

Rädsla för handelskrig ger stigande aktievolatilitet. Kronan är fortsatt svag. Långräntorna är oförändrade.

Utvecklingen på världens aktiemarknader åkte verkligen berg-och-dalbana under juni. Månaden inleddes i positiva termer och kulminerade i samband med Donald Trump och Kim Jong Uns handskakande i Singapore. Därefter ökade oron igen som en direkt följd av USAs ständiga hot om handelskrig och den ena strafftullen efter den andra. Effekterna av det som hittills beslutats är, på det stora hela, relativt begränsade men det får självklart inte fortsätta tillkomma nya tullar alldeles för länge innan det börjar påverka sentimentet ordentligt. Vår uppfattning är dock att Trump vill tona ner diskussionerna inför midterm elections i höst.

Oron inför det italienska valet i maj om huruvida Italien skall stanna kvar i Eurosamarbetet eller inte blev betydligt mindre efter att nye finansministern Giovanni Tria sagt att det "inte kommer på fråga att Italien lämnar euron". Detta till trots kvarstår de stora nedgångarna för europeiska bankaktier som tappat med mer än -15 % i snitt sedan april. I paritet med att börsrörelserna gick upp och ner under månaden rörde sig även marknadsräntorna på samma sätt men är nu oförändrade sedan förra månadsskiftet.

Avkastningen i Crescit var under månaden positiv och uppgick till +0,05 %, vilket innebär -1,82 % under 2018. Majoriteten av värdetillväxten i juni härrörde från våra sålda optioner i europeiska index. Utav våra tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog samtliga med en liten positiv avkastning under månaden. Trendmodellerna hade ett positivt portföljbidrag under månaden, vilket var glädjande då många av världens aktiemarknader utvecklades svagt. På räntesidan var det våra innehav i högavkastande obligationer som utvecklades bäst. Derivatet hade som helhet ett positivt bidrag trots att inte alla aktiemarknader där vi har exponering steg under månaden. Derivatet fick dock bidrag från de positioner som ligger och tickar in tidsvärden. Under våren har vi även ökat vår risk mot europeiska banker då vi gör bedömningen att dessa är mycket billiga baserat på historiska nyckeltal samt antagandet om att marknadsräntorna i Europa kommer att börja stiga så snart tillväxten återkommer. Trendmodellerna tjänade pengar i våra CTA-exponeringar. Våra positioner som tjänar pengar på riskpremier hade ett negativt portföljbidrag under månaden.

Efter aktiemarknadernas kraftiga volatilitetsuppställ som kom plötsligt i februari har volatiliteten stannat kvar på högre nivå än där snittet ligger för de senaste åren. Detta är en välkommen utveckling för oss – förutsatt att den stannar. Allt annat lika ger detta högre premier på många av de optioner som vi gärna säljer. Vi arbetar alltid utifrån att kriser eller oro som uppstår i aktiemarknaden till följd av enskilda länders ageranden, parlamentsval, vapenskrimmel eller andra typer av "lokala" händelser inte på några månaders sikt leder till större börsfall. Geopolitiska risker har också under de senaste åren visat sig ha mycket små effekter på den ekonomiska tillväxten och bolagsresultaten och därmed finansmarknaderna. Priskorrigeringar i en marknad som innehåller risktillgångar hör till, men det är först när vi börjar se tydliga signaler att aktiemarknaderna faller till följd av högre räntor som vi kommer bli mer försiktiga. Fram till dess kommer vi successivt och envetet att öka riskerna varje gång vi får en mindre korrigerings. Genom att arbeta på detta sätt kommer vi också att kunna köpa tillbaka sålda optioner mycket snabbare när marknaderna blåser faran över och kurserna sätter iväg uppåt igen och volatiliteten faller.

