

**Långräntorna föll tillbaka. Börskrasch för europeiska banker. Kronan svag. Crescit anställer medarbetare.**

Börsfallen och den geopolitiska oron som vi såg under februari och mars var tillbaka på världens börser igen under sista veckan i maj. Oron var denna gång att Italien skulle kastas in i ett nyval till hösten som i värsta fall skulle kunnat utvecklas till ett val om huruvida Italien skall stanna kvar i Eurosamarbetet eller inte. Detta räckte för att ge börserna runt om i världen skrämshicka under de avslutande handelsdagarna. Framförallt ledde detta till stora nedgångar för europeiska bankaktier som föll med mer än -15 % i snitt. I paritet med de negativa börsrörelserna sjönk även marknadsräntorna kraftigt under slutet av månaden. Avkastningen i Crescit var under månaden svag och uppgick till -2,18 %, vilket innebär -1,87 % under 2018. Majoriteten av värdefallet i maj härrörde från våra sålda barrieroptioner i europeiskt bankindex. Under de inledande dagarna i juni har detta svängt om och en del av tappet är i skrivande stund tillbaka i värderingen. Utav våra tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog derivat och trend med negativ avkastning under månaden, medan ränta var positivt bidragande. Trendmodellerna hade ett negativt portföljbidrag under månaden som direkt följde av de kraftiga reverseringarna på aktier och räntor. På räntesidan var det våra innehav i högavkastande obligationer som utvecklades bäst. Derivatet hade som helhet ett negativt bidrag eftersom samtliga aktiemarknader där vi har exponering föll under månaden. Under våren har vi även ökat vår risk mot europeiska banker då vi gör bedömningen att dessa är mycket billiga baserat på historiska nyckeltal samt antagandet om att marknadsräntorna i Europa kommer att börja stiga snabbt så snart tillväxten återkommer. Trendmodellerna förlorade pengar i våra CTA-exponeringar, men även våra positioner som tjänar pengar på riskpremier hade ett negativt portföljbidrag under månaden.

Efter aktiemarknadernas kraftiga volatilitetsuppställ som kom plötsligt i februari (och mojade inom några veckor) har volatiliteten stannat kvar på lite högre nivå (+15 %) än där snittet ligger för de senaste åren. Detta är en välkommen utveckling för oss – förutsatt att den stannar. Allt annat lika ger detta högre premier på många av de optioner som vi gärna säljer. Vi arbetar utifrån att kriser eller oro som uppstår i aktiemarknaden till följd av enskilda länders ageranden, parlamentsval, vapenskrummel eller andra typer av "lokala" händelser inte på några månaders sikt leder till större börsfall. Geopolitiska risker har också under de senaste åren visat sig ha mycket små effekter på den ekonomiska tillväxten och bolagsresultaten och därmed finansmarknaderna. Priskorrigeringar i en marknad som innehåller risktillgångar hör till, men det är först när vi börjar se tydliga signaler att aktiemarknaderna faller till följd av högre räntor som vi kommer bli mer försiktiga. Fram till dess kommer vi successivt och envetet att öka riskerna varje gång vi får en mindre korrigerings. Genom att arbeta på detta sätt kommer vi också att kunna köpa tillbaka sålda optioner mycket snabbare när marknaderna blåser faran över och kurserna sätter iväg uppåt igen och volatiliteten faller.

Vi har hittills under året blivit mycket mer aktiva i positionstagning och stängning samt att vi accepterar lite mer kortsiktig volatilitet i fonden för att genom detta öka avkastningen med någon procent till över tid. Vi har bevisat under de senaste åren att vi inte kommer att tappa kraftigt i värde med våra modeller på nedsidan och då kan vi också successivt förändra vårt arbetssätt för att höja avkastningen. Ett tydligt exempel på dylik förändring är att vi under året konsekvent köpt tillbaka volatilitet som vi ställt när marknaden åter har lugnat sig för att åter kunna gasa på igen när det är slagigt. Vi har under månaden ökat aktivitetsnivån och tagit vinster på sålda optioner som vi lade på i februari och mars när börserna föll och framförallt volatiliteten steg.

