

Trump går starkt framåt. Lämnar Storbritannien EU? Geopolitiska oron och terrorn ökar ytterligare.

Avkastningen i Crescit var positiv under månaden och fonden ökade med +1,91 %, vilket innebär att avkastningen för 2016 nu uppgår till +1,51 %. Hittills i år är betat mot de flesta större börser runtom i världen negativt. De index som vi har störst positiv relativavkastning gentemot är OMX och SX5E. Detta innebär att vi fortsätter vårt stabila "brobyggande" över den nedgång i börsindex vi är inne i sedan april 2015, men vi samlar också mer "torrt krut" inför eventuella framtida börsuppgångar eftersom vi har nyruddade derivatpositioner som behållit hela sitt ursprungskapital, dvs. de har inte brutit sina barriärer.

Aktiemarknaderna är hittills under 2016 negativa i de allra flesta länder, trots fina uppgångar under sommaren. Europeiska aktier uppvisar genomgående negativa siffror för året; Eurostoxx 50 indexet har tappat -8,47 % samtidigt som tyska DAXK indexet gått ner med -6,66 %. I Sverige har OMX30 fallit -4,16 %. Utav de stora aktiemarknaderna i världen har USA och Storbritannien fortsatt sin klättring uppåt under sommaren och har nu positiva avkastningar på +6,34 % resp. +7,72 % under året. Oljepriset (Brent) har aningen oväntat fallit kraftig under juli månad och stängde månaden på 43,98 USD/fat. Detta är ett prisras på -13,22 % under juli. Faller oljepriset under 40 USD/fat är det definitivt återigen en orosfaktor för börserna.

Den snabba lösningen på regeringskrisen i Storbritannien efter valet minskar drastiskt riskerna för att Brexit skall utlösa en nedgång i världsekonomin i närtid. Börserna i Europa är också tillbaka på (eller t o m högre än) de nivåer som rådde innan folkomröstningen. Obligationsräntorna har dock stigit, men ligger ändå klart lägre än de gjorde innan omröstningen. Det mesta tycker vi talar för att själva Brexitprocessen blir en mycket långdragen historia. Nu råder ett politiskt kaos där ingen över huvudtaget har någon klar handlingsplan. Ett stort antal frågor måste få ett svar innan premiärminister Theresa May "trycker på knappen" och aktiverar exitklausulen (artikel 50). Vi tror att aktiveringen sker tidigast i början av 2017, men det kan utan vidare ta ännu längre tid. Risken att det blir nyval under processen bedömer vi som relativt stor – särskilt med tanke på att Labourpartiet har hårda interna stridigheter. Man kan även tänka sig en situation där EU till slut börjar omförhandla vissa avtal med Storbritannien som i förlängningen mynnar ut i att landet ändå stannar kvar inom unionen.

En annan stor orsak till återhämtningen på börserna i juli är bra företagsrapporter internationellt samt förväntningar på mjuk penningpolitik. Även de svenska rapporterna har kommit in lite över marknadens nedjusterade förväntningar, vilket innebär att resultaten är ungefär på samma nivåer som ifjol. Förväntan om mjuk penningpolitik syns främst i att räntemarknaden prisar ungefär 15 punkters räntesänkning från ECB inom 1 år. Vi tror att det är stor sannolikhet att ECB vidtar mer stimulerande åtgärder under hösten.

Den osäkerhet som råder på världens finansmarknader har efter de senaste opinionsmätningarna kring presidentvalet i USA inte blivit lägre. D Trump har i en av mätningarna som gjorts under sommaren haft ett övertag över H Clinton för första gången. Det som är oroande är att Trump gång på gång understryker att USA med honom som president skall spela en ny nedtonad säkerhetspolitisk roll i världen. Detta är något som marknaden ser som en bekräftelse på att världen troligen blir än mer osäker. Hur riskfyllda tillgångar reagerar om Trump vinner är mycket svårt att ge någon bild av, eftersom det än så länge är svårt att finna någon konkret ekonomisk politik i hans uttalanden. Det mest sannolika är att US-dollar försvagas vid en seger för Trump.

Under månaden inträffade återigen en fasansfull terroristattacker med många civila dödsoffer, denna gång i Nice på franska sydkusten. Dagen efter gjorde militären i Turkiet ett försök till statskupp, men misslyckades. Ingen av dessa stora geopolitiska händelser gav någon påverkan på de marknader där Crescit är aktiv.

