

Stora politiska omställningar har gett trendlösa finansiella marknader och ovisst läge inför 2017

Avkastningen i Crescit var stark under månaden och fonden ökade med +1,47 %, vilket innebär att avkastningen för 2016 stannade på +2,42 %. Volatiliteten uppvisade mycket små rörelser under december och är därmed kvar på historiskt låga nivåer. Att vi skulle få se en så låg volatilitet i eftermälet av att Donald Trump gick segrande ur det amerikanska presidentvalet den 8 november kändes på förhand osannolikt, särskilt mot bakgrund av hans kommunicerade finans- och handelspolitik.

Aktiemarknaderna blev under 2016 till slut positiva i de allra flesta länderna, trots kraftiga nergångar under årets första halva. Europeiska aktieindexet Eurostoxx 50 steg med +0,70 % trots att de flesta sydeuropeiska länderna visade ordentligt negativa avkastningar. Samtidigt steg tyska DAXK indexet med +3,67 %. I Sverige gick det dock mycket bättre än i övriga Europa och OMX30-indexet steg under året med +4,86 %. Utav de stora aktiemarknaderna i världen presterade både USA och Storbritannien överraskande fina positiva avkastningar på +9,54 % resp. +14,43 % för året. Oljepriset (Brent) fortsatte, precis som vi trodde, att stiga under december och stängde månaden på 57,49 USD/fat. Prisuppgången är nästan en fördubbling sedan botten den 20 januari 2016. Vi ser med tillförsikt fram emot när gamla samband med högre inputkostnader leder till lägre börskurser, även om det säkerligen är en bit kvar till dess.

Med år 2016 bakom oss kan vi konstatera att året blev spännande och bitvis utmanande då många stora makrohändelser på framförallt det politiska planet inte alls blev såsom marknaden på förhand hade förväntat sig. Trots de överraskande utfallen ökade investerarnas vilja att ta mer risk för varje stor händelse som passerades. Brexit i juni och det amerikanska presidentvalet i november kom att bli de tydligaste exemplen på detta. Crescit startade 2016 med stora tidsvärden och stod därmed emot väl under börsnedgångarna i januari och februari, under Brexit i juni, men även vid Trumps presidentvalsseger i november. Fonden tappade under första halvåret 2016 endast -0,39 % trots att börserna i Europa och Sverige i snitt föll mer än -10 %.

Nu när vi står inför 2017 finns många tillväxtrisker som vuxit sig starka de senaste åren. En fortsatt förbättring av konjunkturen under detta år skulle innebära att det blir åttonde året på raken. En sådan lång svit har inte förekommit under de senaste 40 åren. Å andra sidan bör vi hålla i minnet att nedgången senast var ovanligt djup. Majoriteten av tillväxtriskerna just nu är i grunden politiska men den typen av risker (parlamentsval och presidentval i Europa) brukar inte vara tillräckliga för att knäcka en pågående konjunkturuppgång. Dock har vi under 2016 erfårit att EU och USA är fullt av missnöjesväljare och detta lockar tveklöst politikerna till mycket kortsiktiga åtgärder som i sin tur försvårar nödvändiga reformer. Sådillvida riskerar politisk oro och den instabilitet som följer med denna att göra ekonomierna mer känsliga också för andra störningar. Ny bankkras i EU-området, Trumps ofinansierade skattesänkningar och gigantiska infrastrukturprojekt samt Kinas bubblande fastighetsmarknad är alla exempel på situationer där politikerna tycks vara ovilliga att bromsa skuldsättningen och därmed tillväxten. Konjunkturoptimismen i marknaden är stark trots att återhämtningen redan går på övertid. Frågan är hur länge konjunkturförbättringen kommer att hålla i sig när skulderna på många håll är minst sagt skyhöga och räntorna börjar stiga.

När det gäller centralbankerna är vår fortsatta känsla att räntorna nu är på väg uppåt. Självfallet kommer något hack neråt i räntekurvan, men på det stora hela ligger risken på uppsidan. Långräntorna steg också vidare på samtliga utvecklade marknader under december. I USA steg 10 årsräntorna med cirka 6 punkter

