

Fortsatt svaga börser i december. Globala skulder stiger till nya rekordnivåer. Volatilitet på 100-års lägsta.

Avkastningen i Crescit minskade med -1,07 % i december, vilket innebär att avkastningen under 2017 stannade på +1,40 %. Året som helhet motsvarade inte våra förväntningar på avkastning och vi är självklart inte nöjda. Fram till mitten av juni hade fonden en stark utveckling då framförallt derivatdelen bidrog kraftigt. Under andra halvan av året då derivatdelen fick en allt tuffare miljö i form av börsfallen klarade inte trendmodellerna av att kompensera då rörelserna under andra halvåret även präglades av stora svängningar på relativt kort tid. Som helhet var året på de finansiella marknaderna trendlöst och därmed var det svårt för trenddelen i vår fond att prestera ett positivt resultat. Utav fondens tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) hade ränta en positiv avkastning under månaden medan de övriga hade negativ avkastning. Vi försöker hela tiden utveckla Crescits förvaltning och kontinuerligt dra lärdomar. Vi är övertygade om att vår förvaltningsmodell framgent skapar incitament att med ett globalt mandat förvalta våra kunders pengar.

Volatiliteten för olika aktieindex har under hela året varit extremt låga nivåer, endast några få dagar har de kommit upp en aning innan nya bottennoteringar gjorts. I USA noterade t.ex. volatilitetsindexet VIX alla tiders bottenrekord i december då det var nere på 8,56. En skrämmande rundgång finns nu mellan extremt låga räntor (historisk forskning visar att de är på 5000 års lägsta), kraftig skuldexpansion (324 % av Global BNP), tillgångsvolatilitet (100 års lägsta) och finansinstrument som allokerar risk baserat på just uppmät volatilitet (2 biljoner USD). I dagsläget är "finansiell alkemi" det enda sättet att mätta vår globala avkastningshunger. Detta kommer att fungera ända tills det dödar det system som det samtidigt utgör näring för. Volatiliteten i sig själv är nu en komponent för att ta risk och volatilitet är källan till meravkastning i frånvaro av riktigt värde. En fara är att den korta volatilitetshandeln i alla dess former till slut kommer att bidra till en mycket våldsam rundgång med högre volatilitet. Detta i sin tur kan resultera i en hyperkrasch.

Vi tror att det är dumdrigt att anta att centralbankerna världen över kommer att "rädda aktiemarknaden vid behov" genom ännu mer stimulanser om t.ex. inflationen samtidigt skulle börja stiga. Det kan därmed inte nog understrykas att volatilitet endast är ett mått på sanning. Oavsett hur man mäter volatilitet, om det är i form av standardavvikelse, VIX eller någon annan obskyr formel så reflekterar volatilitet endast skillnaden mellan världen så som vi föreställer oss att den kommer att se ut och hur den faktiskt ser ut. Det innebär alltså att om vi inte finner sanningen så kommer alltid sanningen att finna oss genom volatiliteten. Till dess är det svårt att se hur börserna skall kunna falla 30-40% när långräntorna i stort sett hela den utvecklade delen av världen är långt under 4 %. Alternativen till aktier ger helt enkelt ännu sämre avkastning. Något man också bör bära med sig är att antalet räntesänkningar globalt från centralbankerna sedan Lehman Brothers nu uppgår till 702 stycken. Ett annat exempel som tydligt visar hur skevt sannolikheter bedöms just nu är Argentinas lyckade emission av en 100 årig statsobligation endast 1 år efter den senaste statskonkursen. Landet har dessutom ställt in betalningarna på sina obligationer 8 gånger de senaste 200 åren.

När det gäller centralbankerna och deras agerande under året blev det i stort sett såsom vi på förhand hade förväntat oss. Bank of Japan och ECB eldade på och köpte finansiella instrument för mer än 2 biljoner USD. Den globalt starka tillväxten samt den därtill tilltagande tillväxtoptimismen fick ändå det aggregerade centralbankskollektivet att under året föra en något stramare penningpolitik. Med det sagt har ändå både Riksbanken och ECB rört sig i litet långsammare takt än vad marknaden förväntade sig under inledningen av 2017. Att det fortsätter vara en stramare penningpolitik framöver är vi tämligen övertygade om. Enligt flera olika enkäter som görs av ledande banker ligger de största aktörerna på marknaden just nu positionerade för stigande räntor. Långräntorna i Tyskland rörde sig svagt uppåt under månaden och stängde månaden 5 punkter högre än i november. För året som helhet innebär det 12 punkter högre ränta. 10 årsräntan i USA var dock oförändrad både under december och för 2017 som helhet trots flera styrräntehöjningar. Detta