Under våren och sommaren har vi blivit mer aktiva i positionstagning och stängning samt att vi accepterar lite mer kortsiktig volatilitet i fonden för att på detta sätt öka avkastningen i fonden med någon procent per år. Vi har bevisat under de senaste åren att vi inte kommer att tappa kraftigt i värde med våra modeller på nedsidan och då kan vi också successivt förändra vårt arbetssätt för att höja avkastningen.

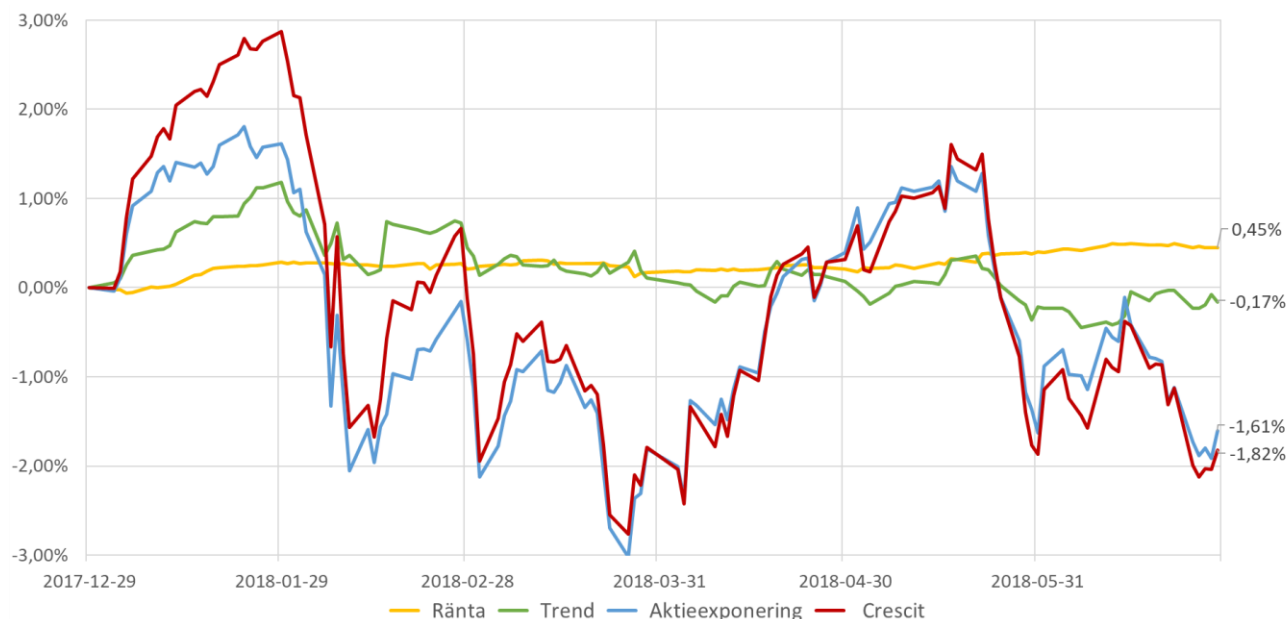
Centralbankernas agerande under månaden blev såsom vi på förhand hade förväntat oss – dvs. FED höjde och i Europa hände inte mycket. Framåtriktat kommer det att fortsätta på den inslagna vägen med en något

stramare penningpolitik. En majoritet av marknadsaktörerna har sedan en tid tillbaka positionerat sig för stigande räntor. Detta till trots har långräntorna i bl.a. Tyskland fallit kraftigt sedan mitten av maj då en 10-åring låg på 0,64 %. Vid utgången av juni stängde den på 0,30 %. Plötsligt är de nu tillbaka på samma nivå som i december 2017. I Sverige ligger 10 års räntan något högre – 0,49 %. I USA stannade 10 årsräntan under 3 %-nivån hela månaden och stängde månaden oförändrat på 2,86 %.

