

**Robusta och starka bolagsrapporter ger bra börs. Stark tillväxt globalt. Räntorna stiger. Svagare US-dollar.**

Avkastningen i Crescit uppgick till +2,15 % under årets första månad. Månaden som helhet var stark och samtliga delar av portföljen levererade fin avkastning. Samtliga tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog med positiv avkastning under månaden. Trendmodellerna hade sammantaget ett starkt positivt 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 positivt bidrag till följd av att samtliga aktiemarknader som vi är exponerade emot steg under månaden.

Volatiliteten på världens aktiemarknader rörde sig försiktigt uppåt under januari, men vi skall komma ihåg att rörelsen var från alla tiders bottennivåer upp till historiskt låga nivåer. Detta innebär att vi fortsatt ligger kvar på de historiskt låga nivåerna som blev standard under förra året. Som vi påpekat tidigare har det väldigt sällan varit så billigt att skydda sig mot börsfall med hjälp av derivat som det är just nu, ändå är det enligt olika enkäter förbluffande få aktörer som skyddar sig. I takt med att bolagens resultat för helåret 2017 börjat komma in starkt, samtidigt som världens centralbanker fortsätter att pumpa in enorma mängder likviditet, har riskaptiten inte blivit lägre bland investerarna under inledningen av 2018. Om den nuvarande riskaptiten kommer att bestå under hela året är svårt att förutspå, men med stor sannolikhet får vi en konjunktur som mognar och gradvis börjar rulla över under andra halvan av detta år och då är sannolikheten stor att vinstprognoserna för 2019 är lite för optimistiska. Dock bör vi komma ihåg att skattesänkningarna i USA (med deras spridningseffekter) utgör en fantastisk motvikt till denna oro. Utöver detta har året fått en flygande start på statistiksidan med den starkaste medvinden i Eurozonen på nästan 12 år. Dessutom gick börserna ner förhållandevis kraftigt i Eurozonen under slutet av förra året vilket bara till hälften tagits tillbaka i år.

Volatiliteten för olika aktieindex har under lång tid varit på extremt låga nivåer, endast några få dagar har de kommit upp en aning innan nya bottennoteringar gjorts. Volatiliteten i sig själv har idag blivit en komponent för att ta risk och volatilitet är källan till meravkastning i frånvaro av riktigt värde. 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. Detta skulle i sin tur kunna resultera i en börskrasch. Idag bör vi komma ihåg att närmare 75 % av all aktiehandel sker via s.k. ETF:er, dvs. börshandlade fonder.

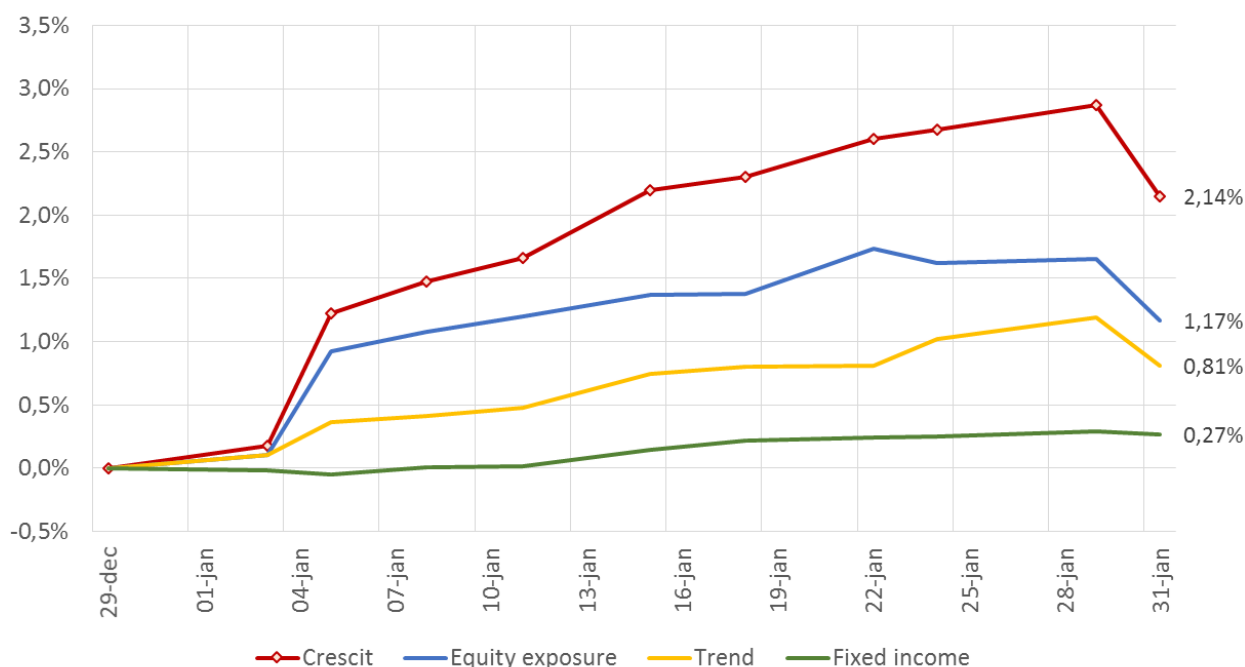
När det gäller centralbankerna och deras agerande under månaden blev det i stort sett såsom vi på förhand hade förväntat oss. Att det fortsätter på den inslagna vägen med en stramare penningpolitik framöver är vi övertygade om. Många stora marknadsaktörer är nu positionerade för stigande räntor. Långräntorna i Tyskland rörde sig kraftigt uppåt under månaden och stängde månaden på omkring 30 punkter högre än vid årsskiftet! Det innebär att långräntorna i Tyskland steg mer än dubbelt så mycket i januari som under hela förra året. I USA har också 10 årsräntan fortsatt sin resa uppåt under hela januari och nu ligger den på 2,84 %, vilket är en fördubbling sedan mitten av 2015.

