

Stark global konjunktur. USA-börserna fortsätter sätta rekord. FED höjer i mars. Stigande inflation i EU.

Avkastningen i Crescit var positiv under månaden och fonden ökade med +1,88 %, vilket innebär att avkastningen för de senaste 12 månaderna uppgår till +5,91 %. Fondens tre avkastningsdrivare bidrog alla med positiv avkastning i februari. Volatiliteten på aktiemarknaderna är fastcementerade på historiskt låga nivåer. VIX-indexet är nära de nivåer där det tidigare bottnat vid lågvattenmärkena i januari 2007 och i januari 1994. Månaden avslutades med att president Trump höll tal till kongressen. Den som hade hoppats få fler detaljer och därmed en större klarhet i hur presidenten skall finansiera alla sina löften (t.ex. massiva skattesänkningar, 1000 miljarder till infrastruktur, muren mot Mexiko, förbättrad hälsovårdsreform, osv.) blev nog besviken. Världens aktiemarknader tog dock ett rejält kliv uppåt efter talet och volatiliteten sjönk ytterligare.

Aktiemarknaderna klättrade uppåt under februari. I de allra flesta länderna steg börserna under första halvan av februari för att sedan tappa av litet under den andra halvan. Bolagsresultaten var klart starkare än väntat på de allra flesta håll. Europeiska aktieindexet Eurostoxx 50 steg med +2,75 % som följd av att Frankrike och Tyskland visade starka avkastningar. I Sverige följde börserna övriga Europa och OMX30-indexet steg under februari med +2,17 %. Utav de stora aktiemarknaderna i världen fortsatte USA att prestera fin positiv avkastning – upp +3,72 % under årets andra månad. I Storbritannien steg börserna med +2,31 %. Hong Kong steg kraftigt under februari och stängde +5,04 %. Oljepriset (Brent) rörde sig hela månaden inom spannet 54-57 USD/fat (precis som i januari) och stängde månaden på 56,51 USD/fat.

Som vi skrivit tidigare är konjunkturoptimismen i marknaden mycket stark trots att återhämtningen redan går på övertid. De senaste veckorna har detta eldats på med starka bolagsrapporter, starka siffror för ledande indikatorer och faktiska makrosiffror som verkligen inte tyder på någon snar konjunkturavmattning. Vi är helt enkelt inne i en period med relativt sett bra medvind i den globala konjunkturen. Vad som är extra intressant denna gång är att konjunkturuppgången är synkroniserad globalt. Oftast är det någon världsdelen som inte riktigt hänger med, men denna gång är faktiskt både Europa, USA, Afrika, Australien och Asien upp samtidigt. Huruvida 2017 som helhet ser en fortsatt förbättring av konjunkturen för åttonde året på raken återstår dock att se, men det som talar starkt för en fortsatt förbättring är politikernas stora ovilja att bromsa skuldsättningen.

Den tydligaste risken för att den globala konjunkturen faktiskt skulle tappa i fart under året är nog någon form av regelrätt handelskrig till följd av Trumps nya politik. Trumps agerande sedan han tillträdde presidentposten har accentuerat marknadens underliggande oro för att USA kan komma att isolera sig mer ifrån omvärlden och att det i förlängningen skall leda till problem för den globala handeln. I "Amerika främst"-strategin ingår t.ex. planen att införa importtullar på varor från andra länder. Dock börjar nu fler och fler röster inom det republikanska partiet att motsätta sig upplägget i dess nuvarande form. Mycket talar därmed för att det inte kommer att bli så illa som många oroar sig för. Trump gav inte heller några detaljer i sitt linjetal till kongressen utan alla får snällt vänta till maj. Väntan i sig gör det mycket möjligt att vi i närtid får mer osäkerhet och svagare momentum på börserna då delar av Trump-traden kanske pysar ur.

