

Aktiemarknaderna är fortsatt oroliga. Långa räntor sjönk i mars. Mediokra avkastningar i trendmodeller.

De kraftiga börsfallen som startade i februari fortsatte även under mars, dock med lite mindre magnitud. Världens aktiemarknader föll ändå brett i spannet -2,5 % till -4 %. Avkastningen i Crescit uppgick till -1,67 % under mars månad, vilket innebär -1,79 % under 2018. Utav våra tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog endast ränta med svag positiv avkastning under månaden. När valutaskyddet räknas in tappade även ränta marginellt. Trendmodellerna och derivat hade bägge 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 där vi har exponering sjönk under månaden. Trendmodellerna tappade på våra CTA-exponeringar, medan våra positioner som tjänar pengar på riskpremier hade ett positivt portföljbidrag.

Efter nästan 2 år av extremt låg förväntad och faktisk volatilitet på aktiemarknaden har volatiliteten under de senaste 6-8 veckorna hoppat upp och stannat kvar på en lite högre nivå. Månaden kom att domineras av handelshinder och med dem underhölls osäkerheten i marknaden och därmed också volatiliteten. Trump sparkade under månaden bl.a. utrikesminister Tillerson och aviserade tullar som är direkt riktade mot Kina. Vi tror i detta läge inte att man bör förstora risken för ett regelrätt handelskrig mellan USA och övriga världen. Ett globalt handelskrig skulle sannolikt bli katastrofalt för hela världsekonomin och allra mest negativt skulle det vara för oss i Europa som är den del av världen som är mest beroende av frihandel. Sverige är dessutom extra utsatt med en export som idag utgör hela 45 % av BNP. I presidentvalet fick Trump starkaste väljarstödet från de delar av USA som är mest beroende av att kunna sälja sina produkter till omvärlden. Givet att Trump ser det som sin främsta uppgift är att bli omvald 2020 är ett handelskrig närmast som att skjuta sig själv i foten. Börserna svänger dock mellan oro för tullar/handelskrig och förhoppningar om att Trumps utspel är mer förhandlingstaktik än något som i praktiken kommer att eskalera vidare till handelskrig. Det sistnämnda präglade marknaderna i USA och Asien under framförallt sista veckan i mars.

Vi har tidigare påpekat att världen visar upp en i det närmaste perfekt synkroniserad tillväxt där alla viktiga ekonomier växer samtidigt. Till detta skall adderas starka bolagsresultat under kommande år och extremt förutsägbara centralbanker som flera månader innan ett beslut rörande normalisering av penningpolitiken "förankrar" detta i marknaden. Mot den bakgrunden talar mycket även denna gång för att den uppkomna marknadsoron snabbt bedarrar även denna gång. 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. Blir det då 4 höjningar från FED bara i år så skall man nog inte förvänta sig någon ihållande volatilitet förrän tidigast nästa år. Geopolitiska risker dit handelshinder hör, har under de senaste åren visat sig ha mycket små effekter på den ekonomiska tillväxten och bolagsresultaten och därmed finansmarknaderna.

