

**Trump har rivstartat och börserna i USA står rekordhögt. Tidiga tecken på stigande inflation i Europa.**

Avkastningen i Crescit var negativ under månaden och fonden minskade med -0,27 %, vilket innebär att avkastningen för de senaste 12 månaderna uppgår till +4,98 %. Den negativa månadsavkastningen berodde till största delen på att en av våra trendmodeller underpresterade. Volatiliteten uppvisade fortsatt nedåtgående rörelse under januari och har nu slutligen nått historiskt låga nivåer. VIX-indexet är nu på samma nivåer som där det bottnade i januari 2007 och i januari 1994. Faktum är att VIX-indexet nådde en av de lägsta noteringarna någonsin på 10,37 under januari. Det skall därför bli intressant att se hur detta index utvecklas under de kommande 3 månaderna, inte minst mot bakgrund av den enighet som på finansmarknaden råder över att vi kommer få se en ökad volatilitet i samband med de kommande valen i Europa och Trumps förehavanden samt andra geopolitiska risker.

Aktiemarknaderna inledde årets första veckor i sidled. I de allra flesta länderna föll sedan börserna och slutade månaden på minus. Detta trots att de aggregerade bolagsresultaten var starkare än väntat på de allra flesta håll. Europeiska aktieindexet Eurostoxx 50 föll med -1,82 % som följd av att Frankrike och de flesta sydeuropeiska länderna visade ordentligt negativa avkastningar. I Sverige gick det dock mycket bättre än i övriga Europa och OMX30-indexet steg under januari med +1,29 %. Utav de stora aktiemarknaderna i världen fortsatte USA att prestera fin positiv avkastning på +1,79 % under årets första månad. I Storbritannien hejdade sig börserna lite efter fjolårets kraftiga uppgång och stängde januari på -0,61 %. Oljepriset (Brent) rörde sig hela månaden inom spannet 54-57 USD/fat och stängde månaden på 55,58 USD/fat.

Huruvida 2017 ser en fortsatt förbättring av konjunkturen för åttonde året på raken återstår att se, men det som talar starkt för en fortsatt förbättring är politikernas stora ovilja att bromsa skuldsättningen. Konjunkturoptimismen i marknaden är stark trots att återhämtningen redan går på övertid. De senaste veckorna har detta även eldats på med starka rapporter från börsbolagen och makrosiffror som verkligen inte tyder på någon snar konjunkturavmattning.

Den största synliga risken just nu för att den globala konjunkturen skulle tappa fart under året är nog någon form av handelskrig till följd av Trumps nya politik. Trumps agerande sedan han tillträdde presidentposten har accentuerat marknads underliggande oro för att USA kan komma att isolera sig allt 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 45-procentiga importtullar på varor från Kina. Problemet är att Kina deklarerat att man i så fall kommer att svara med samma mynt. Då står vi inför ett handelskrig mellan USA och Kina där sannolikt även andra länder kommer att dras in. Om amerikanska varor och tjänster blir dyrare i Kina så hotar det naturligtvis jobben i USA.