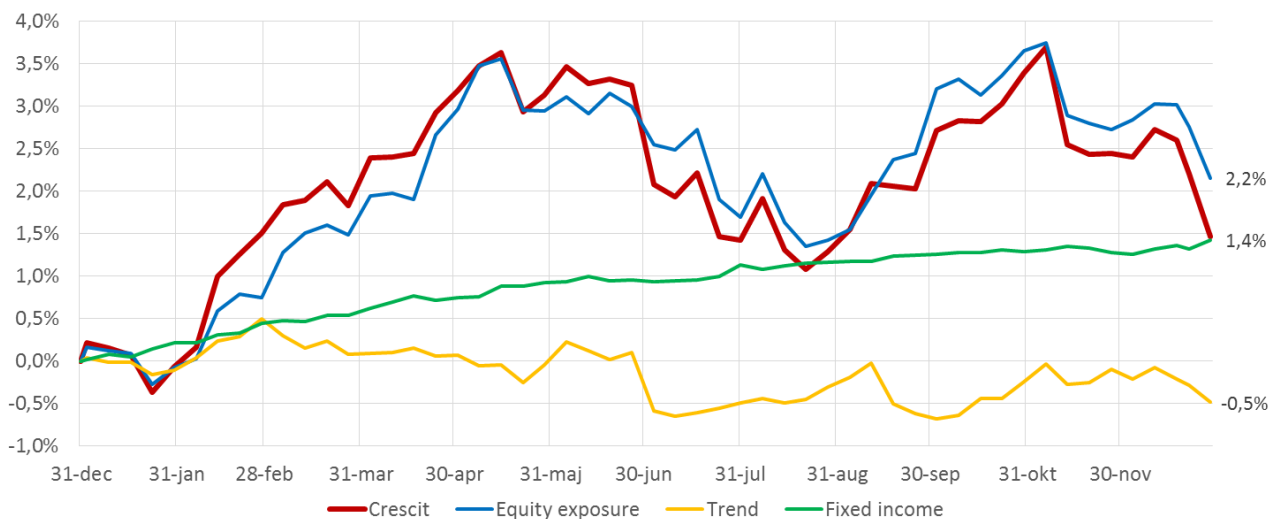
innebär en ännu flackare räntekurva, något som historiskt fungerat som en ledande indikator för kommande recession.

På hemmaplan i Sverige steg 10 årsräntan med 5 punkter under december, vilket innebär att den är 15 punkter högre än för ett år sedan. Kronan rörde sig i spannet 8,18 – 8,37 mot USD under månaden och stängde på den lägsta nivån på 8,18. Denna nivå innebär att den svenska kronan stärktes med nästan 10 % eller 89 öre från 9,07 till 8,18 mot US-dollar under året. Tittar vi istället på den svenska kronan gentemot euron så försvagades kronan med 27 öre från 9,55 till 9,82 kronor per Euro. Crescit har under hela året varit skyddad mot valutarörelserna via valutaterminer och ibland även genom valutaoptioner.

Under december fortsatte de neråtgående rörelserna på börserna i Sverige och Europa. Rörelserna på dagsnivå under december var relativt sett ganska små fram till sista handelsveckan, då de negativa rörelserna tilltog ordentligt. När vi summerar månaden kan vi konstatera att den svaga utvecklingen tar marknaden tillbaka till de nivåer som rådde i början av 2017. Stockholmsbörsen föll med -2,06 % under månaden och europeiska Eurostoxx-indexet sjönk med -1,85 % under månaden. Börsen i USA fortsatte däremot sin smått otroliga resa uppåt även denna månad och steg med +0,98 % i lokal valuta. Avslutningsvis kan vi konstatera att världsindexet MSCI-World steg med +1,26 % mycket pga den starka utvecklingen i USA under månaden. Brentoljan fortsatte på den inslagna vägen från månaden innan och rörde sig vidare uppåt under december för att stänga på 66,9 USD/fat, vilket innebär en mycket kraftig månadsuppgång på +7,27 %.

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 alla börser som vi är exponerade emot gick neråt. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivaten blev -0,91 % under december månad. Den negativa siffran härstammar till största delen från förluster i köp- och säljoptionerna som är exponerade mot Eurostoxx-indexet och OMXS30-indexet. För våra sålda barrieroptioner sjönk också värderingarna. Trots att den ekonomiska grundbilden i Europa ser bättre ut än på väldigt länge föll börserna med omkring -5 % runt om i EU under november och december. Trump lyckades till slut mangla igenom de utlovade skattesänkningarna innan jul, vilket i linje med förväntat ledde till förnyat bränsle under den amerikanska börsbrasan. Tyvärr blev det inte alls som vi hade förmodat, dvs. att riskaptiten även skulle smitta av sig till Sverige och Europa där fonden har de största derivatexponeringarna. Med 2017-års facit i hand kan

konstateras att Crescit under året hade alldeles för lite exponering mot de amerikanska aktiemarknaderna. Detta var, trots alla analyser vi på förhand gjorde, ett felbeslut som kostade avkastning.