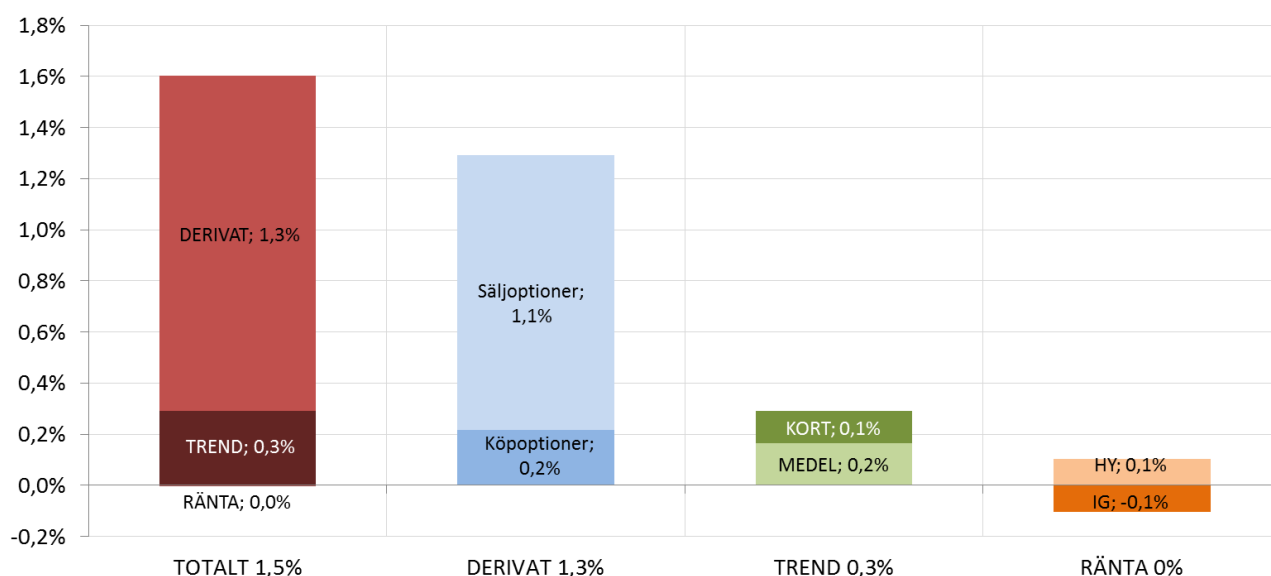
under månaden och ligger nu på omkring 2,45 %. Precis som förväntat höjde FED räntan med 25 punkter i mitten av december. FEDs egen prognos är att räntan kommer att höjas tre gånger både 2017 och 2018.

För Sveriges del får Riksbanken, i sin jakt på högre inflation, för tillfället ordentlig hjälp av en mycket svag krona mot framförallt US-dollar och Euron. Står kronan kvar på dagens nivåer under längre tid visar analyser att ett par tiondelar bör adderas till inflationen för 2017. Sannolikheten för att Riksbanken har sänkt färdigt har ökat under december och nästa steg, efter de förlängda obligationsköpen, blir istället en höjning.

I totalkolumnen i **figur 1** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling under november för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

Trendmodellernas avkastning under december kom tillbaka lite grann efter ett svagt år med ett positivt bidrag på +0,3 %, vilket ger ett totalt bidrag under 2016 på -0,8 %. Vinsterna i trenddelen under december genererades främst i aktie- och räntesegmentet men även den amerikanska dollarns styrka var en tydlig trend. Aktieindexens medellånga trend fortsatte uppåt under månaden vilket främst kan härledas till de amerikanska och engelska börserna vars långvariga uppgång under hösten fortsatte även i december. HFRX-indexet för trendföljande hedgefonder var upp +0,33 % under december. Som helhet blev dock 2016 en besvikelse inom trenddelen då förluster uppstått i detta segment under året. Det är emellertid viktigt att komma ihåg att fondens exponering mot olika trendmodeller har minskat risken i fonden under året, särskilt under de perioder när volatiliteten var som allra störst. Våra räntepositioner bidrog med -0,0 % denna månad efter att våra innehav i High Yield obligationer helt och hållet balanserade de förluster som uppstod i våra investment grade papper.