Under de första 3 veckorna i juni steg börserna generellt med några procentenheter när risksentimentet återvände och toppade i samband med Trump och Jong Uns toppmöte i mitten av månaden. Men, i takt med att samme Donald Trump genomförde fler och fler handelstullar (och hotade med allt fler) mattades riskaptiten för aktier världen över. När vi summerar första halvåret 2018 kan vi konstatera att perioden är en påminnelse om att det som präglat oss det senaste året med allt mer stigande tillgångspriser inte kan vara för evigt. Det är även påtagligt att framförallt europabörserna under de senaste åren hela tiden slår +/- 10 procentenheter omkring ett slags medelvärde dit vi hela tiden återvänder. Under juni sjönk det europeiska Eurostoxx-indexet med -0,32 %. Under årets första sex månader har Eurostoxx-indexet sjunkit med -3,09 %. Börsen i USA steg under månaden med +0,48 % i lokal valuta, vilket innebär att den är i positivt territorium sedan årsskiftet. Stockholmsbörsen utvecklades relativt sett bättre än övriga europabörser i juni och steg med +0,58 %. Sedan årets början är OMX endast ner med -1,15 %. Brentoljan fortsatte under månaden att klättra vidare uppåt och steg med ytterligare +2,38 % för att stänga månaden på 79,44 USD/fat.

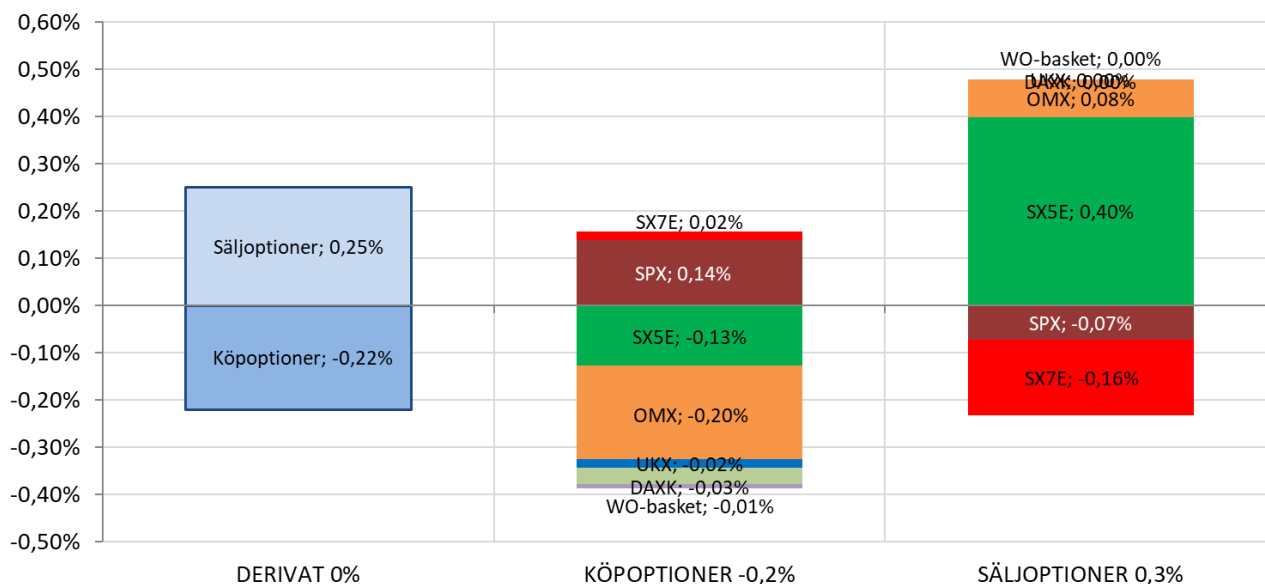
I diagrammet (**figur 1**) ses en nedbrytning av respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

