

**Tongångar från centralbankerna om räntehöjningar. Yellen utesluter en ny finanskris under "vår" livstid.**

Avkastningen i Crescit minskade med -1,57 %, vilket innebär att avkastningen för de senaste 12 månaderna uppgår till +4,71 %. Avkastningen hittills i år uppgår till +1,85 %. Utav fondens tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog dessvärre samtliga med negativ avkastning under juni månad. Trendmodellerna hade en mycket svag månad och avkastningen var sammantaget -3,70 %, vilket gav ett negativt portföljbidrag på -0,6 %. Derivatens bidrag gick från att vara positivt till negativt i spåren av att aktiemarknaderna föll kraftigt under de sista dagarna i månaden. Volatiliteten på världens aktiemarknader rörde sig i sidled på rekordlåga nivåer under hela månaden fram till den 29 juni när den plötsligt steg kraftigt, särskilt på kortare löptider. Orsaken till de snabba rörelserna kom som en direkt följd av allt tydligare tongångar för höjda räntor från flera centralbanker, vilket i sin tur gav upphov till oro om att åren med mycket expansiv penningpolitik börjar närma sig vägs ände. Framförallt i Europa steg räntorna på bred front under den sista veckan i juni, men även i USA steg långräntorna. Både V2X-index (europeisk volatilitet) och VIX-index (amerikansk volatilitet) befinner sig på nivåer där det tidigare i historien bottnat. En intressant observation att bära med sig när vi går in i juli är att avkastningen på Stockholmsbörsen under juli månad varit negativ endast ett av de senaste nio åren!

Under inledningen av juni var det precis som förväntat mycket fokus på de brittiska och franska parlamentsvalen. I Storbritannien blev premiärminister May av med sin majoritetsställning, vilket var på tvärs med hennes egen taktik och opinionsmätningar. Valresultatet reser nya frågor om Brexitprocessen och därmed mer oro. Osäkerheten torde leda till negativa avtryck på investeringar och privat konsumtion vilket allt annat lika leder till en sämre tillväxt i Storbritannien. Om Mays strategi gick helsnett så kan man å andra sidan konstatera att Emmanuel Macron sopade mattan med de etablerade partierna och fick en klar majoritet i det franska parlamentet (om än inte fullt så stor som vissa mätningar visat dagarna innan valet).

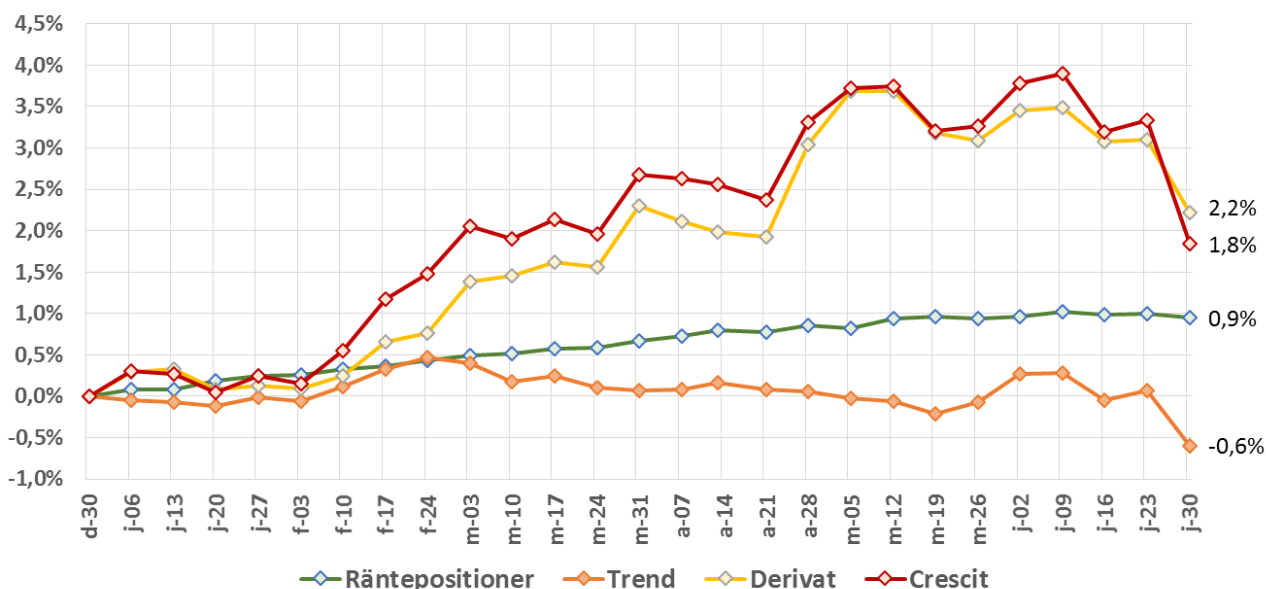
Månaden blev dyster på börserna som föll rejält i hela Europa och i Asien. Den svenska börsen gick även den neråt de sista dagarna av månaden och OMX30-indexet tappade slutligen -2,23 % i juni. Börsen i USA fortsatte sin resa uppåt och steg med +0,48 % i lokal valuta under månaden. I USA var den bransch som innefattar teknikbolag den bransch som gick sämst medan banker gick bättre. Det breda europeiska SX5E-indexet fortsatte att falla och tappade -3,17 % i juni. Den diskrepans mellan Eurostoxx 50 och S&P 500-indexet som vi under de senaste åren ibland belyst som onormalt stor utökades i och med detta ännu mer under den senaste månaden. Den goda utvecklingen för SX7E (europeiska banker) i juni var en direkt följd av stigande marknadsräntor. Indexet steg i juni med +1,18 %. Avslutningsvis kan vi konstatera att världsindexet MSCI-World klättrade vidare uppåt under juni med +0,25 %, till stor del beroende på de starka USA-börserna. Brentoljan stängde månaden på 48,77 USD/fat – en nedgång på mer än -4,5 %.