Centralbankernas agerande under månaden blev såsom vi på förhand hade förväntat oss – dvs. ingen gjorde något särskilt. Framåtriktat kommer det att fortsätta på den inslagna vägen med en stramare penningpolitik. Som vi tidigare konstaterat så har de allra flesta marknadsaktörer sedan en tid tillbaka positionerat sig för stigande räntor. Detta till trots föll långräntorna i bl.a. Tyskland kraftigt efter att under början av maj ha stigit till 0,64 % sjönk de till 0,35 % där de stängde månaden. Plötsligt är de nu tillbaka på samma nivå som i

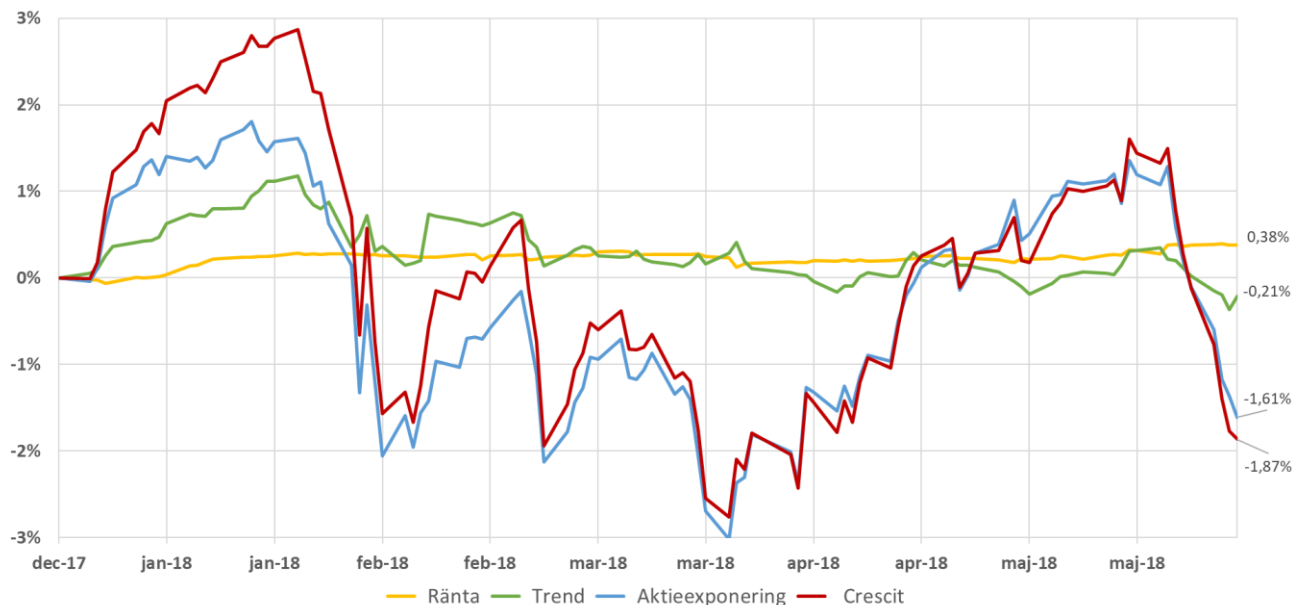
december 2017. I Italien såg vi det omvända, där steg 10 års räntan med över 1 %-enhet till 2,72 %. I USA gick 10 årsräntan ner igen under 3 %-nivån och stängde på 2,86 %. 10 årsräntan i USA föll med omkring 30 punkter sedan 18 maj då den noterade 3,12 %.

