

Volatiliteten kom äntligen tillbaka. Räntorna fortsätter att stiga. Svaga avkastningar i trendmodeller.

Den starka och robusta börsavkastningen som inledde året reverserades helt och hållet under februari när världens aktiemarknader föll med mellan -3 % och -6 %. Det var också stora rörelser under vissa dagar (USA-börsen -4 %). Undantaget var den svenska börsen som bara tappade -0,6 % under månaden. Avkastningen i Crescit uppgick till -2,23 % under februari månad, vilket ger en svagt negativ avkastning på -0,12 % under 2018. Månaden var som helhet blandad där delar av portföljen tappade avkastning medan andra delar ökade i värde. Utav våra tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog ränta med positiv avkastning under månaden. Trendmodellerna och derivat hade sammantaget ett negativt portföljbidrag under månaden. På räntesidan var det än en gång våra innehav i högavkastande obligationer som fortsatte att utvecklas starkast. Derivatet hade som helhet ett negativt bidrag som berodde på att samtliga aktiemarknader som vi är exponerade emot sjönk under månaden. Trendmodellerna tappade stort på våra CTA-exponeringar, men våra positioner som tjänar pengar när volatiliteten stiger hade ett starkt positivt portföljbidrag.

Efter en väldigt lång tid av extremt låg förväntad och faktisk volatilitet på aktiemarknaden hoppade den äntligen uppåt under några turbulenta börsdagar i början av månaden. Måttet för den förväntade framtida volatiliteten (VIX) stängde en av dagarna på den högsta nivån sedan 2015. Intressant att notera är att VIX under handelsdagen var uppe på nivåer kring 50, vilket inte har skett sedan finanskrisen i mars 2009. Det som triggade igång turbulensen på aktiemarknaden och därmed också volatiliteten denna gång var av allt att döma en oro för att inflationen ska överraska på uppsidan framöver. Hur inflationen blev en så tydlig trigger går att finna i orsakerna till varför volatiliteten varit så fruktansvärt låg under så lång tid. Orsaken stavas centralbankerna världen över! Världen har idag ett aldrig tidigare skådat överskott på billiga centralbankspengar (som dessutom fortfarande ökar) och jakten på en någorlunda vettig avkastning har därmed under senaste året pressat tillbaka volatiliteten. Vi har tidigare tjatat om att världen visar upp en närmast perfekt synkroniserad tillväxt där alla viktiga ekonomier växer samtidigt. Till detta skall adderas extremt förutsägbara centralbanker som flera månader innan ett beslut rörande normalisering av penningpolitiken "förankrar" detta med marknaden. Mot den bakgrunden talar mycket även denna gång för att den uppkomna marknadsoron snabbt bedarrar likt ett oväder. Ser vi på historien så visar den att det är först när FED når sin räntetopp eller när de skall börja sänka räntorna som volatiliteten stiger mer permanent. Således skall man nog inte förvänta sig någon ihållande volatilitet förrän tidigast nästa år. Geopolitiska risker såsom Trumps handelshinder, råvarupriser som snabbt höjs, svaga och instabila regeringar etc. har under de senaste åren även visat sig ha små effekter på den ekonomiska tillväxten och därmed finansmarknaderna.

Fram till att högre volatilitetsnivåer får fäste (troligen i samband med fallande börser p g a fundamentala orsaker) kommer den på konstlad väg framtvingade låga volatiliteten skapa en del problem. Vi har under ett helt år bedömt att sannolikheten just nu är stor för att världen har ett överdrivet risktagande, uppdrivna tillgångspriser samt växande skulder. När de finansiella marknaderna återgår till "mer normala förutsättningar" är det stor risk att djupet i marknaden, precis som 2008, inte existerar denna gång heller. Turbulensen kan på grund av det överdrivna och i vissa fall dumdristiga risktagandet, där produkter som tjänar pengar på låg volatilitet används, förvärras när marknaderna faller (se Crescits januaribrev).