När det gäller centralbankerna är vi övertygade att räntorna är på väg uppåt. Även långräntorna kommer sannolikt att stiga under de kommande åren. Självfallet kommer det något hack neråt i räntekurvan här och där, men på det stora hela ligger risken på uppsidan. Ett sådant hack blev februari när vi såg långräntorna falla på samtliga utvecklade marknader. I Sverige föll 10 årsräntorna med cirka 20 punkter under månaden

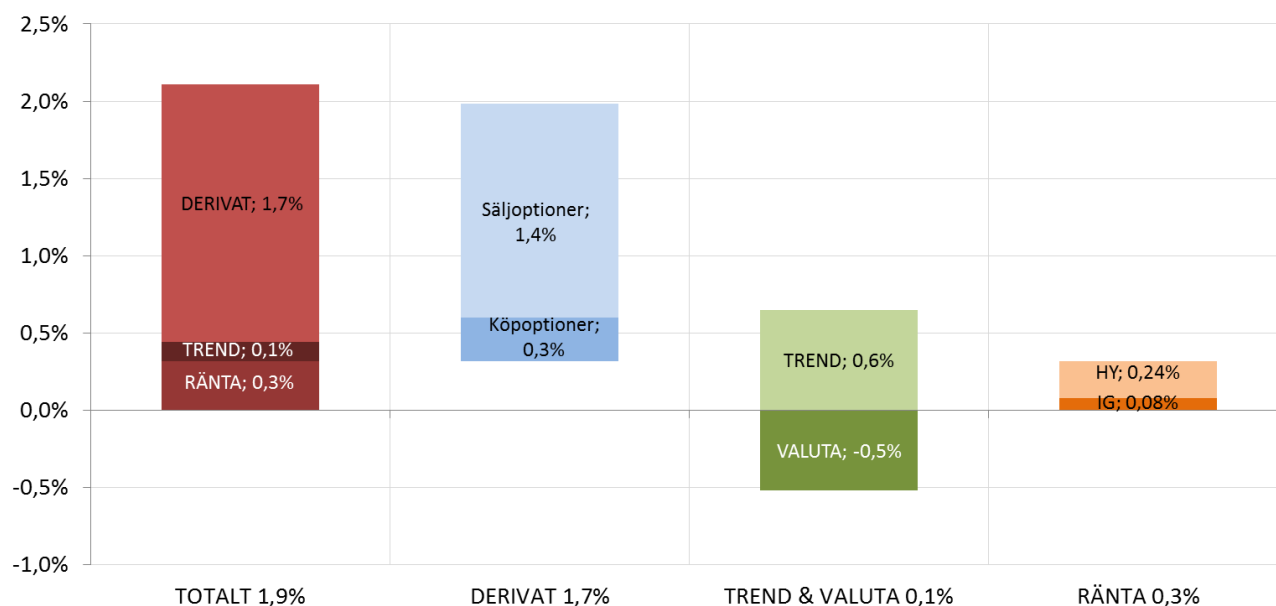
och ligger nu återigen på 0,52 %. Sannolikheten för att Riksbanken har sänkt färdigt har ökat ännu mer under februari och nästa steg, efter de förlängda obligationsköpen, blir istället en räntehöjning. I USA är FED's egen prognos att räntan kommer att höjas tre gånger både 2017 och 2018. En höjning från FED i mars känns mycket sannolik. Marknadsreaktionerna har såhär långt varit optimala när FED signalerat höjning; stabil dollar, börsstyrka och rimliga effekter på räntan. Trumps finanspolitik spelar heller ingen roll i det korta perspektivet. Mycket talar för att FED är trygga att strama åt penningpolitiken framöver.

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

Trendmodellernas avkastning under februari steg och stod för ett positivt bidrag på +0,6 %. Vinsterna i trenddelen under månaden genererades främst i aktiesegmentet men även den amerikanska dollarns tidigare styrka som nu återkom var en tydlig trend som tjänade pengar. Aktieindexens korta trend fortsatte också uppåt under månaden vilket främst kan härledas till de amerikanska börserna vars långvariga uppgång fortsatte även i februari.