På hemmaplan i Sverige steg 10 årsräntan med 14 punkter under januari, vilket innebär att den även här är nästan 30 punkter högre än för ett år sedan. Kronan rörde sig i spannet 8,25 – 7,83 mot USD under månaden och stängde på nivån på 7,85. Tittar vi på den svenska kronan gentemot euron så stärktes kronan med 6 öre från 9,83 till 9,77 kronor per Euro. Crescit är nära 100 % skyddad mot valutarörelserna via valutaterminer och ibland även genom valutaoptioner.

Under januari vände börserna i Sverige och Europa sina neråtgående rörelser och månaden slutade på positivt territorium. Rörelserna var relativt sett ganska stora under de första 3 handelsveckorna, fram till sista handelsveckan, då de negativa rörelserna plötsligt tilltog ordentligt. När vi summerar månaden kan vi

konstatera att den svaga utvecklingen under sista veckan tar marknaden tillbaka till de nivåer som rådde i slutet av 2017. Stockholmsbörsen steg med +1,03 % under månaden medan det europeiska Eurostoxx-indexet steg med +3,01 % under månaden. Börsen i USA fortsatte däremot sin starka resa uppåt även denna månad och steg med hela +5,62 % i lokal valuta. Som tidigare nämndes stärktes kronan och euron kraftigt (4,03 % respektive 3,33 %) mot den amerikanska dollarn under månaden, vilket till stor del förklarar rörelsernas skillnader i lokal valuta. Brentoljan fortsatte på den inslagna vägen från månaden innan och rörde sig vidare uppåt under januari för att stänga på 68,89 USD/fat, vilket innebär en månadsuppgång på +3,69 %.

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 aktiederivaten blev +1,17 % under januari månad. Den positiva siffran härstammar till största del från vinster i köpoptionerna som är exponerade mot S&P 500-indexet, IBEX-indexet och SX5E-indexet. För våra sålda sälj- och barriäroptioner steg också värderingarna. Trots att den ekonomiska grundbilden i Europa ser bättre ut än de senaste 10 åren har inte europabörserna hängt med; de är t o m ner med ett par procentenheter under de senaste 3 månaderna. Den största orsaken till detta är naturligtvis den starka Euron, inte minst mot US-dollarn. Den extrema riskapitet 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 i takt med valutornas utveckling. Vi kan dock konstatera att beslutet att öka risken mot aktiederivat under de sista dagarna av fjolåret när volatiliteten tillfälligt steg blev lyckosamt under januari.