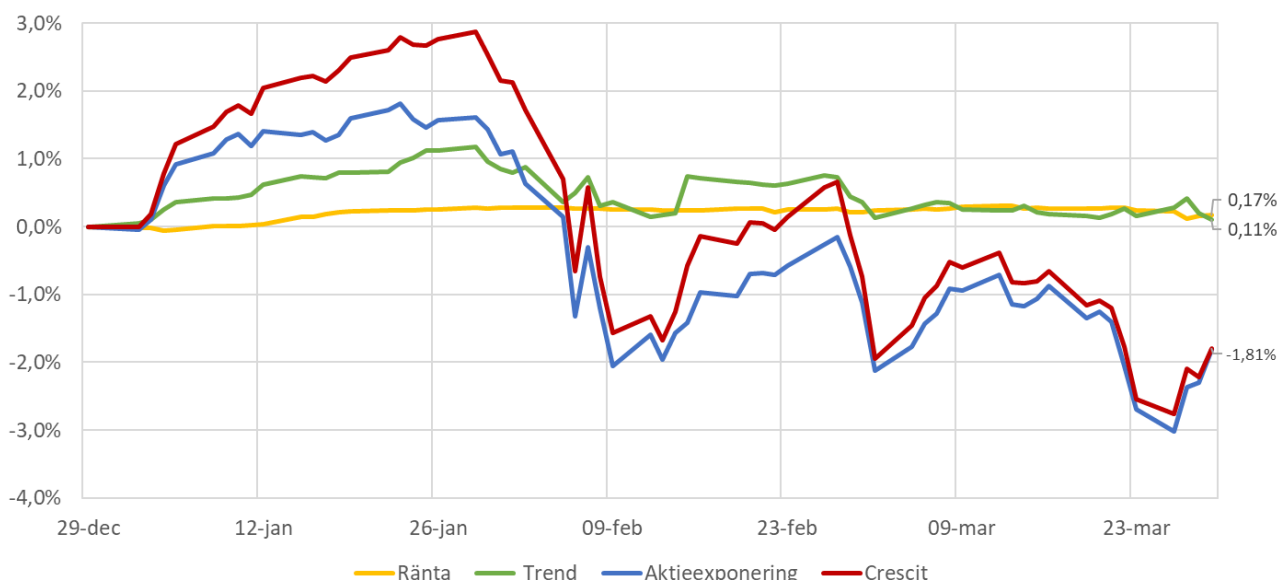
När det gäller centralbankerna och deras agerande under månaden blev det såsom vi på förhand hade förväntat oss. Nya Fedchefen Jerome Powell höjde styrräntan med 25 punkter på sitt första möte. Framåtriktat kommer det att fortsätta på den inslagna vägen med en stramare penningpolitik. De allra flesta marknadsaktörer är nu positionerade för stigande räntor. Långräntorna i Tyskland rörde sig neråt från 0,65 % till 0,50 % under månaden och är nu tillbaka på samma nivå som i mitten av januari. I USA gick 10 årsräntan nedåt under månaden och låg vid månadsskiftet på 2,74 %, det är dock 40 punkter högre än vid årsskiftet.

På hemmaplan i Sverige föll 10 årsräntan tillbaka med 12 punkter under mars, vilket innebär att den är under nivån som rådde vid årsskiftet. Kronan rörde sig i spannet 8,29 – 8,34 mot USD under månaden och stängde på nivån på 8,34. Det är hela 50 öre högre (+6,83 %) än vid utgången av januari. Tittar vi på den svenska kronan gentemot euron så stärktes kronan med 19 öre från 10,09 till 10,28 kronor per Euro.

Under mars tilltog de nedåtgående rörelserna på börserna i Sverige och Europa från föregående månad och månaden slutade därmed i negativt territorium. Börserna inledde månaden i sidled eller svagt upp men rörelserna blev ihållande nedåt på alla börser under de sista två handelsveckorna. När vi summerar de senaste 2 månaderna kan vi konstatera att månaderna är 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 -2,25 % under månaden. Börsen i USA sjönk under månaden med -2,69 % i lokal valuta, vilket innebär att den tappat -6,48 % sedan januari. Det var även stora rörelser på börsen i Hong Kong som föll med -3,10 %. Stockholmsbörsen gick svagt och tappade -3,03 %. Brentoljan bytte än en gång fot då den under mars steg kraftigt (+7,57 %) för att stänga på 69,34 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 utmanande månad eftersom samtliga börser som vi är exponerade emot föll. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivatet blev -1,22 % under mars månad. Den negativa siffran härstammar, till skillnad från förra månaden, till största del från förluster bland våra säljoptioner som är exponerade mot EuroStoxx och IBEX-indexet. För våra köpta köpoptioner sjönk också värderingarna, men då vi nu har många köpoptioner som ligger under sina ingångsnivåer kommer inte förlusterna att bli särskilt stora framledes om börserna fortsätter att falla härifrån. 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; Eurostoxx är t o m ner med ett par procentenheter och ligger på samma nivåer som vid utgången av 2014. Valutakrossen EUR/USD ligger på ungefär samma nivå nu som då, vilket gör valutaeffekter negligerbara i sammanhanget. Politiska spänningar, samarbetsoro inom EU är snarare det som trycker ner europabörserna jämfört med andra börser. Utöver detta har indexsammansättningen i Europa en försvinnande liten andel IT och teknik jämfört med t.ex. de amerikanska börserna.