När det gäller centralbankerna och deras agerande är det vedertaget i marknaden att det kommer bli en stramare penningpolitik under kommande år. De korta räntorna kommer att långsamt finna sin väg uppåt. Långräntorna kommer med stor sannolikt också att stiga under de kommande åren, även om det troligtvis kommer att vara mer måttliga rörelser. I Sverige steg 10 årsräntan med knappt 20 punkter under juni, vilket innebär att den nu är högre än vid årsskiftet. I USA är FED's egna prognos att räntan kommer att höjas ytterligare en gång under innevarande år och sedan ytterligare 3 gånger under 2018. I skrivande stund prisar marknaden inte in någon höjning för 2017 och bara knappt 2 för 2018. Ett intressant utspel från den annars så enformiga Yellen under månaden var hennes uttalande där hon sa att hon inte tror att det kommer en ny finanskris under hennes livstid. Enligt Yellen beror detta till stor del på de reformer av banksystemet som gjorts efter finanskrisen. Kan det vara en kommentar till president Trump och hans planer på att dra tillbaka delar av den skärpta finansregleringen? ECB försöker med små steg landa den nya politiken för att kunna

påbörja en ny färdriktning under hösten. Draghi signalerade tidigare i år att man stängt dörren för ytterligare räntesänkningar, men nu är han även tydlig med att nedåtrisen för tillväxten är borta. Med det sagt finns nog chansen att ECB höjer räntan måttligt redan i september.

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

Som helhet blev juni månad liksom flera av månaderna under våren en stor besvikelse för trenddelen. Vårt beslut att under senare delen av förra året vikta ner rena CTA-fonder i trenddelen, samt det faktum att vi till följd av rekordlåg volatilitet sålt färre barriäroptioner än normalt, har gjort att trendmodellernas vikt är nere på minsta möjliga nivå. Nivån berättigas av att vi till följd av mindre sålda barriärer har en mindre så kallad "svansrisk" i fonden. Trendmodellernas aggregerade avkastning gick neråt så kraftigt under månaden att den, trots sin låga vikt, stod för ett bidrag på -0,6 % i juni. Förlusterna i trenddelen under månaden genererades främst inom ränte- och aktiesegmentet då modellerna låg felaktigt positionerade för de snabba rörelserna alldeles i slutet av månaden. Aktieindexens korta trend uppvisade ingen styrka under månaden och kompenserade därmed inte heller för den svaga avkastningen bland våra medellånga trender. Bidraget från trenddelen hittills under året är nu negativ. Det är viktigt att påpeka att fondens exponering mot olika trendmodeller över tid minskat risken väsentligt i fonden, särskilt under de perioder när volatiliteten varit som allra störst, men samtidigt är vi mycket uppmärksamma och noggranna på vilken vikt vi bör ha exponerat mot trenddelen i olika scenarion. Dessa scenarion varierar över tiden beroende på hur mycket exponering vi har mot eventuella börsfall. Newedge-indexet för trendföljande hedgefonder var ner -3,43 % under juni.