På hemmaplan i Sverige föll också 10 årsräntan mellan sista april och sista maj (en rörelse på 23 bp ner till 0,48 %), vilket innebär att den är på nivån som rådde för ett år sedan. Kronan rörde sig i spannet 8,58 – 8,98 mot USD under månaden men stängde till slut på nivån 8,81. Det är hela 93 öre högre än vid utgången av januari. Tittar vi på den svenska kronan gentemot euron så förstärktes kronan med 30 öre från 10,60 till 10,30 kronor per Euro. För att hitta lika svaga nivåer mot euron som vi haft i april och maj får vi blicka tillbaka ända till sommaren 2009 då kronan hade försvagats kraftigt under brinnande finanskris. Det är alltså riktiga 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 sista dagarna i maj bröts börsernas uppåtgående trend som vi haft sedan början av april i både Sverige och Europa. Beroende på vilken marknad man ser på så inledde börserna månaden i sidled eller uppåt men rörelserna blev under den sista handelsveckan allt mer negativ på samtliga börser. När vi summerar de senaste månaderna kan vi dock konstatera att perioden är en påminnelse om att de villkor som präglat oss det senaste året, kraftigt stigande tillgångspriser (även de mer riskfyllda) inte kan vara för evigt. Det besynnerliga läget för framförallt europabörserna under de senaste åren är att vi hela tiden slår +/- 10 procentenheter omkring ett slags medelvärde dit vi hela tiden återvänder. Det europeiska Eurostoxx-indexet sjönk med -3,67 % under månaden. Börsen i USA steg dock under månaden med 2,16 % i lokal valuta, vilket innebär att den åter är i positivt territorium sedan årsskiftet. Det var även negativa rörelser på börsen i Hong Kong som föll med -2,86 %. Stockholmsbörsen gick inte lika svagt som övriga europabörser men föll ändå med -1,32 % (från den 21 maj var fallet -4,69 %). Brentoljan fortsatte under månaden att klättra vidare uppåt och steg med ytterligare +3,85 % för att stänga på 77,65 USD/fat.

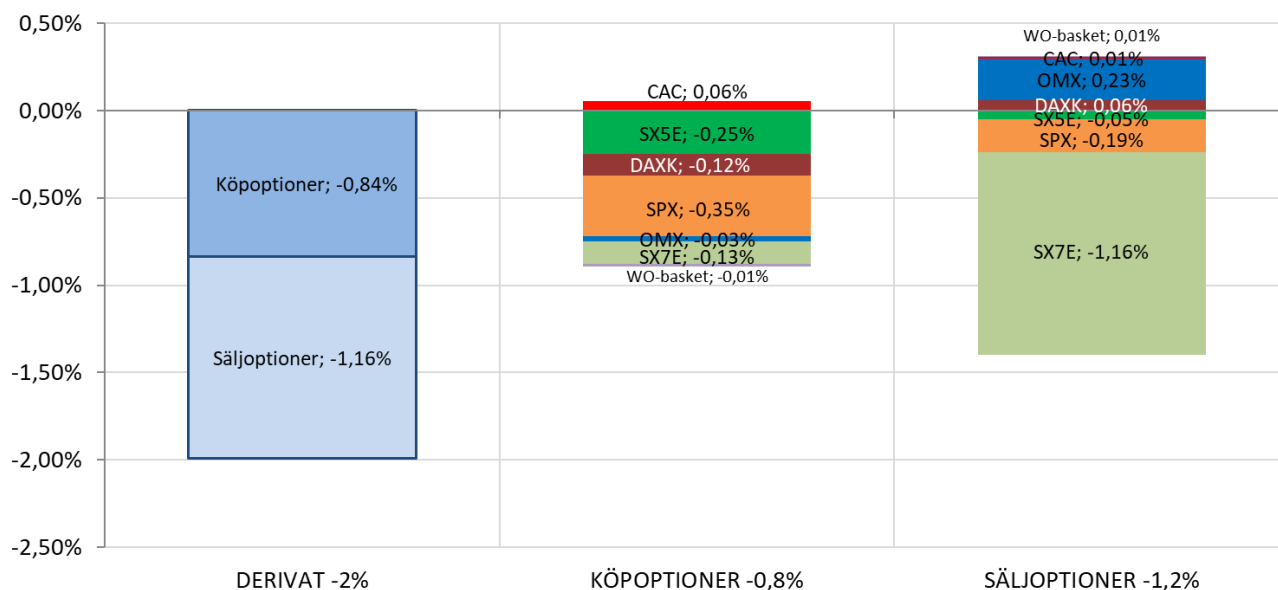
I diagrammet (**figur 1**) ses en nedbrytning av respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