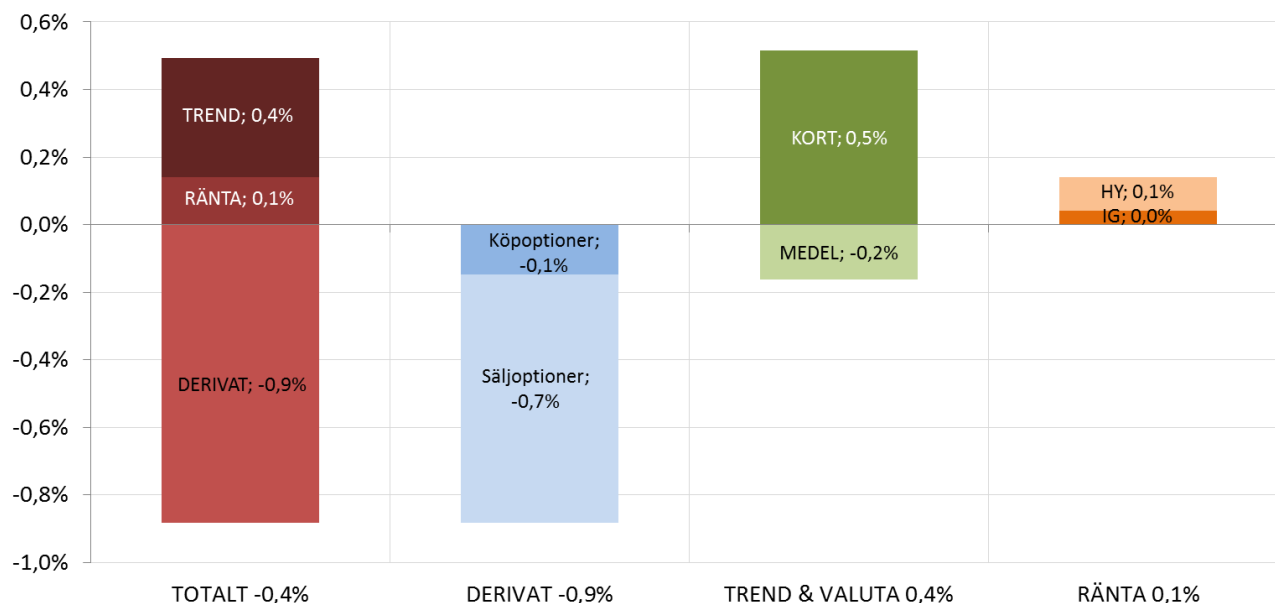
När det gäller centralbankerna är vår fortsatta känsla att räntorna är på väg uppåt. Självfallet kommer det något hack neråt i räntekurvan här och där, men på det stora hela ligger risken på uppsidan. Långräntorna steg också raskt vidare uppåt på samtliga utvecklade marknader under januari (dock steg 10 åringen i USA endast 2 bp). I Sverige steg 10 årsräntorna med cirka 20 punkter under månaden och ligger nu på 0,75 %. För Sveriges del får Riksbanken, i sin jakt på högre inflation, för tillfället bra hjälp av dåligt väder i Syd-Europa som ger extremt dyra grönsaker men även den svaga kronan mot framförallt US-dollar och Euron hjälper till. Sannolikheten för att Riksbanken har sänkt färdigt har ökat ytterligare under januari 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.

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

Trendmodellernas avkastning under januari steg och stod för ett positivt bidrag på +0,4 %. Förlusterna i medellånga trenddelen under månaden genererades främst i aktiesegmentet men även den amerikanska dollarns tidigare styrka som nu kraftigt reverserades var ett tydligt trendbrott som kostade pengar. Aktieindexens korta trend fortsatte uppåt under månaden vilket främst kan härledas till de amerikanska börserna vars uppgång under 2016 fortsatte även i januari. Våra valutaskydd gynnades också av dollarns branta fall under månaden. Som helhet blev månaden en besvikelse för medellånga 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 ner -0,99 % under januari.

Våra räntepositioner hade en positiv utveckling under januari och bidrog med +0,1 % efter att våra innehav i High Yield obligationer avkastat +0,42 %. Även våra investment grade papper hade ett positivt bidrag. I skrivande stund har ränteboken en löpande avkastning som uppgår till +1,54 % per år. Kreditbindningen är nu 1 år och 3 månader i portföljen.

