

**Svaga börser under sommaren. Stark tillväxt i Europa kommande år. Amerikanska dollarn försvagas.**

Avkastningen i Crescit ökade med +0,08 %, vilket innebär att avkastningen hittills i år uppgår till +1,61 %. Utav fondens tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog derivaten med negativ avkastning under augusti månad, medan ränta och trend bidrog positivt. Trendmodellerna fortsatte, precis som i juli, sin återhämtning efter första halvårets svaga resultat och avkastningen gav ett positivt portföljbidrag på +0,3 % under månaden. På räntesidan var det våra innehav i högavkastande obligationer som utvecklades starkt. Derivaten bidrog negativt till följd av att flera aktiemarknader föll under månaden. Volatiliteten på världens aktiemarknader rörde sig kraftigt uppåt under inledningen av månaden i takt med att retoriken kring Nordkorea skruvades upp. Mot slutet av månaden föll dock volatiliteten ner igen till historiskt låga nivåer. Under de senaste 30 åren har det inte varit så billigt att köpa skydd mot börsfall som det är just nu. Vad som krävs för att bryta den låga volatiliteten är troligtvis en uppbyggnad av finansiella obalanser eller en mer rejäl icke-synkroniserad penningpolitisk åtstramning. I dagsläget känns detta väldigt avlägset då vi vet att centralbankerna, trots nedtrappningarna av QE, kommer att pumpa in enorma mängder likviditet under de kommande åren. Detta stödjer därmed riskaptiten hos investerarna i jakten på avkastning.

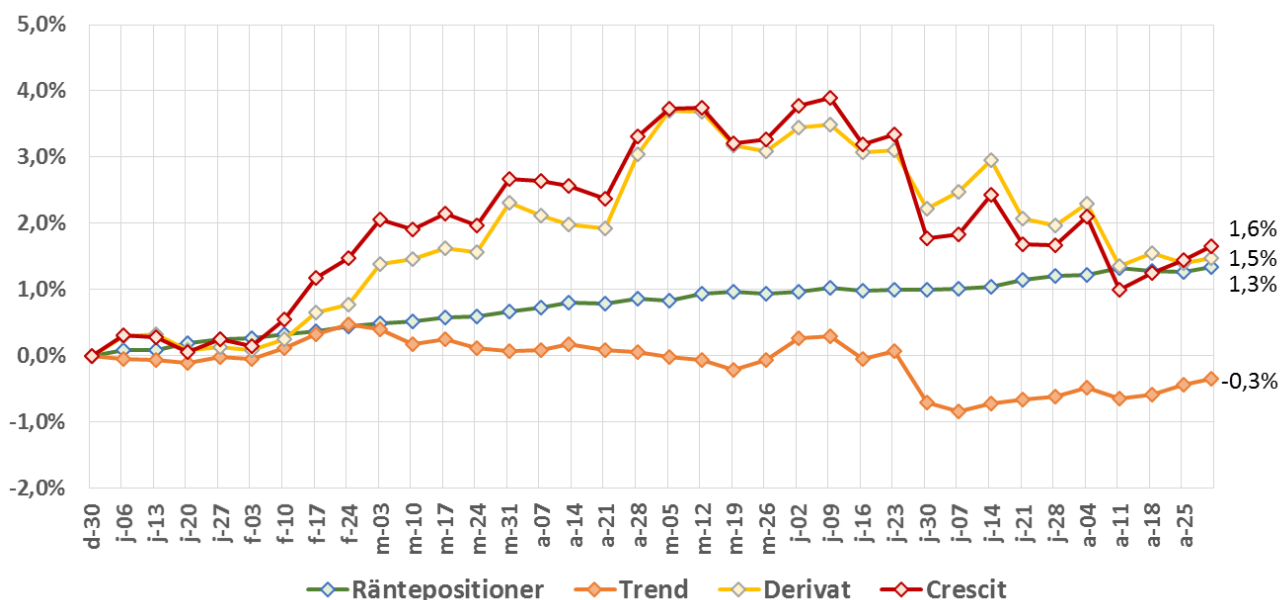
Under inledningen av augusti fortsatte sommarens nedåtgående trend på börserna i Sverige. Sommarmånaderna blev en svag period för stockholmsbörsen med en nergång för OMX30 på -5,7 % under perioden juni-augusti. Den relativt stora nedgången innebar att OMX30-indexet var nere på negativt territorium för innevarande år (skedde den 29 augusti). Börsen i USA tog en liten paus på sin fantastiska resa uppåt och var oförändrad, +0,05 % i lokal valuta under månaden. I USA uppvisade merparten av alla bolag Q2-resultat som slog marknadens förväntningar. Det breda europeiska SX5E-indexet tappade -0,81 %. Fallet var till stor del drivet av europeiska bankaktier (SX7E) som tappade -3,36 %. För vi stigande marknadsräntor under hösten borde det dock leda till fortsatt goda förutsättningar för en stark utveckling i de europeiska bankaktierna (SX7E). Avslutningsvis kan vi konstatera att världsindexet MSCI-World backade med -0,07 % under augusti mycket på grund av de svaga börserna i Europa. Spanien och Tyskland föll -1,93 % respektive -0,52 %. Brentoljan rörde sig knappt under månaden och stängde oförändrat på 52,86 USD/fat – en obetydlig nedgång med -0,02 % under månaden.