**Figur 1**



När det gäller våra derivatpositioner hade vi en svag månad eftersom samtliga börsindex som vi har en lång exponering emot (utom USA) sjönk. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivatet blev -2,00 % under maj månad (se **figur 2** nedan). Den negativa siffran härstammar, till skillnad från förra månaden, till största del från betydande förluster bland våra optioner som är exponerade mot det europeiska bankindexet SX7E. Det är väldigt viktigt att understryka att det är en förändring i marknadsvärdet vi talar om och att inga "riktiga" förluster inträffat. Vi har dock fortfarande i snitt över 30 procentenheter ner till barriärerna, men då volatiliteten steg mycket kraftigt i slutet av månaden så föll värderingen kraftigt (bidrog med -1,29 % på fondens NAV). Detta tidsvärde räknar vi med skall komma tillbaka under de närmaste månaderna om den politiska situationen i Italien lugnar ner sig. För våra köpta köpoptioner föll värderingarna, pga att vi hade många köpoptioner som låg precis över sina ingångsnivåer när månaden startade.

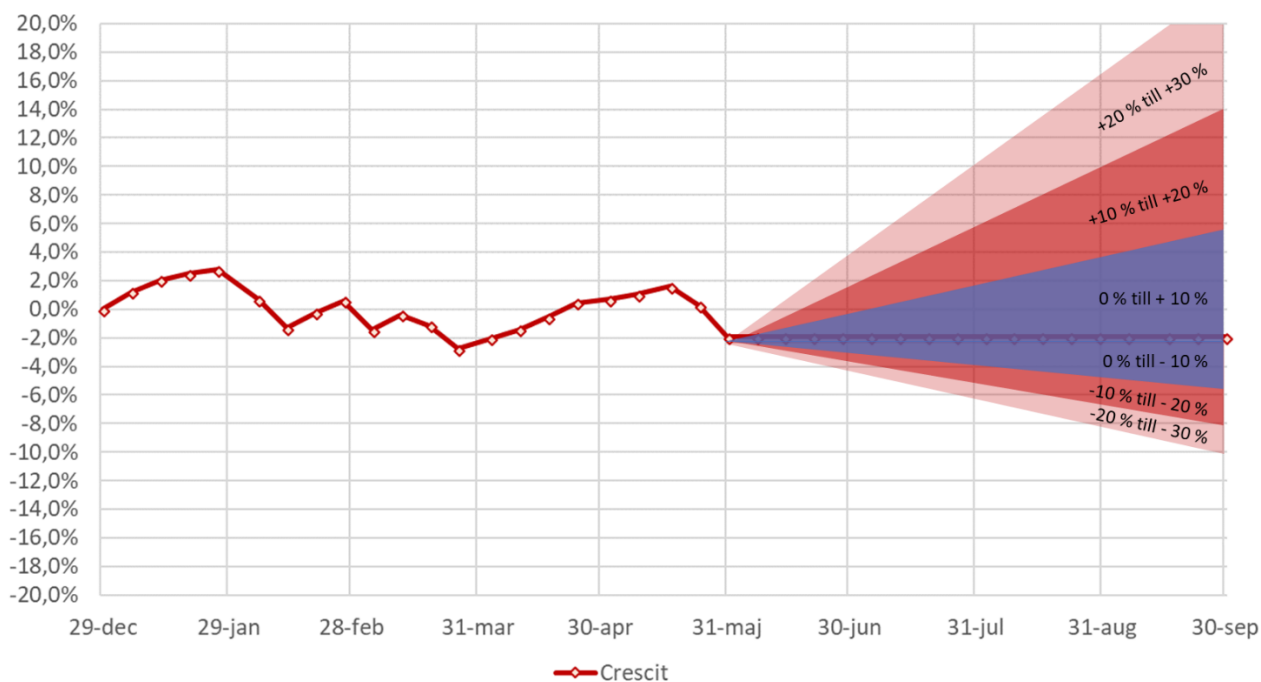
Den ekonomiska grundbilden i Europa ser bättre ut än den gjort under de senaste 10 åren men europabörserna har inte alls speglat detta under senaste 12 månaderna och Eurostoxx-indexet är t o m ner flera över 4 procentenheter. Under maj presenterades ytterligare ett stort antal bolagsrapporter för årets första kvartal och vi kan konstatera att aldrig tidigare har så många S&P 500-företag utfärdat positiva vinstprognoser för kommande 12 månader som nu.