**Figur 1**

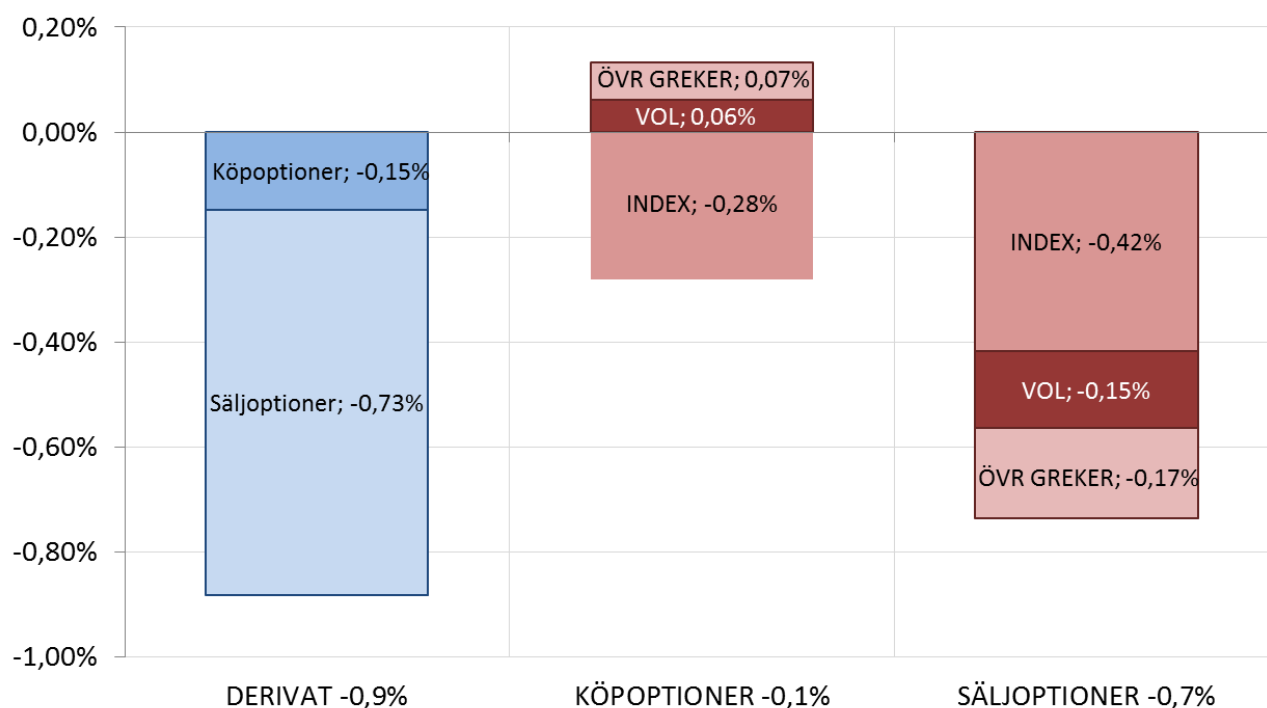


När det gäller våra derivatpositioner hade vi ett negativt bidrag på -0,88 % under januari månad. Månadssiffran är dels ett resultat av börsrörelser på alla de marknader där vi är aktiva, men denna månad påverkar den starkare kronan och stigande långräntan mer än vanligt. Dessa rörelser är säkrade och kommer som plus i kort trend. Volatiliteten gick neråt under månaden vilket dock hade en svagt positiv inverkan på våra derivat. Under januari ökade värdet på våra köpoptioner i OMX och IBEX. Vi fick även upp värderingarna på ett antal barrieroptioner mot framför allt OMX. EuroStoxx och CAC-index hade genomgående en svag månad.

I mitten av januari sålde vi tillbaka ett antal köpoptioner på OMX och IBEX som hade gått väldigt starkt sedan Brexitomröstningen förra sommaren. Risker för dessa instrument var väldigt skev utifall att vi skulle få se en sänkning i aktiemarknaden över de kommande 3-6 månaderna. Avsikten var och är att minska fondens känslighet inför vårens val och stigande oro för Trump. Genom att samtidigt som vi sålde dessa köpoptioner rulla in ett antal nya har vi samma känslighet för fortsatta börsuppgångar som innan men med en betydligt reducerad nedsida om det motsatta inträffar. Våra stängningar har gjort att vi även skapat mer utrymme i fonden för att kunna ta mera risk om marknaden skulle fortsätta att falla under våren. 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 januari var utmanande. Marknadsvärdet för säljoptionerna minskade med -0,7 % och köpoptionerna med -0,1 % under månaden.