Figur 1

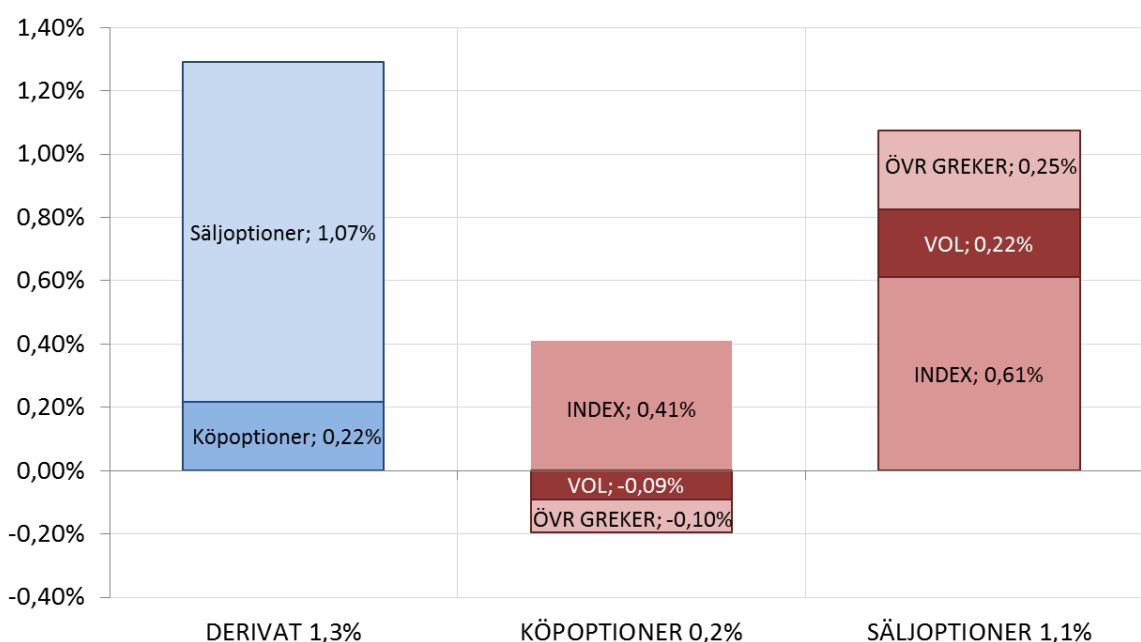


När det gäller våra derivatpositioner hade vi ett starkt positivt bidrag (+1,29 %) under december månad. Månadssiffran är ett resultat av stigande börsrörelser på alla de marknader där vi är aktiva. Volatiliteten gick neråt under månaden vilket också hade en svagt positiv inverkan på våra derivat. Under december ökade värdet på våra barriäroptioner kraftigt. Vi fick även upp värderingarna på ett antal köpoptioner som köptes på relativt sett låga premienivåer precis innan och strax efter det amerikanska presidentvalet.

Exponeringsmässigt har vi i nuläget störst risk mot svenska OMX och det breda SX5E-indexet, följt av SPX och IBEX. I skrivande stund har ränteboken en löpande avkastning som uppgår till +1,32 % per år. Kreditbindningen är nu 1 år och 6 månader i portföljen.

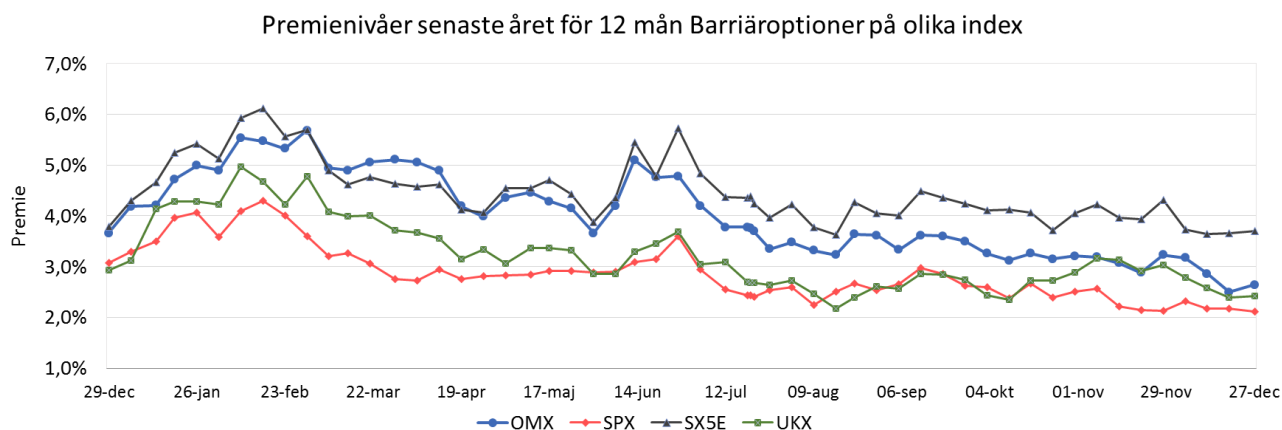
Om vi fokuserar på derivaten i **figur 2** kan vi konstatera att bidraget under december var starkt. Marknadsvärdet för säljoptionerna ökade med +1,07 % och köpoptionerna med +0,22 % under månaden. Fokuserar vi enbart på säljoptionerna består värdeförändringen av +0,61 % från indexrörelser, +0,22 % från sjunkande volatilitet samt +0,25 % från "övriga greker", dvs. parametrar såsom ränta, löptid kvar, etc. Premierna vi erhåller för att sälja risk var kraftigt ner under månaden och ligger nu under sina historiska snittnivåer. Exempelvis låg premierna för att sälja 12 månader långa barriäroptioner på årslägsta vid årsskiftet (se **figur 3**). Detta gäller även för barriäroptioner med löptider på 18 månader och 2 år. Premierna är nu på samma nivå som strax innan de stora börsfallen i augusti 2015.

