

## Lämnar Storbritannien verkligen EU? Starkare makrosiffror men de redan låga räntorna blir bara lägre.

Första halvåret 2016 är till ända och utfallet för aktiemarknaderna blev i de allra flesta länderna negativt. Europeiska aktier uppvisar genomgående svaga siffror; Eurostoxx 50 indexet tappade -12,9 % samtidigt som tyska DAXK indexet gick ner med -12,6 %. I Sverige föll OMX30 med -8,5 % under årets första 6 månader. Utav de andra stora aktiemarknaderna i världen var det endast USA och UK som uppvisade styrka med en positiv avkastning (S&P 500 steg +2,7 % och FTSE100 steg +4,2 %) under första halvåret. Hong Kong och Japanbörsen uppvisade en avkastning på -6,8 % respektive -18,2 %. Oljepriset (Brent) har stigit kraftigt under året och stängde halvårsskiftet med en uppgång på över +30,1 %.

Avkastningen i Crescit var negativ under månaden och fonden tappade -0,66 %, vilket innebär att avkastningen för 2016 nu uppgår till -0,39 %. Per den sista juni var känsligheten (beta) för de senaste 6 månaderna mycket låg mot de flesta större börser runtom i världen. De index som vi har störst positiv relativavkastning gentemot är OMX och SX5E. Detta innebär att vi fortsätter vårt stabila "brobyggande" över de pågående fallen i börsindex för att när det väl vänder ha torrt krut kvar för börsuppgång i form av nyrollade derivatpositioner som behållit hela ursprungskapitalet under fallet, dvs. inte brutit sina barriärer.

Rent generellt råder det just nu ett politiskt vakuum i stora delar av EU-området. Detta vakuum har legat på lut under en längre tid, men när 52 % av Storbritanniens folk överraskande röstade för att lämna EU besannades den totala förvirringen. Nu råder ett politiskt kaos där ingen över huvudtaget har någon klar handlingsplan. De omedelbara rörelserna på finansmarknaderna efter valet var kraftigt negativa. Samtliga analyser har hela tiden visat att Brexitfrågan till 80 procent är rent politisk. Den stadiga uppgången i opinionsmätningarna för "Stanna"-sidan veckan innan folkomröstningen och det kraftiga övertaget som t.ex. vadslagningsoddsen uppvisade för att stanna drev riskfyllda tillgångar under de sista handelsdagarna markant uppåt, vilket förklarar de efterföljande kraftiga börs-, pund- och räntefallen. I skrivande stund, omkring 2 veckor efter omröstningen, har olika politiska utspel snabbt pressat upp sannolikheten för att Storbritannien trots allt ändå stannar kvar i EU. Dessa utspel har samtidigt också dragit med sig börserna uppåt igen. En annan stor orsak till den snabba återhämtningen på börserna är marknadens förväntningar om fortsatta räntesänkningar och mera QE-program från framförallt ECB i slutet av juli.

Efter valet i Storbritannien har långräntorna fortsatt ned och nu nått rekordlåga nivåer. Ett exempel på detta är den tyska 10 åriga statsräntan som nu brutit igenom nollinjen och nu ligger på omkring -0,16 %, vilket är de lägsta nivåerna någonsin. Den schweiziska räntekurvan är negativ ända ut till 48 år! Notera också att amerikanska 10 åriga statsräntan är nere på de historiskt låga nivåerna runt 1,4 % som rådde 2012. Mot bakgrund av den starka tillväxt som råder i USA är detta överraskande. I **figur 1** ses en bild över ränteutvecklingen i USA under de senaste 50 åren och den tyska 10 åringen under senaste 30 åren.

Figur 1



Portföljens rullande skydd i form av trendmodeller bidrog positivt under månaden och motsvarade precis det rörelsemönster som vi förväntar oss av dessa positioner i de marknadsförhållanden som rådde under månaden. Trenddelen tillsammans med övriga skydd bidrog med +0,3 % under juni, vilket ger ett bidrag på +1,6 % hittills under 2016. Våra räntepositioner bidrog positivt även denna månad med en avkastning på +0,1 % under månaden.