Fokuserar vi enbart på säljoptionerna består värdeförändringen av -0,42 % från indexrörelser, -0,15 % från volatilitet samt -0,17 % från "övriga greker", dvs. parametrar såsom ränta, löptid kvar, etc. Premierna vi erhåller för att sälja risk fortsatte ner lite till under månaden som en direkt konsekvens av den fallande volatiliteten och ligger därmed under sina historiska snittnivåer. Nivåerna håller sig dock på en bättre nivå än vad som var fallet under 2014. Exempelvis låg premierna för att sälja 12 månader långa barrieroptioner på 12 månaders lägsta vid utgången av januari. Detta gäller även för barrieroptioner med löptider på 18 månader och 2 år. Premierna är nu på samma nivå som strax innan de stora börsfallen i augusti 2015.

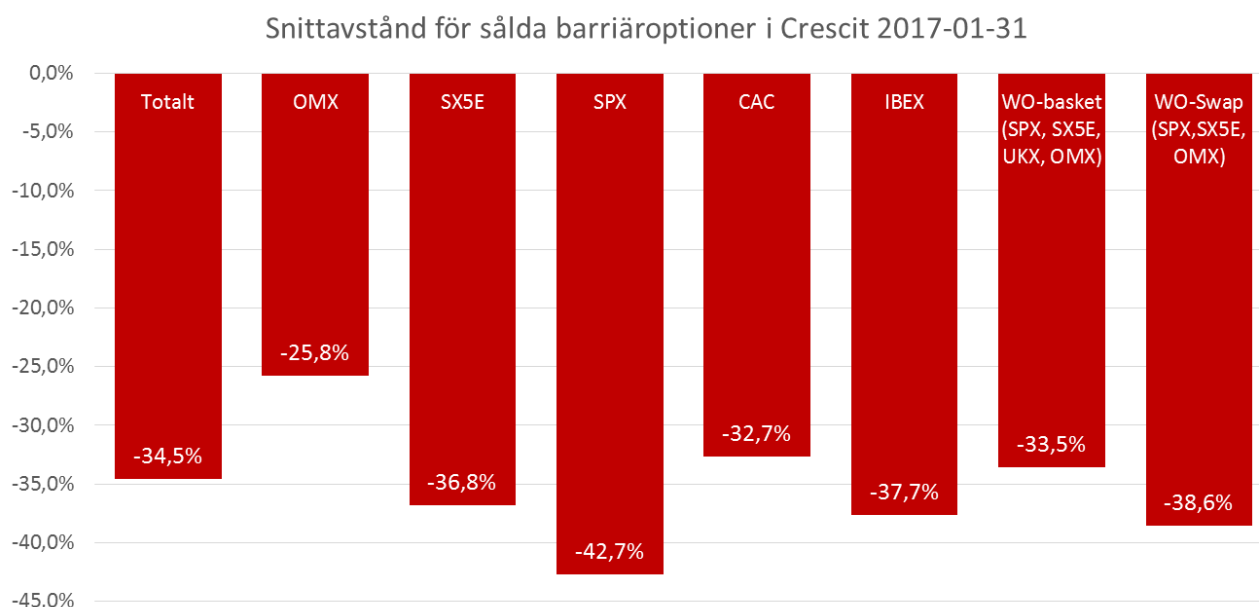
**Figur 2**


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. 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 -34,5 %. 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. 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 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 5 till 10 till 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 3**


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%	3,00%	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%												-0,27%

Jonas &amp; Gustav

Stockholm den 3 februari 2017