Figur 2



Vi bedömer att det i närtid finns en fortsatt stor sannolikhet att vi återigen, i samband med något av de kommande valen i Europa, kommer att få stigande volatilitet på marknaden och då kunna erhålla bättre betalt genom att sälja t.ex. barriäroptioner.

Figur 3

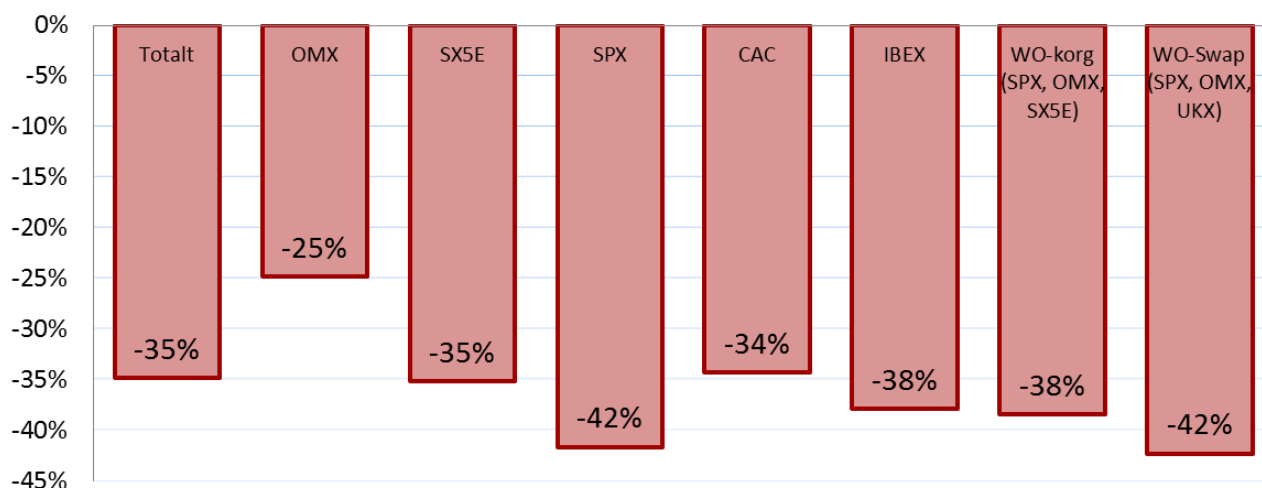


Våra barriärer för de sålda optionspositionerna ligger just nu på betryggande avstånd och kan i detalj studeras i **figur 4**. Snittbarriären ligger per årsskiftet på -34,8 %. Således kan börserna vi är exponerade emot i snitt falla nästan -35 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan ändå tillgodoräkna sig en positiv avkastning från derivaten.

Fonden är just nu väl balanserad för flertalet möjliga marknadsutvecklingar under det kommande året. För en kraftigt nedåtgående eller ihållande sidledes rörelse på börserna framöver kommer tidsvärden att ticka in allteftersom. Vi har också mer utrymme än tidigare att ta risk utifall vi får fallande marknader. I ett scenario med stigande aktiemarknader kommer vi att ha en positiv avkastning eftersom en majoritet av alla positioner i fonden då kommer att tjäna mer pengar utöver de tidsvärden som erhålls från premierna på befintliga barriär- och sälloptioner. För varje månad som går rullas hela tiden nya positioner in i portföljen och de positioner som förfaller just nu är gjorda då flera av börserna stod 10 till 15 procent högre än de gör idag, vilket gör att vi preserveerat det kapital som då exponerades och nu kan rulla om till dagens indexnivåer.

Figur 4

Snittavstånd för barrieroptionerna, 2016-12-31



År	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	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%	1,47%	2,42%

Jonas & Gustav

Stockholm den 5 januari 2017