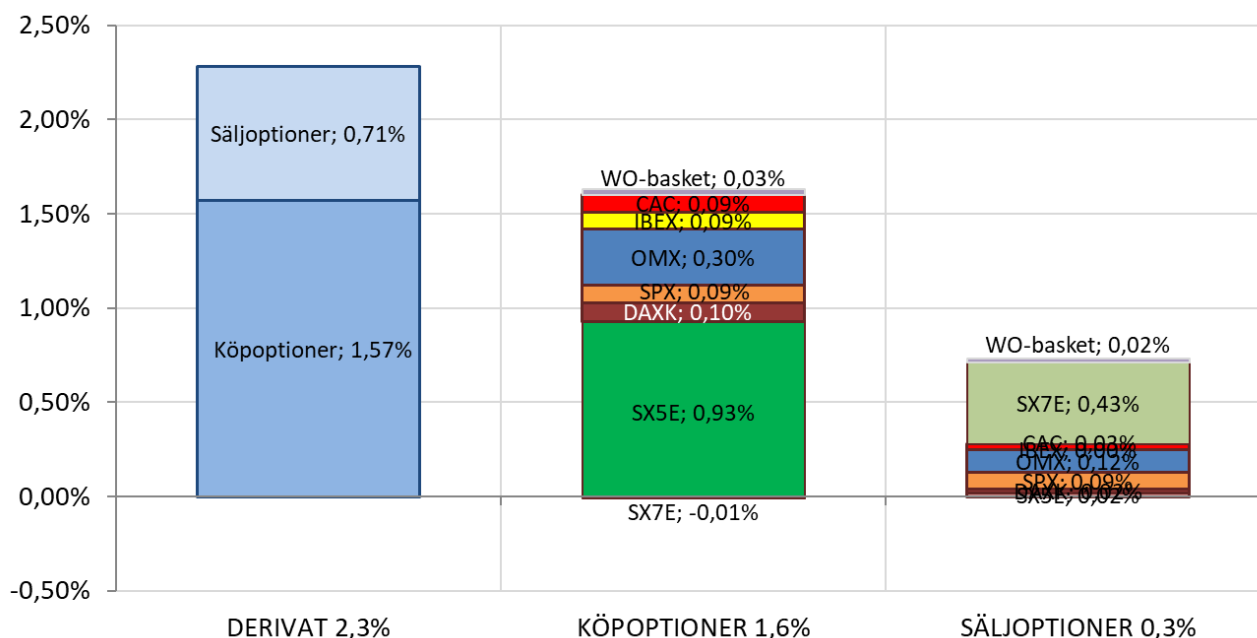
När det gäller våra derivatpositioner hade vi en stark månad eftersom samtliga börser som vi är exponerade emot steg. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivatet blev +2,40 % under april månad. Den positiva siffran härstammar, till skillnad från förra månaden, till största del från vinster bland våra optioner som är exponerade mot EuroStoxx och OMX-indexet. För våra köpta köpoptioner steg värderingarna kraftigt, pga att vi hade många köpoptioner som låg precis under sina ingångsnivåer när månaden startade. Trots att den ekonomiska grundbilden i Europa ser bättre ut än den gjort under de senaste 10 åren har europabörserna inte alls speglat detta under senaste 12 månaderna och Eurostoxx-indexet är t o m ner flera procentenheter. Under april presenterades ett stort antal av bolagsrapporterna för årets första kvartal och aldrig tidigare har så många S&P 500-företag utfärdat positiva vinstprognoser för kommande 12 månader som nu. Teknologisektorn är den som visar de allra mest positiva prognoserna, men även konsumentsektorn och hälsovårdssektorn överträffar bägge sina femårsgenomsnitt. Bolagens prognoser för omsättning ökar också,

men den största orsaken till vinstökningarna är den lägre amerikanska skattesatsen för verksamhetsåret 2018. På den amerikanska aktiemarknaden har ca 75 % av de rapporterade bolagen slagit sina respektive (på förhand av analytiker uppsatta) vinstestimater.

Derivathandeln i Crescit har under månaden fokuserats på den kortare och längre delen av volatilitetskurvan. Vi har under månaden ökat positioneringen för börs upp genom att utnyttja skevheten i prissättningen mellan köp- och säljoptioner som pågått redan under några månader. Vi har också passat på att köpa ren och skär uppsida i några olika index i o m att premierna återigen är väldigt låga i kölvattnet av den låga förväntade volatiliteten. Under de senaste 4 veckorna har vi också köpt tillbaka en hel del barriäroptioner som vi gjort för längre sedan, då deras värde är mycket lågt men risken att tappa större marknadsvärden ligger latent kvar om vi skulle få ett kraftigt börsfall under sommaren. Vi är dock försiktiga att ta ny nedsidesrisk (för de positioner vi stänger) just nu och ligger kvar som gäddan i vassen och behåller krutet torrt utifall att vi skulle få ett handelskrig eller annan oväntad omständighet som skulle börja påverka den näst intill överhettade konjunkturen mer fundamentalt och därmed värderingarna på börserna framgent.

Våra räntepositioner hade ett positivt bidrag på 0,04% under månaden. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,03 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger sammanlagt på 1 år och 4 månader. Räntedurationen ligger på drygt 2 månader.