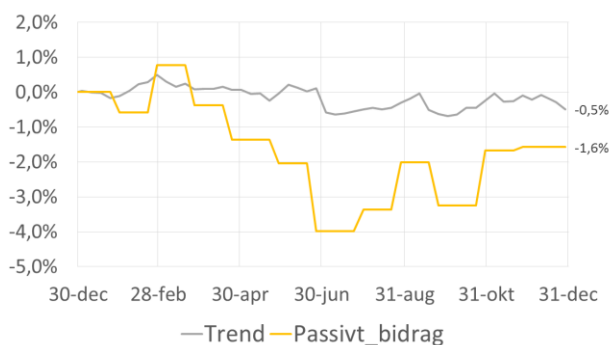
Våra räntepositioner hade en positiv avkastning på +0,10 % under månaden. För året som helhet har räntepositionerna gett ett bidrag på +1,39 %, vilket är i linje med vår förväntan. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +1,53 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger sammanlagt på 1 år och 2 månader.

Under månaden tappade trenddelen ytterligare avkastning. Tappet var på grund av fallen på europabörserna (trendvändning) samt avsaknaden av trender i räntemarknaden. Under året tappade trenddelen totalt -2,58 %, vilket innebar ett portföljbidrag på -0,5 % under 2017. Exponeringen vi har mot olika trendmodeller varierar vid varje given tidpunkt och är en funktion av hur mycket sålda säljoptioner vi har i fonden.

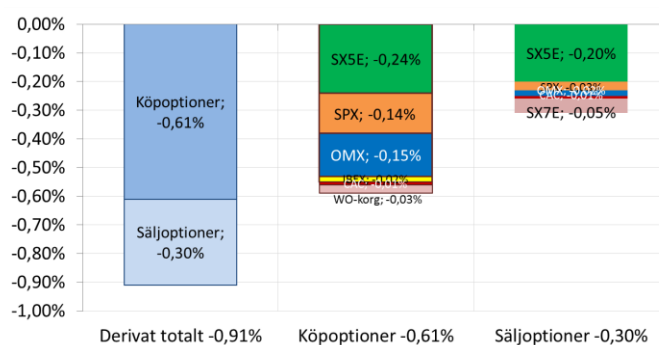
Handeln i Crescit har under året fokuserats på den, för oss, kortare delen av volatilitetskurvan. På den längre änden av kurvan har "illikviditetspremierna" eroderats nästan helt och nivåerna har dessutom smittats av de extremt låga förväntade nivåerna på volatilitet (VIX, V2X m.fl.). Detta gäller framförallt i USA. Den förhöjda sannolikheten för en sättning på aktiemarknaden när konjunkturen mognar kompenseras inte alls av optionspremierna idag. Ett typexempel på detta är att vi såg snittpremierna på 70 procentiga barriäroptioner (börsen ner -30 %) torka upp från normalnivån på 4-5 % per år till 1-2 % under 2017. Det är just nu mycket svårt att hitta s.k. "Carry" till vettig risk och därför underfinansierar vi hellre vårt positionstagande än "blint" tvingar in positionerna i boken.

Eftersom vi successivt under året sålt allt mindre barriäroptioner som följd av ovanstående så har även behovet av traditionella trendmodeller minskat. Trendmodellernas roll i Crescit är ju som bekant att skydda "svansriskerna". Då vi har mindre volym i sålda barriärer har vi också per automatik mindre behov av trendmodeller i fonden. Det är orsaken till varför vi under året minskat på exponeringen mot dessa. Detta blev under året mycket framgångsrikt då vi genom lägre vikt lyckades avkasta 1,1 % bättre än att enbart vara passiva i vår exponering (**figur 2**). Effekten blir denna i och med att "kostnaden" för att skydda svansriskerna detta år visade sig bli väldigt höga = negativ avkastning på trendmodeller och inga stora börsrörelser.

