

Mer centralbanksstimulanser väntas. BoE går mot nollränta, FED osäkert. Rekordlåg volatilitet.

Avkastningen i Crescit var positiv under månaden och fonden ökade med +0,18 %, vilket innebär att avkastningen för 2016 uppgår till +1,70 %. Månaden kännetecknades av en jämn och ovanligt låg volatilitet. På vissa löptider är volatiliteten nu nere på nivåer vi inte sett sedan mitten av 1990-talet. De index som vi har störst exponering gentemot är fortsatt OMX och SX5E. Vi håller igång vårt stabila "brobyggande" över den pågående nedåttrenden i börsindex, men vi samlar samtidigt också mer "torrt krut" inför eventuella framtida börsuppgångar eftersom vi kan skapa nya derivatpositioner som ersätter de gamla som förfaller. Dessa gamla positioner har behållit hela sitt ursprungskapital under det långa börsfallet, dvs. de har inte brutit sina barriärer.

Aktiemarknaderna är under 2016 negativa i de allra flesta länderna, trots kraftiga uppgångar under sommaren. Europeiska aktier uppvisar genomgående negativa siffror för året; Eurostoxx 50 indexet har tappat -7,48 % samtidigt som tyska DAXX indexet gått ner med -4,35 %. I Sverige har OMX30 fallit -1,98 % under året. Utav de stora aktiemarknaderna i världen har USA och Storbritannien fortsatt sin klättring uppåt under sommaren och har nu positiva avkastningar på +6,21 % resp. +8,64 % under året. Under augusti stack OMX30 indexet ut, då det var det index som gick upp mest av dessa under augusti. Oljepriset (Brent) steg kraftigt under augusti och stängde månaden på 47,04 USD/fat. Detta är en prisuppgång på nästan +7 % under månaden. Farhågan i juli om att oljepriset åter skulle falla ner under 40 USD/fat är nu mer avlägsen.

De mjuka centralbankerna samt oljeprisets uppgång under månaden har återigen skapat utrymme för mer riskaptit på de finansiella marknaderna. Räntemarknaden fortsätter att diskontera sänkningar från ECB på septembermötet även om Draghi indikerat att botten är nära. En sänkning skulle underminera den redan svaga europeiska banksektorn. Borta i Japan säger centralbankschef Kuroda att "tekniskt sett kan vi sänka mer". Vi bör ha i åtanke att i anslutning till nästa penningpolitiska möte 21 september ska Bank of Japan presentera en "omfattande utvärdering" av penningpolitiken. En stressad centralbank i Japan kan mycket väl sänka igen eller utöka QE. Här hemma i Sverige är det samma melodi. Riksbanken kan troligen fortsätta att köpa obligationer även under nästa år. Enligt M Flodén syns inga tecken på att QE-politiken skulle ha skadat likviditeten eller att Riksbanken haft svårt att hitta obligationer att köpa. Vår tolkning av detta är att Riksbanken vill ha möjligheten att kunna hålla jämna steg med ECB:s obligationsköp ett tag till. Vi tror fortsatt att sannolikheten är stor att ECB redan i september kan komma att besluta om att förlänga QE-programmet med ytterligare sex månader till september 2017. Stimulanser av denna kaliber torde öka investerarnas riskvilja ytterligare och vi borde se stigande börskurser i Europa under september. Vi bedömer att FED inte heller har tillräckligt starka siffror för en höjning i september.

Trots otaliga domedagsprofetior inför en eventuell Brexit så har de initiala konsekvenserna på Storbritanniens ekonomi blivit betydligt mildare än väntat, märk dock att vi endast har ytterst få datapunkter att utvärdera än så länge. Statistiken skall dessutom ses i ljuset av en kraftig pundförsvagning som gynnar exportsektorn och besöksnäringen. Till det bör tas i beaktning den snabba utnämningen av Theresa May som ny partiledare för de konservativa och tillika premiärminister för Storbritannien. Utnämningen som inom partiet brukar ta månader skedde på ett par veckor vilket skapade trygghet inom landet. Under sommaren överraskade detaljhandelsförsäljningen med att öka betydligt mer än väntat och CBI-barometern visade nyligen att efterfrågan från utlandet ökar kraftigt hos brittisk industri. Exportorderingsgången steg till tvåårshögsta i augusti. Allt mer talar också för att fallet i inköpschefsindex i juli var en överreaktion och vi bör därmed se en återhämtning av nedgången i augusti. Därmed ter sig ett