**Figur 1**


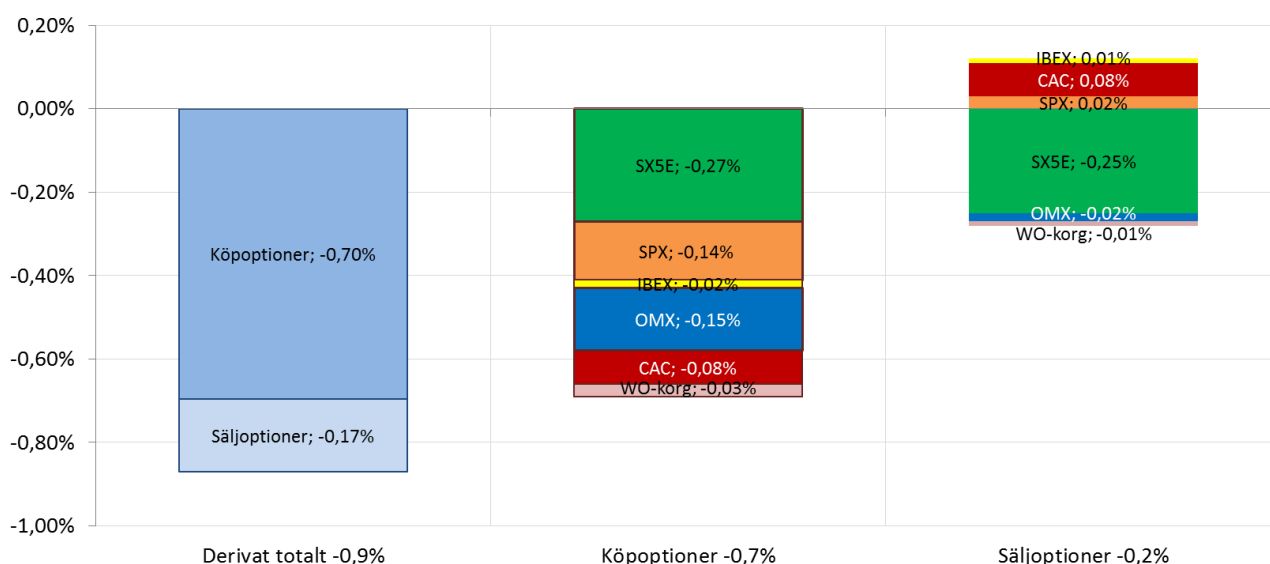
Våra räntepositioner hade en negativ utveckling under månaden och bidrog med -0,02 % efter att våra innehav i High Yield obligationer avkastat negativt. Våra innehav i övriga räntepapper hade ett positivt bidrag under månaden. För året som helhet har räntepositionerna gett ett bidrag på +1,0 %. Ränteboken har en löpande avkastning som uppgår till +1,47 % per år. Kreditbindningen är nu 1 år och 7 månader i portföljen.

När det gäller våra derivatpositioner hade vi en månad där de underliggande börserna gick nedåt överallt förutom i USA. Bidraget på totalnivå blev därför -0,9 % under juni månad. Den negativa siffran härstammar

till största delen från förluster bland köpoptionerna. Detta blir effekten då nästan samtliga köpoptioner byggt på ett positivt värde i o m det senaste årets börsuppgångar. Volatiliteten rörde sig i sidled mellan den sista maj och den 28 juni, vilket resulterade i minimal påverkan på våra derivat. De 2 sista handelsdagarna i juni föll plötsligt börserna kraftigt, troligtvis till följd av re-balanseringar inför halvårsskiftet. Under juni sjönk värdet på våra köpoptioner mot framförallt OMX och Eurostoxx. För våra sålda barriäroptioner steg dock värderingarna mot några av indexen. Handeln under månaden har fokuserats på att rulla ut förfall samt flytta de närliggande förfallen som hade stora positiva värderingar ännu längre in i framtiden. Vi lyckades öka nominalen något och samtidigt säkra hem positiv marknadsvärdering, detta tack vare den flacka volatilitetskurvan. Som helhet ett defensivt agerande, eftersom de positioner som ersattes rörde sig näst intill 1:1 med börserna. I samband med volatilitetsökningen i slutet av månaden kunde vi addera ett par positioner som utnyttjar den korta skewen, antalet köpoptioner per säljoptioner låg på de högsta nivåerna någonsin i Europa och nära rekordnivåer i USA. Dessa positioner ger oss en bättre följsamhet mot börserna under de närmaste månaderna om den fortsätter att stiga utan att erlagga någon premie.

Utrymmet att addera mera risk (erhålla premier) och därmed skapa finansiering för köpta köpoptioner är väsentligt större idag än normalt. Vi ser därför med tillförsikt fram emot att viss riskaversion framöver skall infinna sig på aktiemarknaden och då föra med sig bättre premienivåer för sålda optioner. I väntan på detta är det mycket viktigt att trenddelen inte blir för kostsam. Därför fortsätter vi att anpassa och omstrukturera innehaven på trendsidan utifrån den befintliga risken vilket också tydligt har betalat sig såhär långt under innevarande år. Exponeringsmässigt har vi i nuläget mest derivatrisk mot det breda SX5E-indexet och svenska OMX, följt av franska CAC.