**Figur 2**


Om vi fokuserar in på derivaten och tittar i figuren ovan så kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under maj var -2,0 %. Bidraget från köpoptionerna var -0,84 % under månaden medan säljoptionerna bidrog med -1,16 %. För säljoptionerna såg vi en kraftig ökning av tidsvärdet som växte i takt med att de underliggande börserna minskade i värde. Tittar vi djupare på siffrorna och delar in dem i enskilda index ser vi att det enskilt mest negativa bidraget härstammar från det kraftigt fallande SX7E indexet. Mest positiva bidraget i maj kommer ifrån OMX.

Vi har under månaden fortsatt att öka positioneringen för börs upp genom att utnyttja den stora skevheten i prissättningen mellan köp- och säljoptioner som pågått redan under några månader. Vi har också passat på ett köpa ren uppsida i några olika index i o m att premierna återigen varit väldigt låga i kölvattnet av den låga förväntade volatiliteten. Under maj månad har vi också köpt tillbaka en hel del barriäroptioner som vi gjorde i februari och mars när volatiliteten var högre, eftersom deras värde är mycket lågt men risken att tappa större marknadsvärden ligger latent kvar om vi skulle få ett kraftigt börsfall under sommaren.

Derivathandeln i Crescit har under månaden fokuserats på både den kortare och längre delen av volatilitetskurvan. Vi tidigare beskrivit hur vi vartefter marknaden skiftat under våren gjort om våra övergripande delta-positioner i fonden till att omfatta mycket mera köpoptioner. Enkelt uttryckt har vi skiftat om från större svansrisker (barriärer) till mer risk i köpoptioner. Detta gör att vi har en större följsamhet för börsrörelser på 0 % till -2 % nedåt från nuläget, men därefter har vi en väldigt liten följsamhet mot börsfall. Samtidigt har vi en rekordstor följsamhet uppåt från idag och några månader framåt om börserna skulle stiga (se figur 3). Figuren åskådliggör de utfallsområden för som gäller under de kommande 4 månaderna om aktiemarknaderna som vi är exponerade emot stiger t.ex. 10 % till 20 %. Grafen visar tydligt den skevhet i avkastning som råder mellan lika stora rörelser nedåt som uppåt. På y-axeln ses Crescits förväntade avkastning och de siffror som står ute till höger i figuren är börsernas rörelser.

**Figur 3**


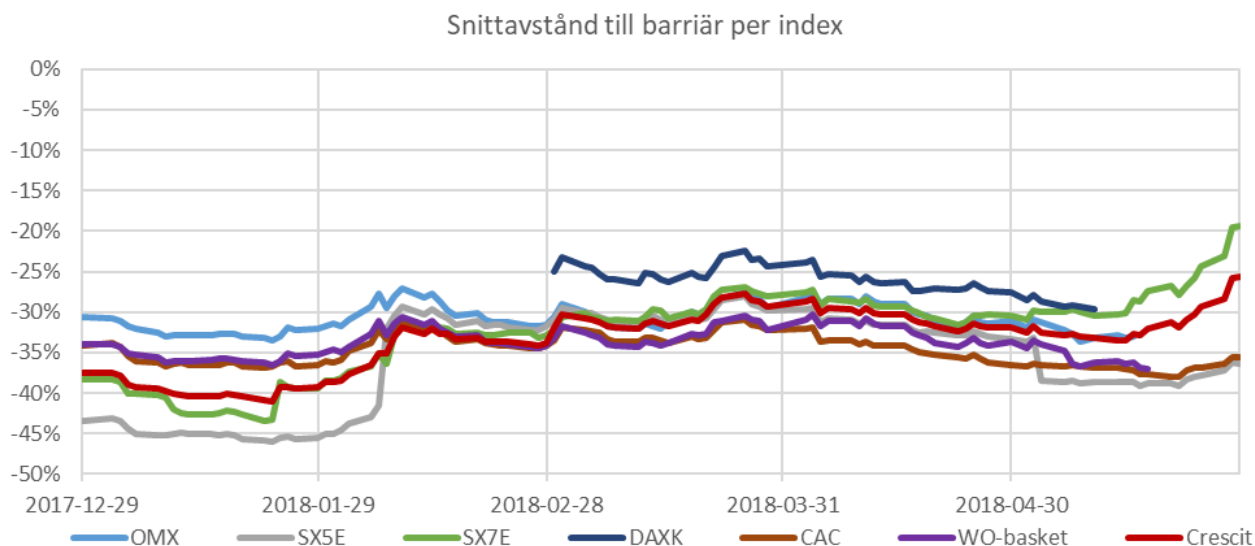
Förutsatt att våra trendmodeller, som just nu är lite mindre än normalt då den är till för att skydda svansriskerna, presterar ok så kommer vi mot bakgrund av detta att få en mycket stabil avkastning i Crescit närmaste åren.