Under februari såg vi en del produkter där volatiliteten i sig själv varit en komponent för att ta risk och där volatilitet varit källan till meravkastning i frånvaro av riktigt värde gå upp i rök! Som vi flera gånger påpekat är det en fara att den korta volatilitetshandeln i alla dess former till slut kommer att bidra till en mycket våldsam rundgång med högre volatilitet som följd (vi såg bara förstadiet nu). Detta skulle i sin tur kunna resultera i en börskrasch.

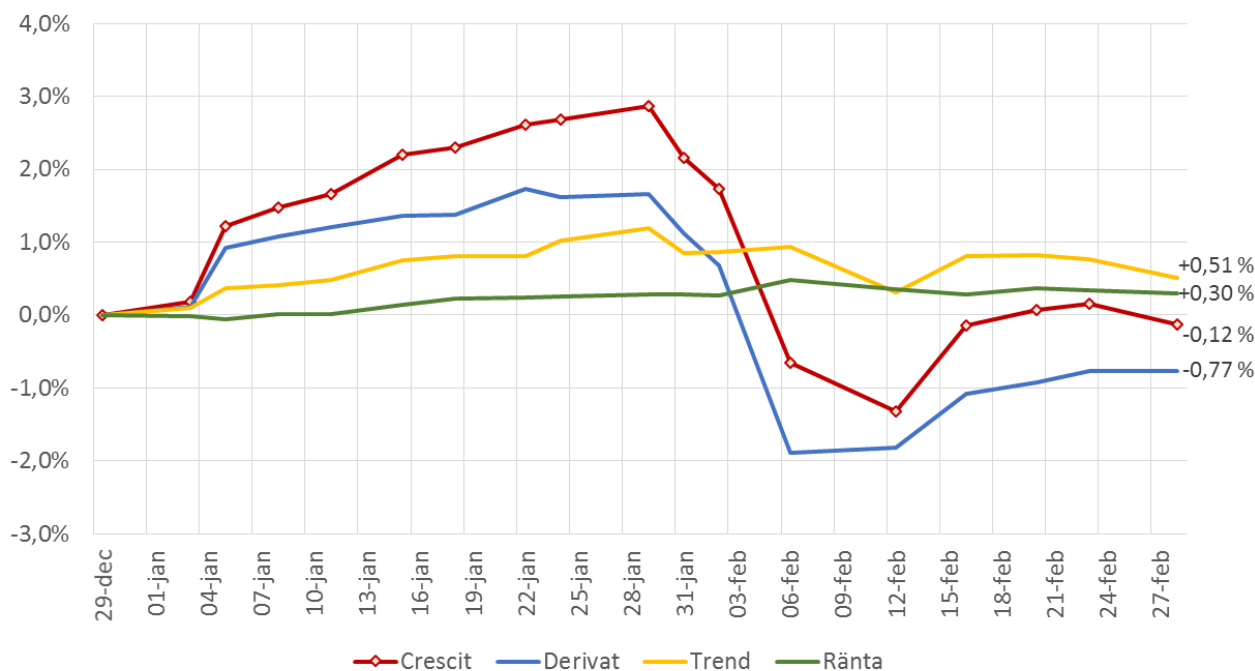
När det gäller centralbankerna och deras agerande under månaden blev det i stort sett såsom vi på förhand hade förväntat oss. Att det fortsätter på den inslagna vägen med en stramare penningpolitik framöver är vi övertygade om. De allra flesta marknadsaktörer är nu positionerade för stigande räntor. Långräntorna i Tyskland rörde sig neråt under månaden efter kraftigt uppställ i januari. I USA har 10 årsräntan fortsatt i sidled under månaden och ligger nu på 2,86 %, vilket är en fördubbling sedan mitten av 2015.

På hemmaplan i Sverige föll 10 årsräntan tillbaka med 12 punkter under februari, vilket innebär att den är tillbaka på samma nivå som vid årsskiftet. Kronan rörde sig i spannet 8,30 – 7,88 mot USD under månaden och stängde på nivån på 8,26. Tittar vi på den svenska kronan gentemot euron så försvagades kronan med 32 öre från 9,77 till 10,09 kronor per Euro. Crescit är nära 100 % skyddad mot valutarörelserna emot euron och emot USD, säkringen tas genom terminer och ibland även genom valutaoptioner.