Våra valutaskydd missgynnades av att dollarn stärktes mot kronan under månaden och stod för ett negativt portföljbidrag på -0,5 %. Som helhet blev månaden en framgång för trenddelen då förluster uppstått i detta segment ända sedan sommaren 2016. Det är emellertid viktigt att komma ihåg att fondens exponering mot olika trendmodeller har minskat risken väsentligt i fonden över tid, särskilt under de perioder när volatiliteten varit som allra störst. Newedge-index för trendföljande hedgefonder var upp +2,31 % under februari.

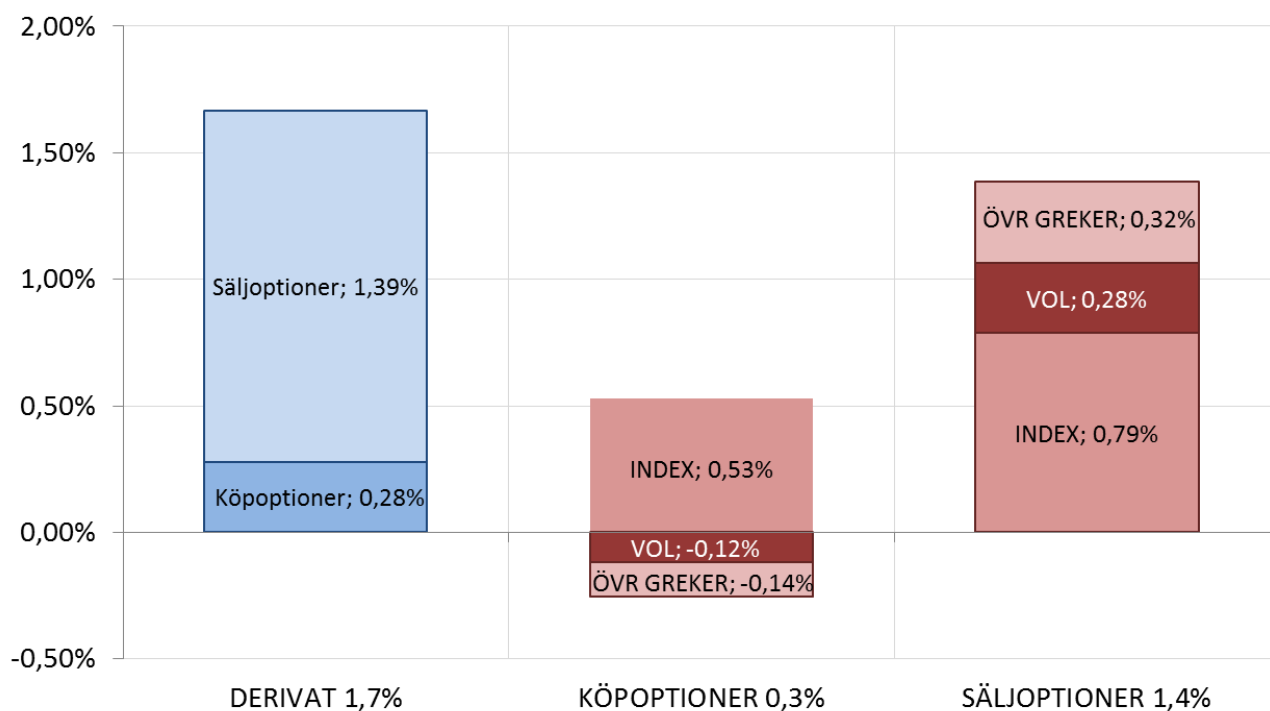
Våra räntepositioner hade en positiv utveckling under månaden och bidrog med +0,32 % efter att våra innehav i High Yield obligationer avkastat +0,24 %. Även våra innehav i Investment Grade papper hade ett positivt bidrag på 0,08 %. I skrivande stund har ränteboken en löpande avkastning som uppgår till +1,38 % per år. Kreditbindningen är nu 1 år och 8 månader i portföljen.