När det gäller centralbankerna och deras agerande är det vedertaget i marknaden att det kommer bli en stramare penningpolitik under de kommande åren. Enkäter visar också att nu ligger de största aktörerna på marknaden positionerade för stigande räntor, vilket är den mest aggressiva positioneringen sedan sommaren 2007. Allt talar för att de korta räntorna framöver kommer att långsamt finna sin väg uppåt. Den 7 september kommer nästa policybeslut från ECB. Det blir spännande att se om Draghi då kommer att uttrycka någon oro för överdriven euroförstärkning. ECB har under hela våren stegvis försökt landa den nya politiken för att kunna påbörja en ny färdriktning under hösten. Nu har dock Euron stärkts kraftigt mot dollarn sedan i våras, vilket definitivt måste ses som ett tilltagande hot mot den återhämtning vi har sett komma i Europa. Troligen innebär den snabba förstärkningen av euron att ECB håller sig lugna och framöver kommunicerar att man inte vill få en för stark Euro.

I Sverige föll 10 årsräntan med knappt 15 punkter under augusti, vilket innebär att den är omkring 4 punkter lägre än vid årsskiftet. I USA är FED's egna prognos att räntan kommer att höjas ytterligare en gång under innevarande år (troligen i december) och sedan ytterligare 3 gånger under 2018. I skrivande stund prisar marknaden inte in någon höjning för 2017.

I diagrammet (**figur 1**) ses en nedbrytning av respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

I augusti hade vår trenddel en bra avkastning vilket är glädjande mot bakgrund av att vi har flera svåra månader under våren med stora negativa avkastningar bakom oss. Under sommaren har trenddelen bidragit till att sänka risken i Crescit när aktiemarknaden fallit. Det faktum att vi till följd av rekordlåg volatilitet säljer färre barrieroptioner än normalt, har dock gjort att trendmodellernas vikt är nere på en låg nivå. Nivån berättigas fortsatt av att vi till följd av mindre sålda barriärer har en mindre så kallad "svansrisk" i fonden. Trendmodellernas aggregerade avkastning under månaden var +3,6 %, vilket innebär att den stod för ett bidrag på +0,3 % i fonden. Vinsterna i trenddelen under månaden genererades inom alla segment då modellerna låg rätt positionerade för stigande börser och fallande räntor i framförallt Asien och USA. Bidraget från trenddelen är hittills under året är dock fortsatt negativt, -0,2 %. Exponeringen vi har mot olika trendmodeller minskar över tid risken i fonden, särskilt under de perioder när volatiliteten är som allra störst, men samtidigt är vi väldigt noggranna med vilken vikt vi har exponerat mot trenddelen i olika scenarion. Dessa scenarion varierar vid varje given tidpunkt och är en funktion av hur mycket sålda säljoptioner vi har i fonden. Newedge-indexet för trendföljande hedgefonder var upp +2,09 % under augusti.

**Figur 1**


Våra ränte-positioner hade en oförändrad avkastning under månaden och bidrog med +0,0 %. För året som helhet har ränte-positionerna gett ett bidrag på +1,2 %. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +1,41 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger sammanlagt på 1 år och 3 månader.