omedelbart recessionsscenario avlägset, om än avhängt på ett fortsatt svagt pund. Huruvida FTSE100 och i synnerhet det mer inhemska FTSE250 indexet skall fortsätta uppåt är dock osäkert mot bakgrund av att förhandlingarna med EU faktiskt inte börjar formellt förrän den så kallade Article 50 aktiveras. Därefter är landet ur EU på två år. Tidpunkten för när ett formellt utträde ur unionen initieras är fortsatt oklart, en tidig aktivering av Article 50 i Q1 medför att det faktiska utträdet sker i samband parlamentsvalet till EU vilket sannerligen skulle påverka förhandlingsviljan för kvarvarande stater i unionen. Även om det tydligt förklaras att "Brexit means Brexit" så börjar det gå upp för lämna sidan att förhandlingarna kommer att bli betydligt tuffare än vad man låtit folket tro.

Den osäkerhet som för tillfället råder på världens finansmarknader är till stor del driven av politisk oro. I USA har vinden mojnät för D. Trump under augusti. Från att ha haft vinden i ryggen under våren och sommaren drar flera tunga republikaner in sitt stöd för Trump. Därtill vill cirka 20 % av de partianslutna republikanerna att Trump hoppar av presidentvalet. Med 2 månader kvar talar allt mer för att USA i november väljer H. Clinton till den första kvinnliga presidenten i landets historia, men det är ännu alldeles för tidigt att räkna bort Trump (som t o m leder i en del opinionsundersökningar). Troligen kommer finansmarknaderna att gilla Clinton mer än Trump och den amerikanska dollarn borde, om hon väljs, stärkas mot andra valutor.

Trendmodellerna bidrog negativt under månaden. De var till stor del oljepriset som gjorde att de tappade i under månaden. I mitten av augusti drog vi dock ner lite exponering mot CTA då en av de indikatorer som vi arbetar med började indikera för minskning. Trenddelen tillsammans med övriga skydd bidrog med -0,4 % under augusti, vilket ger ett bidrag på +1,1 % hittills under 2016. Våra räntepositioner bidrog positivt även denna månad med en avkastning på +0,2 % under månaden.

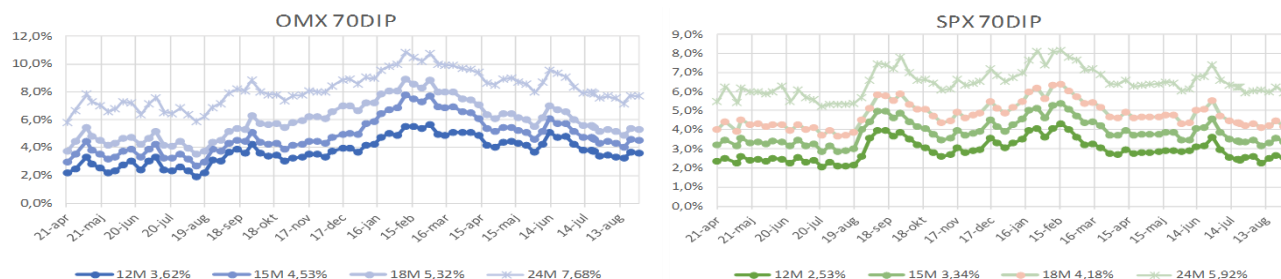
När det gäller våra derivatpositioner var det positiva bidraget; +0,5 % under augusti månad. Den starka månadssiffran är främst en följd av att volatiliteten hade en fortsatt nedgång men till siffran bidrog även den stigande börsen i Sverige. Mycket av de tidigare upparbetade tidsvärdena kommer tillbaka på fondens marknadsvärde. Att tiden går innebär för våra nuvarande positioner att det negativa marknadsvärdet (tidsvärdet) kommer tillbaka in i fonden då värdet på slutdagen söker sig mot noll från det negativa värdet som uppstått i börsnedgångar tidigare under året och ifjol. Eftersom de underliggande indexen, för våra sålda derivatpositioner, på aggregerad nivå vände svagt uppåt under augusti så ligger vi just nu lite längre ifrån våra barriärer. Fonden är fortsatt väldigt bra positionerad för en aktiemarknad som rör sig antingen uppåt eller nedåt (dock inte större fall än drygt -20 %) under återstoden av detta kalenderår.