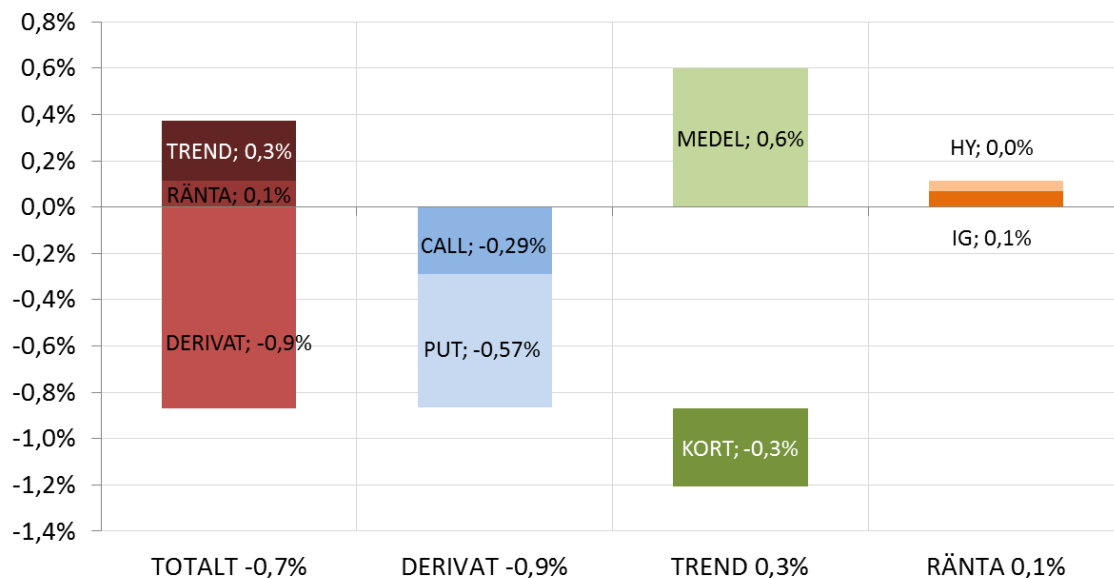
När det gäller våra derivatpositioner var det negativa bidraget -0,9 % under juni månad. Den svaga månadssiffran härrör naturligtvis främst ifrån de kraftigt fallande börserna men även ifrån det faktum att volatiliteten hade en mycket kraftig uppgång. Det viktiga är dock att hela det negativa värdet från säljoptionerna under månaden till fullo omvandlades till tidsvärde. Att tiden går innebär för våra nuvarande positioner att det negativa marknadsvärdet (tidsvärdet) kommer tillbaka in i boken då värdet på slutdagen söker sig mot noll från detta negativa värde. Eftersom de underliggande indexen, för våra sålda derivatpositioner, på aggregerad nivå fortsatte nedåt under juni så ligger vi just nu lite närmare 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.

Då en hel del av de tidsvärden som fonden hade i mitten av februari tagits tillbaka och osäkerheten inför valet i Storbritannien var betydande hade vi successivt köpt tillbaka en del av våra sålda barriärer under april, maj och juni. Avsikten var att minska känsligheten inför valet. Genom detta har vi skapat mer utrymme i fonden för att kunna ta mer risk om marknaden skulle fortsätta att falla under sommaren. Under de stora börsfallen i direkt anslutning till resultatet av Brexit-omröstningen ställde vi risk på låga indexnivåer och fick 40 % mer i premie än dagen innan.

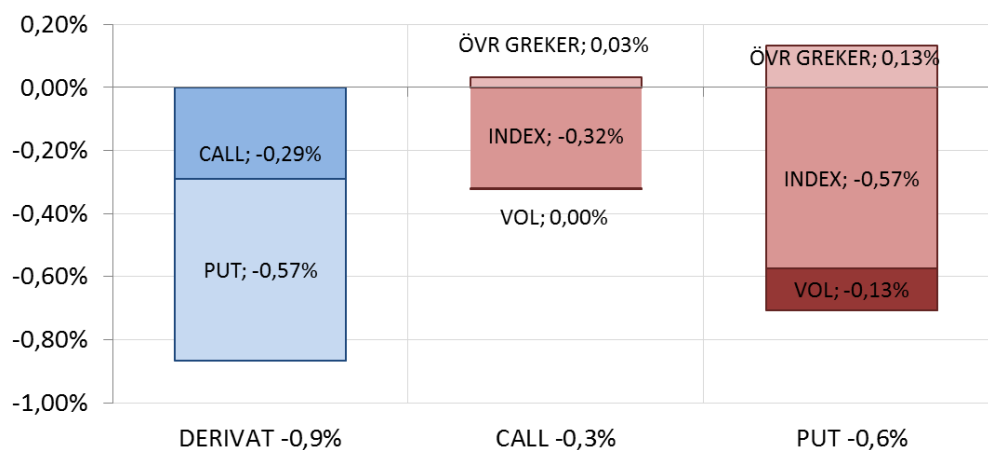
Går marknaderna fortsatt i sidled eller nedåt under 2016/2017 kommer vi med nuvarande derivatbok att successivt "koppla loss" ännu mer från börsindex och generera ett mycket positivt resultat relativt börserna. Blir det istället en marknad som hastigt ökar i värde (t.ex. +5 % på 0-3 månader) kommer Crescit inte att påverkas så mycket eftersom derivatpositionerna har i snitt 12 % upp till startvärdena, värdet kommer istället att komma ifrån det insamlade tidsvärdet. Sannolikheten att bryta positionernas barriärer i nuvarande portfölj bedömer vi som mycket låg och de positioner som ligger närmast sin barriär har en marknadsvärdering som i väldigt hög utsträckning motsvarar marknadsrörelsen, dvs. inget negativt binärt utfall i marknadsvärdet vid ett eventuellt barriärbrott. Däremot kommer hela det negativa marknadsvärdet åter om barriären inte bryts. Value at Risk i fonden tvärvände från sin långa nedåtgående trend och steg kraftigt i slutet av juni som en direkt följd av Brexit-omröstningen i Storbritannien. VaR låg vid månadsskiftet på 1,55 % (jmf med låga 0,68 i maj). För en bild över faktisk VaR-utvecklingen sedan starten av fonden se **figur 2** nedan.