Vi står precis på tröskeln till att bolagsrapporterna för årets första kvartal skall börja presenteras 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 mest positiva prognoserna, men även konsumentsektorn och hälsovårdssektorn överträffar bägge sina femårsgenomsnitt. Bolagens prognoser för omsättning ökar också,

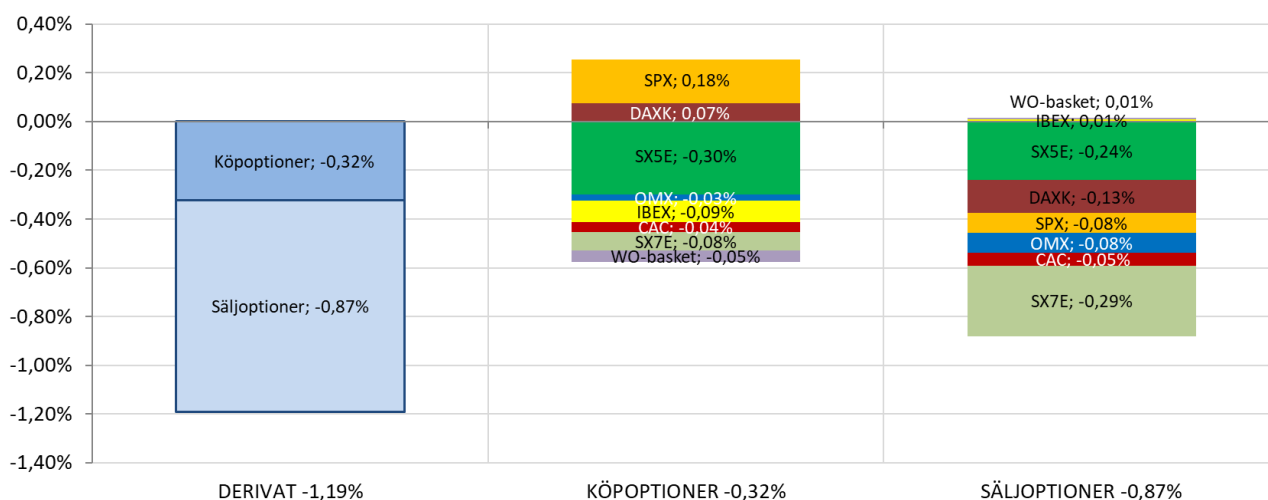
men den största orsaken till vinstökningarna är den lägre amerikanska skattesatsen för verksamhetsåret 2018. Än så länge noterar vi ingen bredd i bolagsuttalanden som gör gällande att de planerade handelstillarna från USA och Kina ger några betydande konsekvenser för bolagens resultat. Däremot kommer tullarna sannolikt leda till mer osäkerhet och därmed högre volatilitet det kommande halvåret. Vår förhoppning är att volatiliteten fortsatt ökar, särskilt för längre löptider, då detta samtidigt som fortsatta börsfall skulle ge Crescit bättre betalt i form av högre barriärpremier och därmed möjlighet till positionstagning som faller ut lyckosamt under kommande året.

Derivathandeln i Crescit har under månaden fortsatt 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 pågått under några månader. I praktiken innebär det att vi säljer en mycket liten nominal i en säljoption (eller ingen alls) för att i samma stund kunna köpa en köpoption med en nominal som typiskt sett är 5-20 gånger större, som mest har vi kommit upp i 30 köpoptioner per såld säljoption. Under de senaste 6 veckorna har den förväntade framtida volatiliteten sakta börjat stiga. Detta leder sakteliga till att premienivåerna för att sälja barriäroptioner börjar komma tillbaka – dock fortfarande en bit under tidigare normalnivåer, men klart högre än vid årsskiftet. Under början av mars har vi sålt ett antal barriäroptioner med längre löptider och erhållit acceptabla nivåer. Vi är dock försiktiga att ta mer nedsidesrisk 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.