Derivathandeln i Crescit har under månaden fokuserats på den, för oss, kortare delen av volatilitetskurvan. På den längre änden av kurvan har "illikviditetspremien" eroderats nästan helt och nivåerna har dessutom smittats av de extremt låga förväntade nivåerna på volatilitet (VIX, V2X m.fl.). Detta gäller framförallt för USA. Den förhöjda sannolikheten för en sättning på aktiemarknaden när konjunkturen successivt mognar

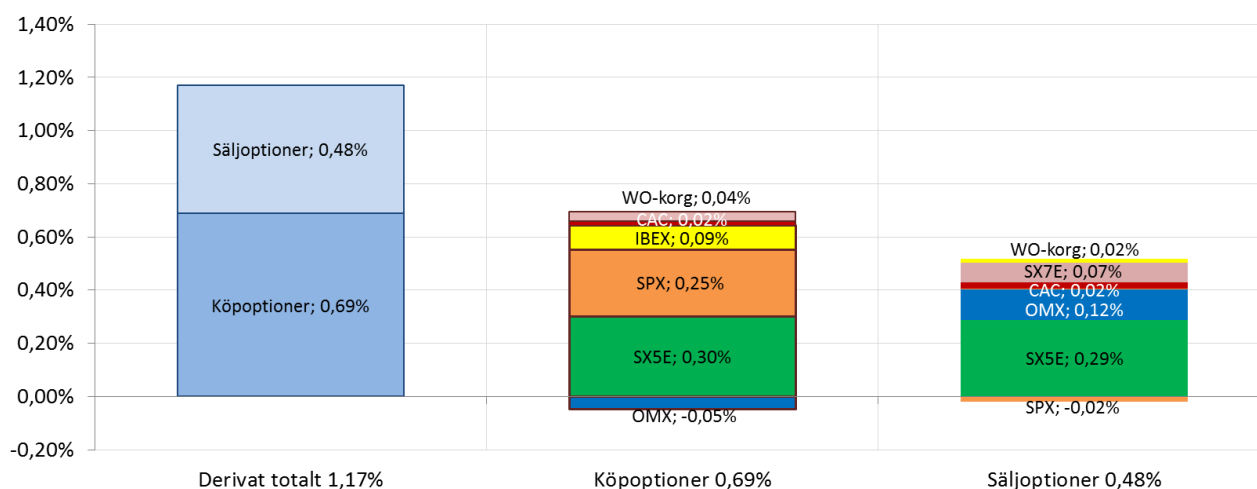
kompenstras sedan en tid tillbaka inte alls av optionspremierna. Under de senaste veckorna har vi äntligen börjat skönja en något bättre prisnivå på premierna – om än långt ifrån tidigare normalnivåer.

Våra räntepositioner hade ett positivt bidrag på +0,27 % under månaden. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +1,58 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger sammanlagt på 1 år och 3 månader. Räntedurationen är nere på 2 månader.

Eftersom Crescit successivt sålde färre barrieroptioner än normalt under fjolåret (till följd av extremt låg volatilitet) så har även behovet av de traditionella trendmodellerna minskat. Trendmodellernas roll i Crescit är ju som bekant att skydda "svansriskerna". Då vi har mindre volym i sålda barrieroptioner har vi alltså per automatik mindre behov av trendmodeller i fonden. Det är orsaken till varför vi under året minskat exponeringen mot dessa.

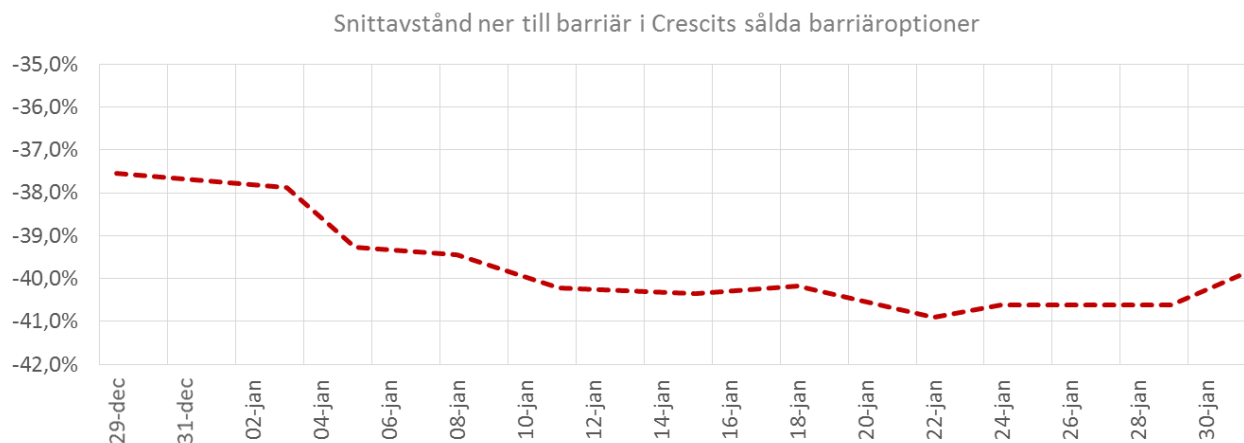
Trendmodellernas aggregerade avkastningsbidrag under månaden blev ändå +0,81 %. Detta innebär att den faktiska avkastningen på Crescits trendmodeller ensamt uppgick till starka 5,3 %, vilket är glädjande mot bakgrund av att vi har många månader med stora negativa avkastningar under de senaste åren bakom oss. Förtjänsten i trendmodellerna under januari var direkt hänförlig till de stigande europabörserna (tydlig trendvändning) samt starka trender i räntemarknaden.