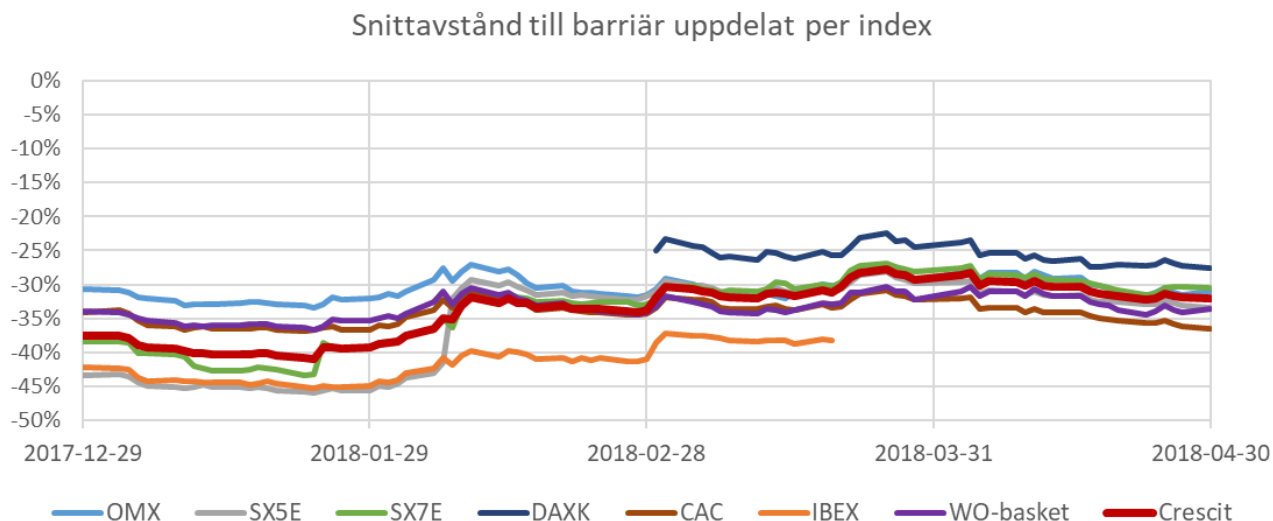
Trendmodellernas aggregerade avkastningsbidrag under månaden var -0,08 %. Orsaken till att tappet inte blev större är även denna gång att vi under slutet av förra året började köpa komplement till våra vanliga traditionella CTA-modeller. Dessa har bidragit på ett mycket tillfredsställande sätt och höjt avkastningen i trendbenet i år. Newedge-indexet för trendföljande fonder var svagt upp +0,15 % under månaden, vilket ger -2,74 % under 2018. Avkastningsbidraget från trendmodeller är nära noll i Crescit hittills under året.

Figur 2


Om vi fokuserar mer på derivaten och tittar på **figur 2** ovan så kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under april var +2,28 %. Bidraget från köptionerna var +1,57 % under månaden medan säljoptionerna bidrog med +0,71 %. För säljoptionerna såg vi en uppvärdering av tidsvärdet som kom tillbaka starkt i takt med att de underliggande börserna ökade i värde. Tittar vi djupare på siffrorna och delar in dem i enskilda index ser vi att det enskilt mest positiva bidraget i april kommer ifrån Eurostoxx. Totalt stod indexet

för +0,95 % i positivt bidrag. Värt att lyfta fram denna månad är att samtliga index bidrog positivt till fondens avkastning.

Avståndet till barriärerna för våra sålda optionspositioner ökade något under månaden till följd av stigande börser. Nivåerna ligger kvar på väldigt betryggande avstånd. Snittbarriären har en löptid på strax under 9 månader och ligger på -32,0 % per den sista april, vilket är någon procentenhet högre än vid årsskiftet. Hur snittbarriärerna har förändrats per index under innevarande år kan studeras i detalj i **figur 3**.

Figur 3


Såsom vi tidigare påpekat pekar många parametrar, efter år av stark ekonomisk tillväxt, på att vi snart närmar oss konjunkturcykelns topp (om historien rimmar även denna gång). Vi är åtminstone inne i den avslutande delen av rekorduppgången. Utan att lägga någon större åsikt vid när börser börjar prisa in att vi passerar konjunkturtoppen så vet vi, baserat på all tidigare historik, att detta markant ökar sannolikheten för en børsättning. Denna sannolikhet har under de senaste 18 månaderna inte alls reflekteras i prissättningen av barrieroptioner, vilket gjort att Crescit haft svårt att finna god avkastning utan att ta mycket högre risker. Den ökade risken för børsfall syntes i form av snabbt stigande optionspremier under februari och mars men under senaste månaden har premierna återigen minskat i rask takt. Premierna för barrieroptioner behöver, inte minst mot det rådande konjunkturläget, öka ytterligare och komma upp högre för att de skall vara värda att inneha i fonden. Crescit har ökat sin känslighet mot stigande börser under april. Vi fortsätter att utnyttja konvexitet för att komma åt uppsidor för den utdragna konjunkturen. I skrivande stund har fonden en stor skevhet mellan uppsida och nedsida på börser. Crescit har en relativt begränsad nedsida vid børsfall medan de köpta köpoptionerna kommer att öka i paritet med börser vid en börsuppgång härifrån och framåt.

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%									0,32%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg

Stockholm den 7 maj 2018