Våra räntepositioner hade ett negativt bidrag på -0,04% under månaden. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,06 % 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 -0,33 %. Orsaken till att tappet inte blev större är 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. Så gott som samtliga marknader bidrog till det negativa resultatet. Newedge-indexet för trendföljande fonder är ner -2,94 % under året. Avkastningsbidraget från trendmodeller är +0,10 % i Crescit hittills i år.

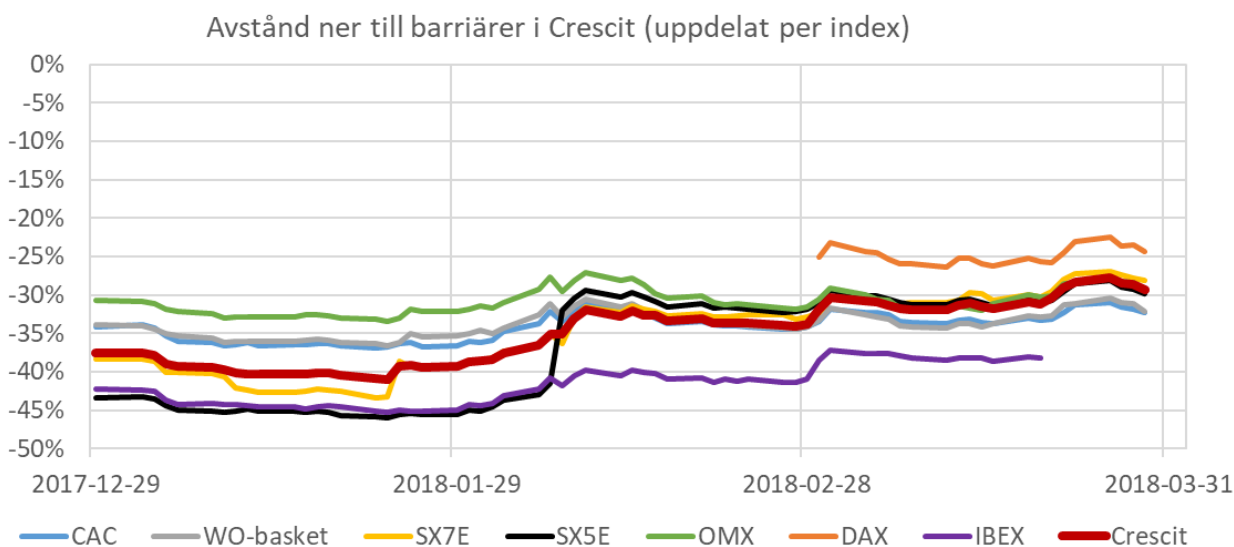
Figur 2



Om vi fokuserar mer på derivaten och tittar på **figur 2** ovan kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under mars var svagt med -1,19 %. Bidraget från köpoptionerna var -0,32 % under månaden medan säljoptionerna bidrog med -0,87 %. En lindring i sammanhanget är att säljoptionernas nedvärdering i

transformeras om till tidsvärde som vartefter tiden går kommer att komma tillbaka om inte börsfallen successivt tilltar. Tittar vi djupare på siffrorna och delar in dem i enskilda index kommer det enskilt mest negativa bidraget i mars från Eurostoxx. Totalt stod indexet för -0,54 % i negativt bidrag. Värt att lyfta fram denna månad är portföljbidraget från SPX. Bidraget på +0,10 % kommer uteslutande från en köpoption med barriär som just nu ökar i värde när marknaden faller.

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 har en löptid på 9 månader och ligger på -29,3 % per den sista mars, vilket är några procentenheter 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 mycket, efter år av ekonomisk tillväxt, på att vi närmar oss konjunkturcykelns topp. Vi är åtminstone just nu inne i den avslutande 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, vilket gjort att Crescit haft svårt att finna god avkastning utan att ta mycket högre risker. Den ökade risken för börsfall har under mars så sakteliga börjat synas i ökade optionspremier. Premierna behöver dock fortsätta öka ytterligare för att de skall vara värda att inneha i fonden. Crescit har bibehållit sin känslighet mot stigande börser under mars. 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 börsen. Crescit har en relativt begränsad nedsida vid börsfall medan de köpta köpoptionerna kommer att öka i paritet med börsen vid en børsuppgång 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%										-1,79%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg
Stockholm den 7 april 2018