Under februari vände börserna i Sverige och Europa sina uppåtgående rörelser sedan årsskiftet och månaden slutade på negativt territorium. Rörelserna neråt var kraftiga på alla börser under den första handelsveckan, därefter stabiliserades de allra flesta börserna och de negativa rörelserna började reversera. När vi summerar kan vi konstatera att månaden blev en påminnelse om att de villkor som präglade det senaste året, kraftigt stigande tillgångspriser (även mer riskfyllda) inte kan vara för evigt. Det europeiska Eurostoxx-indexet sjönk med -4,72 % under månaden. Börsen i USA tog en paus i sin starka resa uppåt då den denna månad sjönk med hela -3,89 % i lokal valuta, (ned som mest 10,2% från toppen 26/1). Det var även stora rörelser på börserna i Hong Kong som föll med -8,70 %. Stockholmsbörsen stod stark i vinterkylan och tappade bara -0,61 %. Brentoljan vände på klacken och sjönk under februari för att stänga på 64,73 USD/fat, vilket innebär en nedgång på -5,60 % under månaden.

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 svår månad eftersom samtliga börser som vi är exponerade emot föll. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktieindexderivaten är -0,77 % under året. Den negativa siffran

härstammar till största del från förluster i köpoptionerna som är exponerade mot CAC-, IBEX- och DAX-indexet. För våra sålda barrieroptioner sjönk också värderingarna. Trots att den ekonomiska grundbilden i Europa ser bättre ut än de senaste 10 åren har inte europabörserna alls hängt med; de är fortfarande med ett par procentenheter och ligger på samma nivåer som vid ingången av 2015. Vissa perioder kan förklaras av valutans, men faktum är att valutakrossen endast rört sig 2 % under hela tidsperioden vilket gör skillnaden negligierbar i sammanhanget. Politiska spänningar, oro för samarbetet inom europeiska unionen och euron tynger. Lägg därtill att indexsammansättningen i Europa har en försvinnande liten andel IT och teknik som via de s.k. FAANG aktierna har varit drivande på den amerikanska marknaden. Den extrema riskaptit som vi sett i USA efter Trumps skattesänkningar, som många även trodde skulle smitta av sig till Sverige och Europa, har helt klart kommit på skam. Vår förväntan är att beslutet att öka risken mot aktiederivat under de dagar i februari när volatiliteten tillfälligt steg blir lyckosamt under kommande månader.

Derivathandeln i Crescit har under månaden fokuserats på den, för oss, kortare delen av volatilitetskurvan. Vi har under månaden ökat positioneringen för börs upp genom att utnyttja den stora skevheten i prissättningen mellan köp- och säljoptioner som råder just nu. I praktiken innebär det att vi säljer en mycket liten nominal i en säljoption för att samma sekund kunna köpa en köpoption med en nominal som är 4-10 gånger högre, som mest kom vi upp i 30 köpoptioner per såld säljoption. Under de turbulenta veckorna i februari steg den förväntade framtida volatiliteten. Detta innebar samtidigt att premienivåerna för att sälja barrieroptioner började komma tillbaka – om än långt ifrån tidigare normalnivåer. Under sista veckorna i februari har vi sålt ett antal barrieroptioner med längre löptider och erhållit attraktiva premienivåer.