Mer än 70 % av intjäningen i trenddelen under månaden genererades från långa positioner inom olika aktieindex, men främst från USA. Så gott som samtliga marknader bidrog till det positiva resultatet. Newedge-indexet för trendföljande hedgefonder var upp +3,78 % under januari.

**Figur 2**


Om vi fokuserar mer på derivaten och tittar på **figur 2** ovan kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under januari var starkt med +1,18 %. Bidraget från köpooptionerna var +0,69 % under månaden medan säljoptionerna bidrog med +0,48 %. Tittar vi djupare på siffrorna och delar in dem i enskilda index kommer det enskilt mest positiva bidraget i januari från Eurostoxx. Totalt stod indexet för +0,59 % i positivt bidrag. Värt att lyfta fram denna månad är portföljbidraget från SPX. Bidraget på +0,25 % kommer uteslutande från en köpooption som förföll under månaden. Denna position är ett typexempel på där Crescit utnyttjat den stora skevheten i prissättningen mellan köp- och säljoptioner under senaste 8-12 månaderna. Vi sålde en mycket liten nominal (10 mSEK) i en säljoption för att samma sekund kunna köpa en köpooption med en nominal som var 8 gånger högre (80 mSEK). Affären gjordes under sommaren 2017. Denna bröt igenom sin strikenivå under början av januari och vid förfall någon vecka senare hade den avkastat över 3 miljoner kronor, vilket är mycket starkt för en enskild position (+30 % jämfört med den sålda nedsidan).

Avståndet till barriärerna för våra sålda optionspositioner ökade under månaden till följd av stigande börser. Nivåerna ligger kvar på väldigt betryggande avstånd. Snittbarriären ligger på -39,9 % per den sista januari, vilket är 2,4 procentenheter lägre än vid årsskiftet. Hur snittbarriären förändrats under månaden kan studeras i detalj i **figur 3**.

**Figur 3**


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 börser börjar prisa in att vi passerar konjunkturtoppen så vet vi, baserat på historien, att detta ökar sannolikheten markant för en børsättning. Denna sannolikhet anser vi fortsatt bör reflekteras i prissättningen av långdaterade barrieroptioner för att risken skall vara värd att bära på i fonden. Detta har inte varit fallet under året då marknaden prissatt optionerna endast utifrån den rådande volatiliteten, vilket ger rekordlåga premienivåer. Man skulle med andra ord kunna hävda att om man bara tittar på prissättningen av optioner så är marknaden just nu inte alls orolig för något större börsfall.

Crescits känslighet mot stigande börser ligger dock på en långsiktig jämvikt. Vi fortsätter att utnyttja konvexitet för att komma åt uppsidor för den utdragna konjunkturen. Förutsatt att våra trendmodeller fångar upp och viktat ner den stora börsexponeringen (som just nu råder) vid nästa börsnedgång är nedsidan i Crescit mer begränsad vid en större børsättning än någonsin tidigare.

Vi välkomnar Simon Borgefors och Martin Wåhlstrand som börjat arbeta som analytiker på Crescit. Simon kommer närmast från en analytikertjänst på Almi Invest. Han är civilingenjör inom industriell ekonomi från KTH i Stockholm. Simon har även ekonomieexamen från Stockholms Universitet. Martin kommer från en riskanalytikertjänst på Mangold Fondkommission. Även Martin har inriktning finans från KTH i Stockholm samt en ekonomieexamen från Stockholms Universitet.

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%												2,15%

Jonas Granholm &amp; Gustav Lundeborg

Stockholm den 4 februari 2018