Under augusti fortsatte volatiliteten att falla i takt med att osäkerheten kring det politiska läget i Storbritannien minskade samt att centralbankerna kommunicerade väldigt mjuka protokoll. Vi var under hela månaden restriktiva med att sälja nya barriäroptioner då premierna är nere på riktigt låga nivåer (**figur 1** ses premierna för en 70 DIP, dvs vilken premie erhåller vi om börsen inte faller mer än -30% på 18 månader). Istället har vi passat på att köpa optioner för börsuppgång men har samtidigt kvar utrymme i fonden för att kunna ta mer risk om marknaden skulle vända om och falla tillbaka under hösten. Man skall också minnas att vi under de stora börsfallen i direkt anslutning till resultatet av Brexit-omröstningen sålde flera barriäroptioner på låga indexnivåer och dessutom fick vi även bra betalt.

Går marknaderna fortsatt i sidled eller nedåt under 2016/2017 kommer vi med nuvarande derivatbok att successivt "koppla loss" än mer från börsindex och generera ett bra resultat relativt börserna. Bli det istället en marknad som hastigt ökar i värde (t.ex. +5 % på 0-3 månader) kommer Crescit inte att påverkas så mycket eftersom derivatpositionerna har en bit upp till startvärdena, värdet kommer istället att fortsatt

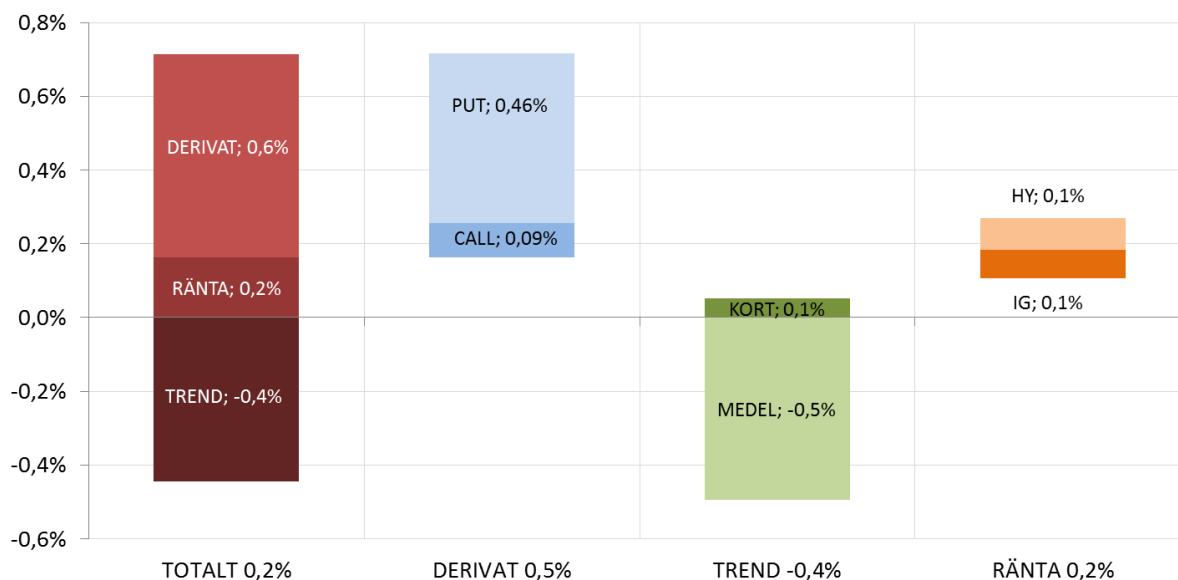
komma ifrån det upparbetade tidsvärdet. Skulle vi däremot få ännu större börsuppgångar kommer fler och fler av fondens köpoptioner att bli värdefulla. Sannolikheten att bryta positionernas barriärer i nuvarande portfölj bedömer vi som mycket låg.