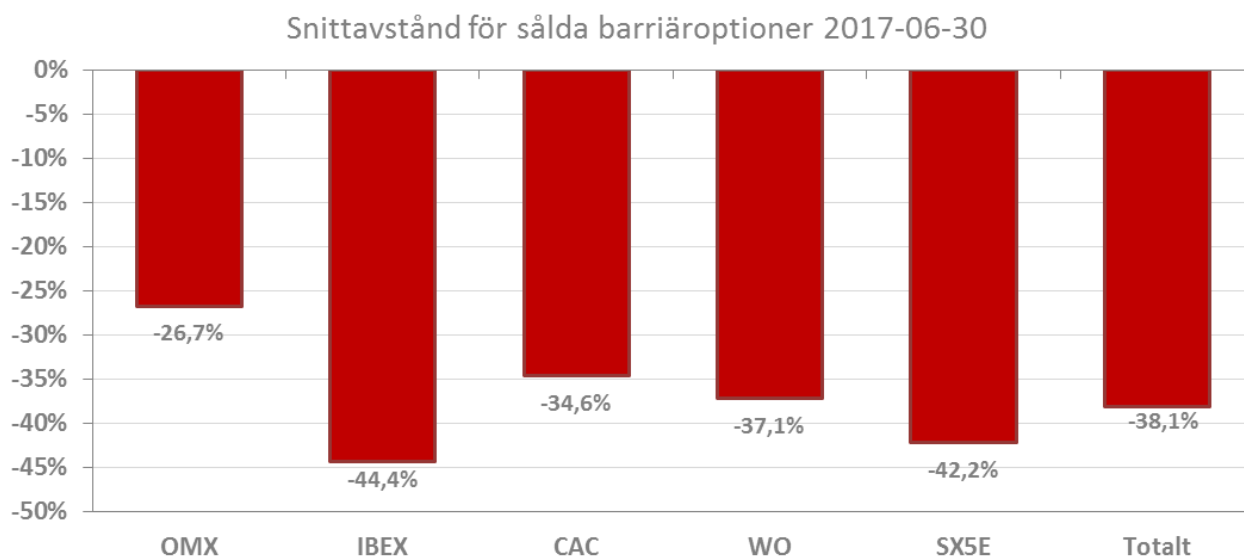
Om vi fokuserar på derivaten i **figur 2** kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under juni var negativt -0,9 %. Marknadsvärdet för köpoptionerna minskade med -0,7 % och säljoptionerna minskade med -0,2 % under månaden.

**Figur 2**


Tittar vi på enskilda index så kommer det enskilt största negativa bidraget i juni från Eurostoxx-indexet. Totalt stod indexet för -0,52 % i negativt bidrag. När det gäller säljoptionerna stod sig övriga index mycket starkt främst på grund av att de sålda barriärerna nu befinner sig mycket långt från sina barriärer. Vi bedömer att det finns en fortsatt stor sannolikhet att vi inom en relativt snar framtid återigen kommer att få stigande volatilitet på marknaden och vid det tillfället bör vi åter kunna erhålla bättre betalt för att sälja

barrieroptioner än vad som nu är möjligt. Avståndet till våra barriärer för de sålda optionspositionerna minskade under månaden men ligger ändå på väldigt betryggande avstånd just nu och kan i detalj studeras i **figur 3**. Snittbarriären ligger per den sista juni på -38,1 %, vilket innebär att börserna vi är exponerade emot i snitt kan tappa nästan -40 % 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 här endast med de största och mest likvida indexen.

Balansen i fonden är fortsatt god, höga tidsvärden på de ställda riskerna i boken som kommer att ticka in i en marknad som går sidledes. Normal känslighet emot stigande börs, en exponering som nästan uteslutande kommer från köpta köpoptioner vilket medför en avtagande känslighet vid fortsatta börsfall. Det faktum att vi är underställda risk medför, vilket vi förklarat ovan, att vi har en markant mindre exponering till trend vilket är intressant då flertalet av trendmodellerna har tendenser att återgå till sitt medelvärde efter utstickande rörelser. Vi har med andra ord möjlighet att addera risk i en normalt mycket gynnsam period. Ränteboken har fortsatt kort duration och kort kreditbindning, en stor andel av boken är investerad i korta företagscertifikat. Känsligheten emot stigande räntor vill vi inte ha i räntedelen då den senaste tidens marknadsrörelser på börserna har varit negativ som en effekt av stigande räntor. Vi skall dock komma ihåg att räntorna stiger för att utsikterna för konjunkturen ljusnar, framförallt i Europa. Man kan inte nog understryka den potentiella marknadseffekten av ett för snabbt återtag av centralbankens stimulanspaket. Lyhördhet och försiktighet krävs runt om i centralbanksdirektionerna.

**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%	1,88%	1,05%	0,63%	0,15%	-1,57%							1,85%

Jonas &amp; Gustav

Stockholm den 5 juli 2017