**Figur 2**


OMX är det index vi har störst risk i, följt av SX5E, 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 5 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,45 % per år. Kreditbindningen är nu 2 år och 10 månader i portföljen. I totalkolumnen i **figur 3** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling under maj för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

**Figur 3**


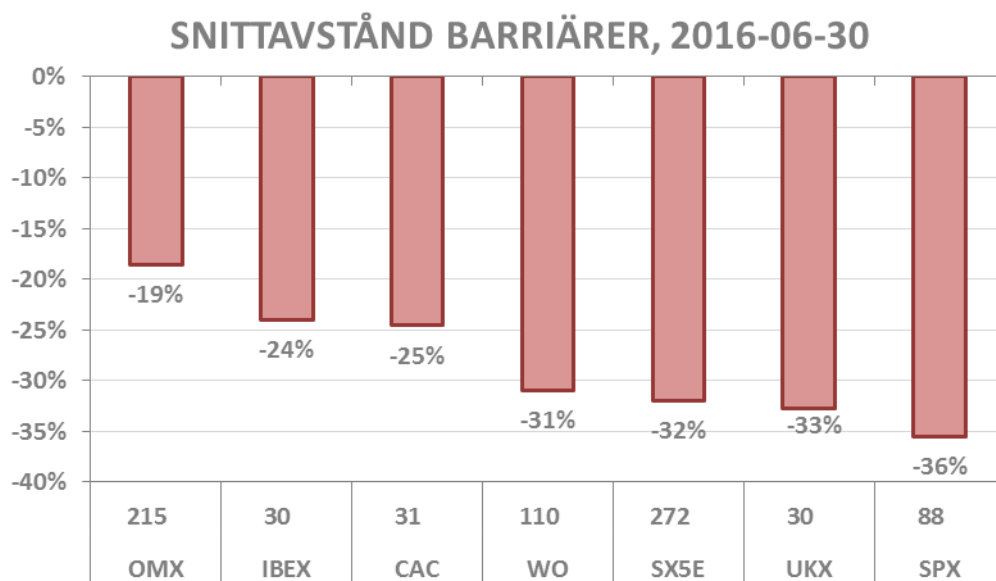
Om vi fokuserar på puttarna i Crescit kan vi se i **figur 4** att de tappade -0,6 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av -0,13 % vol (volatiliteten steg under juni), -0,57 % i indexrörelse samt +0,13 % "övriga greker", dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc. Premierna vi erhåller för att sälja barrieroptioner vände om och ökade under slutet av juni som en direkt följd av valet i Storbritannien. 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 volatilitet som ligger långt out of the money (lägga barriärerna långt nere).

**Figur 4**


När det gäller calls gäller samma principer. "Övriga greker" steg under månaden med +0,03 %. För majoriteten av calls-positionerna måste dock börserna gå upp rejält för att fonden skall kunna ta tillbaka det förlorade indexvärdet. Indexvärdet sjönk med -0,32 % som en följd av att callsen återigen gled längre ifrån sitt ursprungliga startvärde i och med fallande börser.

Det ligger för närvarande fortsatt stora 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 -27,9 % (i maj låg den på -28,5 %). Detta innebär att börserna i snitt kan falla med -27,9 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan fortfarande tillgodoräkna sig en avkastning på omkring +3,5 %.

Sammantaget är fonden nu precis som tidigare under året 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 nyligen, 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%							-0,39%

Jonas &amp; Gustav

Stockholm den 5 juli 2016