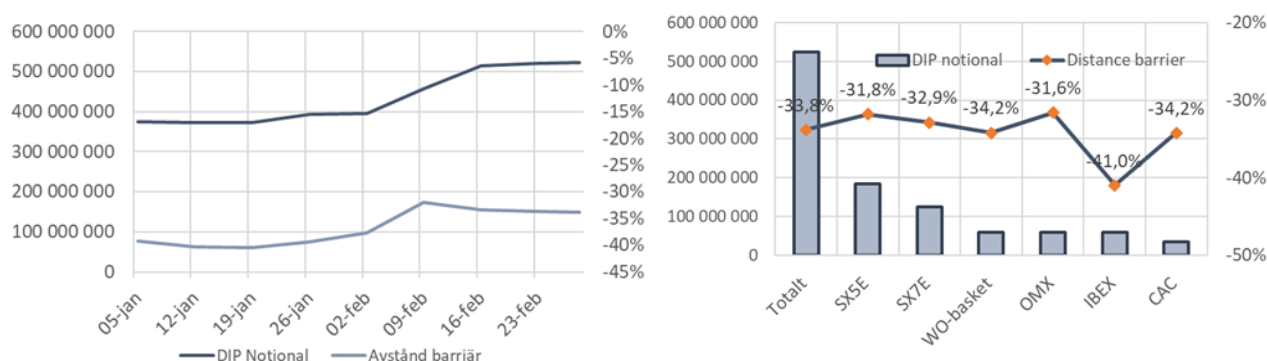
Våra räntepositioner hade ett positivt bidrag på +0,01 % under månaden, vilket ger +0,30 % på året. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +1,79 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger sammanlagt på 1 år och 4 månader. Räntedurationen är nere på drygt 2 månader.

Trendmodellernas aggregerade avkastningsbidrag under månaden blev, trots rekordsvaga tvåsiffriga avkastningar bland CTA-modeller ändå acceptabla -0,35 %. Orsaken till detta är att vi under slutet av förra året började köpa köpoptioner på VIX-index som ett komplement till vanliga traditionella CTA-modeller. Under dagen med kraftigt volatilitetuppställ i början av månaden bidrog denna position med kraftig positiv avkastning och dämpade därmed de svaga avkastningarna hos rena CTA:s.

Newedge-indexet för trendföljande hedgefonder var ner -5,47 % under februari.

Avståndet till barriärerna för våra sålda optionspositioner minskade något under månaden till följd av fallande börser. Nivåerna ligger förvisso kvar på väldigt betryggande avstånd. Snittbarriären ligger på -33,8 % per den sista februari. Hur snittbarriären förändrats under året kan studeras i detalj i **figur 2** nedan. I den vänstra grafen visar den mörkblå linjen hur nominalen för de sålda barriärerna stigit under februari i takt med att premienivåerna stigit. Om marknaden fortsätter att vara stökig kommer sannolikt nominalen stiga.

Figur 2



Såsom vi tidigare påpekat pekar mycket, efter år av ekonomisk tillväxt, på att vi närmar oss konjunkturcykelns topp. Vi är åtminstone just nu inne i den senare delen av uppgången. Utan att lägga någon värdering i när börsen börjar prisa in att vi passerar konjunkturtoppen så vet vi, baserat på tidigare historik, att detta ökar sannolikheten markant för en børsättning. Denna sannolikhet har under det senaste året inte reflekteras i prissättningen av barriäroptioner. Den ökade risken bör synas i optionspremierna för att de skall vara värda att inneha i fonden. Detta har inte varit fallet under året då marknaden prissatt optionerna endast utifrån den rådande volatiliteten, vilket gett rekordlåga premienivåer. Under februari har den av oss efterlängta volatiliteten börjat synas i form av högre premienivåer för barriärer. Det är dock en bra bit kvar till de historiska genomsnittsnivåerna.

Crescits har ökat sin känslighet mot stigande börser under februari. Vi fortsätter att utnyttja konvexitet för att komma åt uppsidor för den utdragna konjunkturen. I skrivande stund har fonden har en relativt begränsad nedsida vid börsfall medan de köpta köpoptionerna kommer att öka i marknadsvärde vid en börsuppgång.

Vi vill passa på att gratulera vår COO, Sandra Björkman som blev mamma under månaden och går på föräldraledighet under 2018.

År	Jan	Feb	Mar	Apr	May	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%											-0,12%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg
Stockholm den 6 mars 2018