Figur 1


När det gäller våra derivatpositioner hade vi ett starkt positivt bidrag på +1,66 % under februari månad. Månadssiffran är dels ett resultat av börsrörelser på alla de marknader där vi är aktiva, men denna månad påverkar även trenddelen och sjunkande långräntor avkastningen positivt. Volatiliteten gick neråt under månaden vilket dock hade en svagt positiv inverkan på våra derivat. Under februari ökade värdet på våra köpoptioner på samtliga marknader. Vi fick även upp värderingarna på våra sålda barriäroptioner mot framför allt OMX och EuroStoxx. Vår långa exponering mot de amerikanska börserna hade en stark månad.

Under månaden utnyttjade vi volatiliteten i Europa för att sälja volatilitet och köpa tajta callspreadar med hög nominal. Vidare har vi under månaden handlat i kontrakt på S&P 500. Den historiskt låga realiserade såväl som implicita volatiliteten har medfört att vi fortsatt kunnat ta hem vinst i optionskontrakt med kort löptid och rulla om optionerna till låga premier utan att behöva ställa någon risk (sälja optioner/barriärer). Utrymmet att addera risk finns fortsatt och vi ser med tillförsikt fram emot att riskaversionen som uppvisas på räntemarknaden i och med de stigande franska långräntorna skall smitta av sig på aktiemarknaden. På trendsidan fortsätter vårt arbete med att omstrukturera boken utifrån den befintliga risken vilket tydligt har betalat sig under året. De traditionella trendmodellerna spretar något där vissa innehav trots en stark februari månad fortsatt gör ett svagt år medan andra modeller klarat sig mycket bättre. Fortsatt omstrukturering i trenddelen kommer att ske under mars. Exponeringsmässigt har vi i nuläget mest derivatrisk mot svenska OMX och det breda SX5E-indexet, följt av IBEX.

Om vi fokuserar på derivaten i **figur 2** kan vi konstatera att bidraget under februari var starkt. Marknadsvärdet för säljoptionerna ökade med +1,4 % och köpoptionerna med +0,3 % under månaden.

Figur 2


Fokuserar vi enbart på säljoptionerna består värdeförändringen av +0,79 % från indexrörelser, +0,28 % från volatilitet samt +0,32 % från "övriga greker", dvs. parametrar såsom ränta, löptid kvar, etc. Premierna vi erhåller för att sälja risk fortsatte ner ytterligare lite till under månaden som en direkt konsekvens av den fallande volatiliteten och ligger därmed under sina historiska snittnivåer. Exempelvis låg premierna för att sälja 12 månader långa barriäroptioner på samma låga nivå som vi såg dem under sommaren 2014. Detta

gäller även för barrieroptioner med löptider på 18 månader och 2 år. 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. barrieroptioner.

Våra barriärer för de sålda optionspositionerna ligger just nu på betryggande avstånd och kan i detalj studeras i **figur 3**. Snittbarriären ligger per sista januari på -36,3 %. Således kan börserna vi är exponerade emot i snitt falla drygt -36 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan ändå tillgodoräkna sig en positiv avkastning från derivaten. Vi har även ett antal sålda barriärer på så kallade worst-of korgar. Dessa korgar består av ett antal olika index (normalt 2-4 stycken), där man tar utgångspunkt i det index som presterat sämst. När man identifierat det index som gått sämst görs mätningen ner till barriärnivån. Vi arbetar även här endast med de största likvida indexen som vi redan har exponering emot i övriga derivatboken. Vilka index det handlar om specificeras i figur 3 under WO-korg och WO-swap.

Fonden är i dagens läge balanserad för flertalet möjliga marknadsutvecklingar under innevarande kalenderår. Får vi en nedåtgående eller ihållande sidledes rörelse på börserna framöver kommer våra tidsvärden att ticka in allteftersom (tidsvärdena är lite lägre nu än tidigare då vi inväntar högre volatilitet). Vi har också betydligt mer utrymme än tidigare att ta risk utifall att vi får fallande börser. 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 säljoptioner.

Figur 3
Snittavstånd för sålda barrieroptioner i Crescit 2017-02-28


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%
2017	-0,27%	1,88%											1,61%

Jonas & Gustav

Stockholm den 6 mars 2017