Figur 2



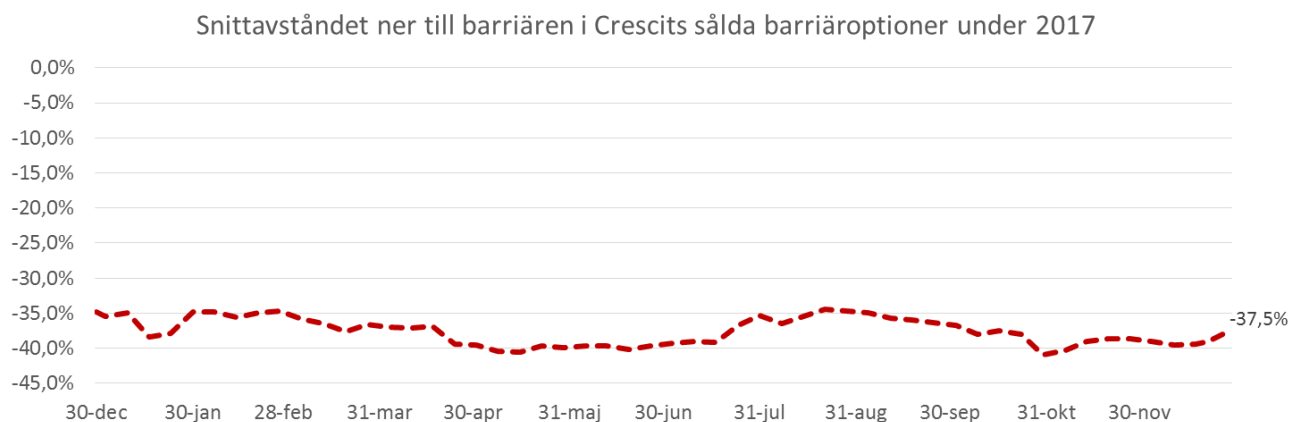
Figur 3



Om vi fokuserar mer på derivaten och tittar på **figur 3** ovan kan vi konstatera att bidraget till totalavkastningen i fonden under december var negativt med -0,91 %. De senaste två månaderna tappade -2,08 %. Bidraget från köpoptionerna minskade i december med -0,61 % medan säljoptionerna hade en minskning på -0,3 % under månaden. Tittar vi på enskilda index kommer det enskilt mest negativa bidraget i december från Eurostoxx. Totalt stod indexet för -0,44 % i negativt bidrag. För helåret 2017 rådde dock det omvända och Eurostoxx stod för +0,44 % i portföljbidrag.

Avståndet till barriärerna för de sålda optionspositionerna minskade under månaden till följd av börsfallen.

Trots minskningen ligger nivåerna kvar på väldigt betryggande avstånd. Snittbarriären ligger på -37,5 % per den sista december. Hur snittbarriären rört sig under året kan studeras i **figur 4**.

Figur 4


Efter år av ekonomisk tillväxt pekar allt på att vi närmar oss konjunkturcykelns topp, eller åtminstone är vi just nu inne i den senare delen av uppgången. Utan att lägga någon värdering i när konjunkturtoppen sker så vet vi, baserat på historien, att en sådan ökar sannolikheten för en börssättning markant. Denna sannolikhet anser vi 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. 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. Avkastningen blir i det närmaste binär till en mycket begränsad kostnad, men det kräver en rörelse för att komma åt exponeringen. Nedsidan i fonden är idag mer begränsad vid en större börssättning än någonsin tidigare.

När det nya året startar kan det vara intressant att bära med sig några faktum; som t.ex. att en fortsatt uppåtgående aktiemarknad i USA fram till den 22 augusti 2018 blir det den längsta "bullmarknaden" någonsin i USA (sedan börsen startade år 1792), eller att om S&P 500 bryter nivån 2 863 slås även rekordet för den största uppgången någonsin (dit är det bara 4,5%), eller att amerikanska aktier har vid endast 3 tillfällen tidigare i historien haft en bättre avkastning än obligationer under 7 kalenderår i rad (senast det hände var 1928). Även här kan också rekord slås under 2018! Aktiemarknaden har dessutom byggt upp den största diskrepansen i värdetillväxt någonsin mellan USA och Europa på rullande 5 år.

Prognosen om en fortsatt god ekonomisk medvind över ännu ett par kvartal gör nog att bolagens vinstprognoser för 2018 kommer att hålla sig tämligen väl. Mest positiva är vi till Europa där vi anser att börserna torde ha bättre utrymme att överraska mer positivt. Glädjande är också att premierna för att sälja barrieroptioner har stigit under de senaste 2 månaderna. Inledningen av 2018 har varit stark för Crescit och fonden är i skrivande stund upp +1,3 %. Gott nytt år vill vi tillönska er alla!

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%

Jonas & Gustav

Stockholm den 6 januari 2018