Våra räntepositioner hade ett positivt bidrag på +0,17 % under månaden. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,05 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger kvar på sammanlagt på 1 år och 4 månader. Räntedurationen ligger på drygt 2 månader.

Trendmodellernas aggregerade avkastningsbidrag under månaden var -0,28 %. Newedge-indexet för trendföljande fonder var ner så mycket som -2,41 % under månaden, vilket ger -5,08 % under 2018. Orsaken till att vi stod emot så bra i Crescit är återigen hänförligt till att vi under slutet av förra året började köpa komplement till våra vanliga traditionella CTA-modeller. Dessa har bidragit och höjt avkastningen i trendbenet på ett betydande sätt under innevarande år. Avkastningsbidraget från trendmodeller är svagt negativt i Crescit hittills under året.

Avståndet till barriärerna för våra sålda optionspositioner minskade under månaden till följd av fallande börser. Nivåerna på de barriärer vi har kvar ligger på väldigt trygghet avstånd. Snittbarriären har en löptid på endast 6 månader och ligger på -27,0 % per den sista maj, vilket är ca 10 procentenheter högre än vid

årsskiftet. Viktigt att komma ihåg är att vi aktivt stängt ner de flesta positioner där vi haft längre tid till förfall, då nästan allt värde redan realiserats. Hur snittbarriärerna har förändrats per index under innevarande år kan studeras i detalj i **figur 4**. I grafen ser vi också att vissa index försvinner och andra tillkommer under året. Man ser också tydligt dominansen av SX7E under maj.

**Figur 4**


Utan att lägga någon större åsikt vid när börser börjar prisa in att vi passerar konjunkturtoppen i t.ex. USA så vet vi, baserat på all tidigare historik, att detta markant ökar sannolikheten för en börsättning. Denna sannolikhet har under de senaste 24 månaderna inte alls reflekteras i prissättningen av barriäroptioner, vilket gjort att Crescit haft svårt att finna god avkastning (premier) utan att ta mycket högre risker. Den ökade risken för börsfall syntes i form av snabbt stigande optionspremier under februari och mars men under senaste månaden har premierna återigen minskat i rask takt. Premierna för barriäroptioner behöver, inte minst mot det rådande konjunkturläget, öka betydligt och komma upp högre för att de skall vara värda att inneha i fonden. Crescit har bibehållit sin känslighet mot stigande börser under maj. 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. Som vi såg i figur 3 har Crescit en relativt begränsad nedsida vid börsfall medan de köpta köpoptionerna kommer att öka i paritet med börser vid en börsuppgång härifrån och framåt.

För att kunna bli ännu mer dynamiska och öka aktiviteten i fonden har Crescit rekryterat Daniel Windoff som ny förvaltare till fonden. Daniel har lång erfarenhet inom derivathandel. Daniel kommer närmast från Nordea där han arbetat som kundhandlare för derivat. Daniel har tidigare jobbat på Commerzbank och Macquarie Bank i London. Daniel började hos oss den 1 juni och vi hälsar honom välkommen till Crescit.

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%								-1,87%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg  
Stockholm den 7 juni 2018