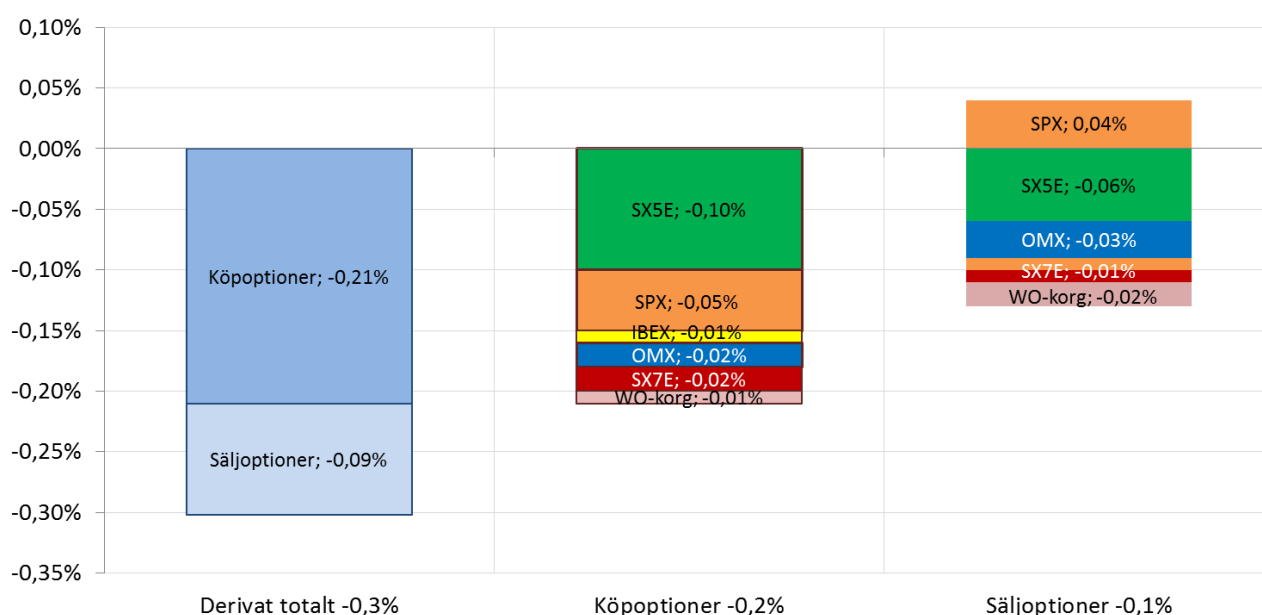
När det gäller våra derivatpositioner hade vi återigen en månad där de underliggande börserna gick i sidled eller neråt överallt förutom i Hong Kong. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivat blev -0,3 % under augusti månad. Den negativa siffran härstammar till största delen från förluster bland köpoptionerna exponerade mot Eurostoxx-indexet och S&P500-indexet. Detta blir resultatet då samtliga köpoptioner byggt upp ett positivt värde under det senaste årets börsuppgångar. För våra sålda barrieroptioner sjönk också värderingarna mot alla index utom SPX där vi för tillfället saknar barriärer. Rapporterna som börsbolagen levererat hittills i år ser överlag bra ut i både Europa och USA. Den kraftiga euroapprecieringen mot US-dollar under sommaren är nog en stor orsak till börsfrossan, inte minst när det gäller t.ex. Tyskland med många exportbolag. De marginalförbättringar som vi sett i europeiska och nordiska bolag under senaste åren har till viss del berott på den starka utvecklingen av US-dollar. När dollar nu vänt om blir marginalerna istället sämre hos många exportbolag. Detta har lett till de lägre bolagsvärderingarna under sommaren trots

att vi har en allt starkare konjunktur i Europa. Sommarens dollarförsvagning finns det många förklaringar till men den kommer bland annat från oväntat låg USA-inflation som senarelagt kommande Fed-höjningar. Skulle dollarn starkas igen under hösten så borde de europeiska börserna också rekylera uppåt.

Utöver att bolagen levererar starka resultat så är även tillväxtsiffrorna starka just nu, särskilt i Europa. Vi ser ständigt upprevideringar av tillväxtsiffrorna i Europa och så länge det kraftfulla penningpolitiska stimulanståget tuffar vidare fortsätter nog börsen uppåt precis som den gjort ända sedan finanskrisens dagar. Det kommer bli mycket spännande under de närmaste månaderna att se var tillväxtprognoserna för 2019 landar. Det finns risk för att de börjar rulla över och då kan vi nog förvänta oss en svalare utveckling på aktiemarknaderna. Får vi däremot globala tillväxtsiffror som håller sig kvar på nivån där vi är nu så torde börserna kunna ticka på riktigt fint under resten av 2017. Mest positiva är vi till Europa där börserna torde ha bättre utrymme att överraska positivt. Man oroas dock ständigt för hur det kommer att bli vid nästa lågkonjunktur samt hur illa det egentligen är ställt i världens ekonomier eftersom alla centralbanksstimulanser fortfarande behövs nästan 9 år efter finanskrisen.

Handeln i Crescit har under månaden fokuserats på att utnyttja den extrema skevheten mellan att sälja en säljoption och köpa en köpoption. Vi har gjort affärer under sommaren där vi säljer en liten nominell position för att kunna köpa en mycket större nominal på uppsidan (ibland ända upp till 10 gånger det vi säljer). Övergripande agerar vi fortsatt defensivt, men antalet köpoptioner per säljoptioner låg på de högsta nivåerna någonsin i Europa och på rekordnivåer i USA under månaden vilket vi försöker dra nytta av. Dessa positioner ger oss dessutom en bättre följsamhet mot börsen under de närmaste månaderna om den fortsätter att stiga utan att vi erlägger några premier. Utrymmet att addera mera risk (erhålla premier) och därmed skapa finansiering för köpta köpoptioner är för tillfället större än normalt.