Trendmodellerna bidrog positivt under månaden och motsvarade det rörelsemönster som vi förväntar oss av dessa positioner i de marknadsförhållanden som rådde under månaden. Trenddelen tillsammans med övriga skydd bidrog med -0,1 % under juli, vilket ger ett bidrag på +1,5 % 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; +1,8 % under juli månad. Den starka månadssiffran är främst en följd av kraftigt stigande börser men även det faktum att volatiliteten hade en mycket kraftig nedgång bidrog till siffran. Mycket av de tidigare upparbetade tidsvärdena kom nu 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. Eftersom de underliggande indexen, för våra sålda derivatpositioner, på aggregerad nivå fortsatte uppåt under juli 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 juli föll volatiliteten kraftigt i takt med att osäkerheten kring det politiska läget i Storbritannien minskade. Vi var under hela månaden restriktiva med att sälja nya barriäroptioner då premierna är nere på riktigt låga nivåer. 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 slutet av sommaren eller början av 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 i snitt har 10,1 % upp till startvärdena, värdet kommer istället att fortsatt komma ifrån det insamlade 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.

Value at Risk i fonden vände nedåt igen, denna gång ifrån sin korta kraftiga spik uppåt, som uppstod som en direkt följd av Brexit-omröstningen i Storbritannien förra månaden. VaR låg vid månadsskiftet på 0,90 % (jmf med höga 1,55 i maj). För en bild över faktisk VaR-utveckling senaste 12 månaderna se **figur 2** nedan.