Figur 1

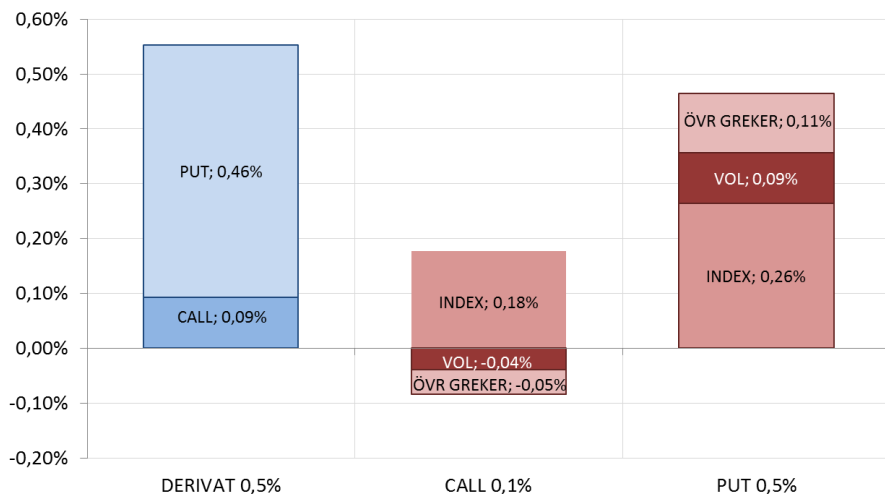


SX5E och OMX är de index vi har störst risk i, följt av IBEX, CAC samt SPX. Risken i UKX är medvetet mycket låg i och med osäkerheten efter valet att stanna i EU eller inte. I skrivande stund har ränteboken en duration på 1 år och 6 månader. Den löpande avkastningen i ränteboken uppgår till +1,54 % per år. Kreditbindningen är nu 2 år och 8 månader. I totalkolumnen i **figur 2** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling under maj för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

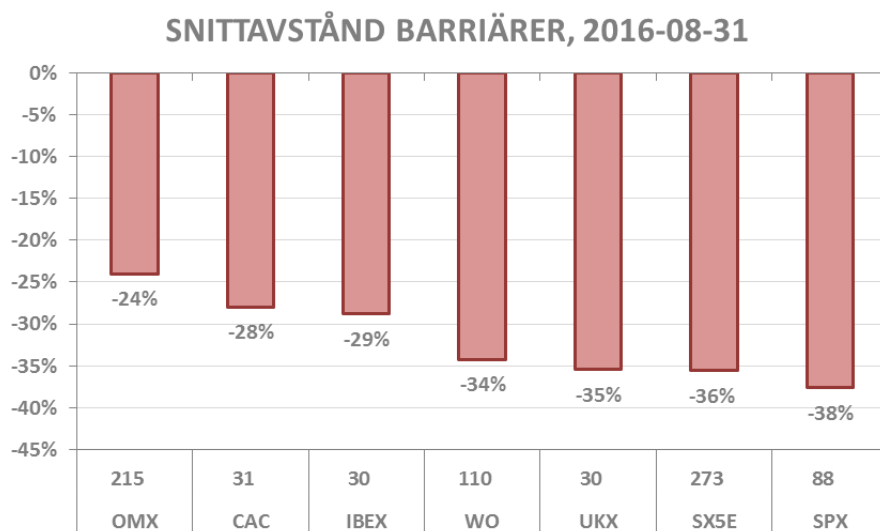
Figur 2



Om vi fokuserar på puttarna i Crescit kan vi se i **figur 3** att de steg med +0,46 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av +0,09 % vol (volatiliteten steg under juni), 0,26 % i indexrörelse samt +0,11 % "övriga greker", dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc. Premierna vi erhåller för att sälja barriäroptioner gick i sidled under augusti. Dock är det än så länge långt ifrån de nivåer som existerade 2008 och 2011. Vi bedömer att det fortsatt finns stor sannolikhet att vi återigen under hösten kommer att få stigande volatilitet i marknaden och då kunna erhålla riktigt bra betalt genom att sälja barriäroptioner.

Figur 3


Dessa barriärer ligger just nu på betryggande avstånd och kan i detalj studeras i **figur 4**. Snittbarriären ligger per månadsskiftet på -31,8 % (i juli låg den på -31,0 %). Detta innebär att börserna i snitt kan falla med -31,8 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan fortfarande tillgodoräkna sig en avkastning på omkring +1,5 %. Sammantaget är fonden nu precis som tidigare under detta år väl positionerad för flertalet marknadsutvecklingar. Får vi en nedåtgående/sidledes börs under året kommer våra tidsvärden att ticka in. Om vi istället får uppåtgående aktiemarknader under året kommer en majoritet av alla positioner i fonden att tjäna mer pengar utöver de tidsvärden som även då erhålls på sälloptionerna. Vid kraftig börsuppgång kommer även samtliga köpoptioner, särskilt de vi köpt under juni och juli, att bli värdefulla.

Figur 4


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%					1,70%

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg
Stockholm den 6 september 2016