Om vi fokuserar på derivaten i **figur 2** kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under augusti var negativt med -0,3 %. Marknadsvärdet för köpoptionerna minskade med -0,2 % medan säljoptionerna hade en liten minskning med -0,1 % under månaden.

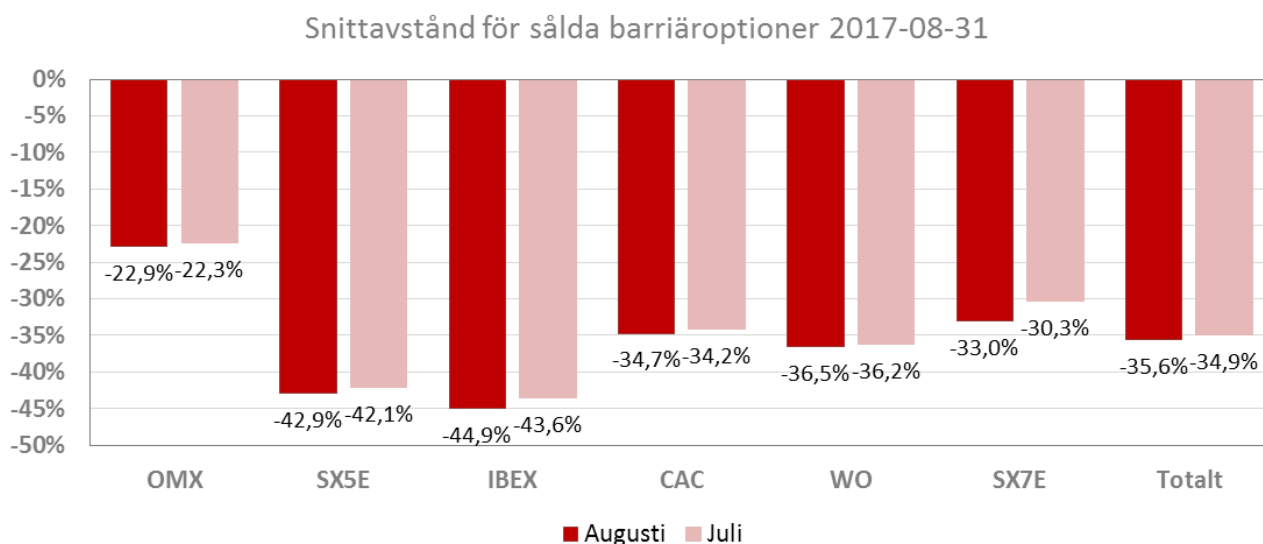
**Figur 2**


Tittar vi på enskilda index så kommer det enskilt största negativa bidraget i augusti från Eurostoxx. Totalt stod indexet för -0,16 % i negativt bidrag. När det gäller säljoptionerna tappade samtliga index (förutom SPX)

i värde på grund av börsnedgångarna. De sålda barriärerna befinner sig mycket långt från sina barriärer och för SPX har vi en del köpta säljoptioner som ökade i värde.

Avståndet till våra barriärer för de sålda optionspositionerna minskade något under månaden, men nivåerna ligger fortsatt på väldigt betryggande avstånd. Dessa kan i detalj studeras i **figur 3** där även förändringen sedan förra månaden ses. Snittbarriären per den sista augusti ligger på -34,9 %, vilket innebär att börserna vi är exponerade emot i snitt kan tappa knappt -35 % 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.

Balansen i fonden är en förlängning av den tidigare inslagna defensiva vägen. Fokus ligger på nedsidan och kapitalpreservering. Efter år av ekonomisk tillväxt närmar sig konjunkturcykeln sin topp, eller åtminstone går den in i den senare delen av uppgången. Utan att lägga någon värdering i när detta sker så ökar sannolikheten för en börsstättning. Denna sannolikhet anser vi bör reflekteras i prissättningen av långdaterade barriäroptioner för att risken skall vara värd att bära på i fonden. Detta är inte fallet just nu då marknaden prissätter på de lägsta nivåerna under flera år. Vi använder således andra finansieringskällor för att finansiera fortsatta uppsidor, exempelvis är "skevheten" extremt brant i korta löptider vilket ger möjlighet att sälja mindre belopp; 5-10 % från handlad nivå på 1-3 månader och för det kunna köpa upp till 10 gånger nominalen i en 5 % OTM call på samma löptid utan att erlagga premie. Känsligheten mätt som delta ligger dock endast svagt lägre än en långsiktig jämvikt, detta då majoriteten av den köpta optionaliteten är "in the money". Nedsidan på dessa är dock begränsad vid en större börsstättning.

**Figur 3**


År	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	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%					1,61%

Jonas &amp; Gustav

Stockholm den 5 september 2017