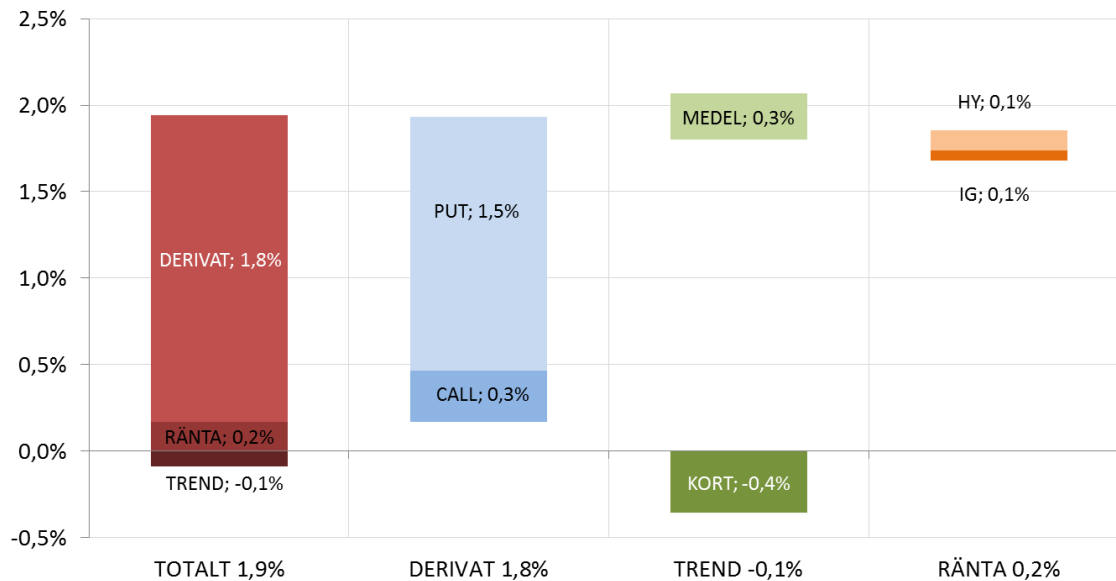
Figur 2

Utveckling VaR rullande 12 månader



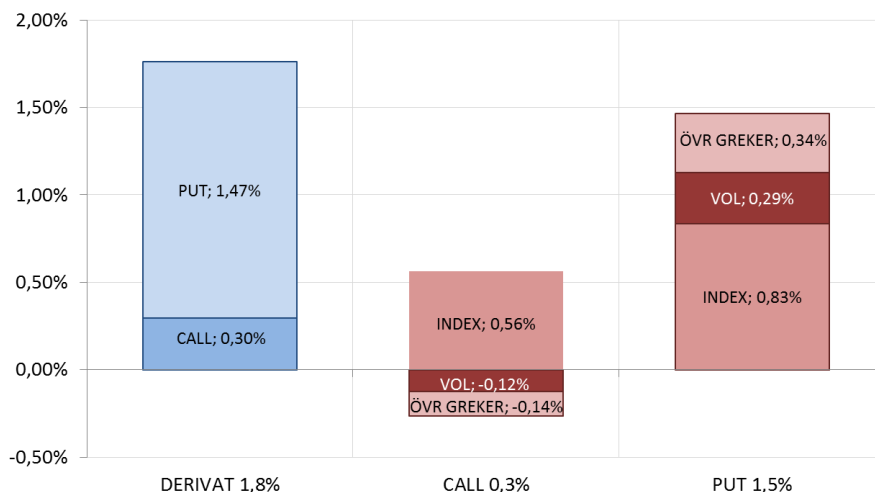
OMX och SX5E är de index vi har störst risk i, följt av CAC, IBEX samt SPX. Risken i UKX har medvetet varit mycket låg i och med osäkerheten kring valet att stanna i EU eller inte. I skrivande stund har ränteboken en duration på 1 år och 6 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,63 % per år. Kreditbindningen är nu 2 år och 9 månader i portföljen. I totalcolumnen i **figur 3** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling under juli för respektive avkastningsdrivare i Crescit.

Figur 3



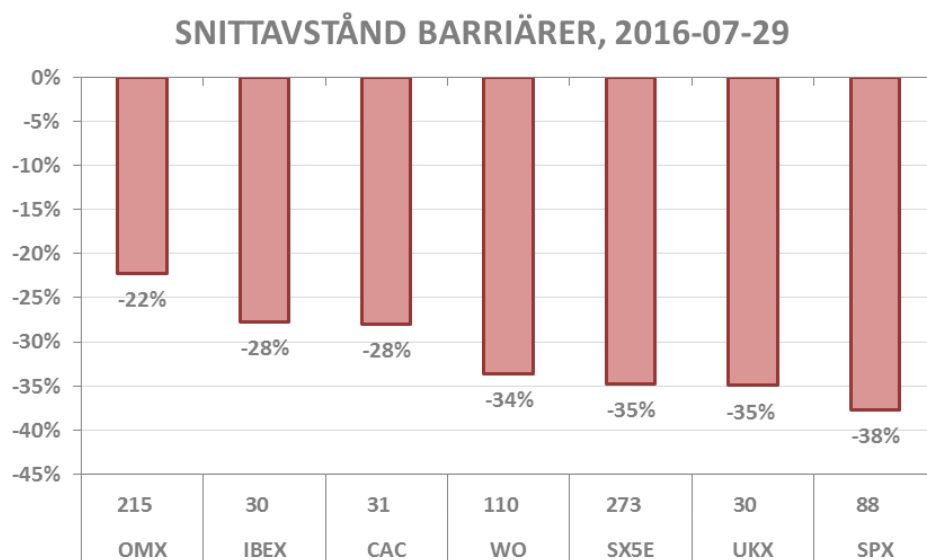
Om vi fokuserar på puttarna i Crescit kan vi se i **figur 4** att de ökade med +1,5 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av +0,29 % vol (volatiliteten sjönk under juli), +0,83 % i indexrörelse samt +0,34 % "övriga greker", dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc. Premierna vi erhåller för att sälja barriäroptioner vände om igen och minskade under juli som en direkt följd av den kraftiga återhämtningen på världens aktiemarknader. 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 4



Det ligger för närvarande fortsatt tidsvärden i fondens barrieroptioner och bryter vi inte de sålda barriärnivåerna kommer även denna del att ticka in i NAV:et under kommande år. Dessa barriärer ligger just nu på betryggande avstånd och kan i detalj studeras i **figur 5**. Snittbarriären ligger per månadskiftet på -31,0 % (i juni låg den på -27,9 %). Detta innebär att börserna i snitt kan falla med -31,0 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan ändå tillgodoräkna sig en positiv avkastning ifrån derivaten.

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 säljoptionerna. Vid kraftig börsuppgång kommer även samtliga köpoptioner, särskilt de vi köpt under juni och juli, att bli värdefulla.

Figur 5


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%						1,51%

Jonas & Gustav

Stockholm den 4 augusti 2016