Figur 1



När det gäller våra derivatpositioner hade vi en månad som mer eller mindre gick i sidled eftersom rörelserna för samtliga börsindex som vi har en exponering emot tog ut varandra. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivat blev +0,03 % under juni månad (se **figur 2** på nästa sida). Siffran härstammar till största del från vinster bland våra säljoptioner som är exponerade mot det europeiska indexet SX5E. SPX-index (USA) bidrog också positivt till avkastningen under månaden, medan Sverige och bankaktier i Europa hade ett negativt bidrag. Vi har fortfarande stort avstånd ner till våra barriärer och i framförallt bankindexet SX7E ligger större tidvärden som förväntas bidra positivt under resten av året. För våra köpta köpoptioner föll värderingarna eftersom vi hade många köpoptioner som låg precis över sina ingångsnivåer när månaden startade.

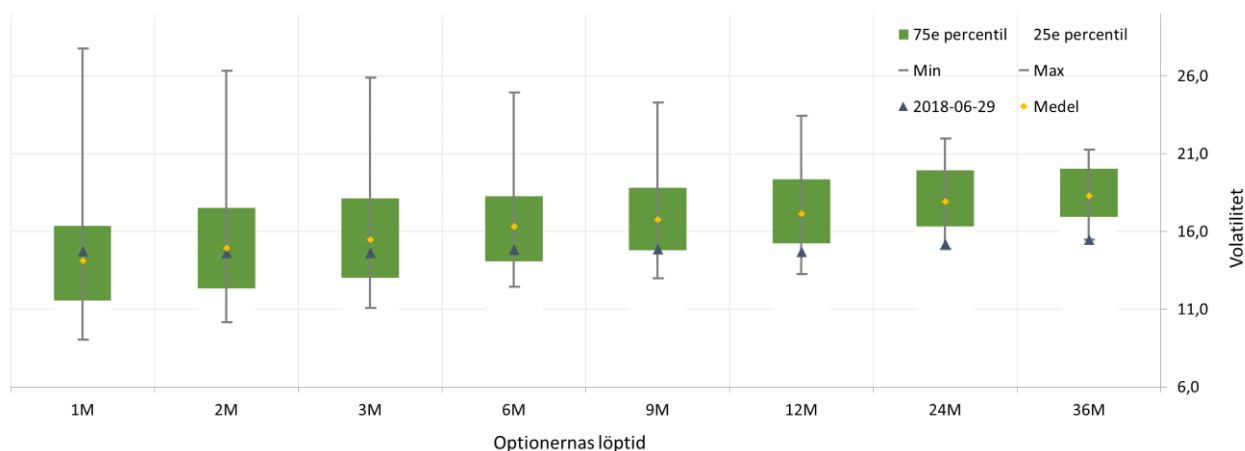
Figur 2



Om vi fokuserar in på derivaten och tittar i figuren ovan så kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under juni var mycket nära noll (+0,03 %). Bidraget från köpoptionerna var -0,22 % under månaden medan säljoptionerna bidrog med +0,25 %. För säljoptionerna såg vi en liten ökning av tidsvärdet i takt med att de underliggande börserna minskade i värde.

Ur ett positionsperspektiv har volatiliteten gett oss möjligheter att sälja skew och skapa "carry" på nivåer som vi inte sett sedan i februari. Samtidigt har momentumet i den underliggande indexrörelsen avtagit och volatiliteten realiserar förhållandevis högt (jämfört med senaste åren) så det är svårt att finna stöd i en rörelse för positiv börsutveckling. Lång daterad volatilitet i Europa fortsätter att ligga på extrema nivåer ur ett historiskt perspektiv. Det har sällan varit så billigt att ersätta vanlig börsexponering med långdaterade köpoptioner som nu. Vi har under månaden försökt utnyttja volatilitetshöjningen men marknaden har visat sig sårbar för rädslan kring eventuella ytterligare handelshinder.

Figur 3: Bilden nedan visar ATM volatilitet senaste 12 månaderna för Eurostoxx-optioner med olika löptid.

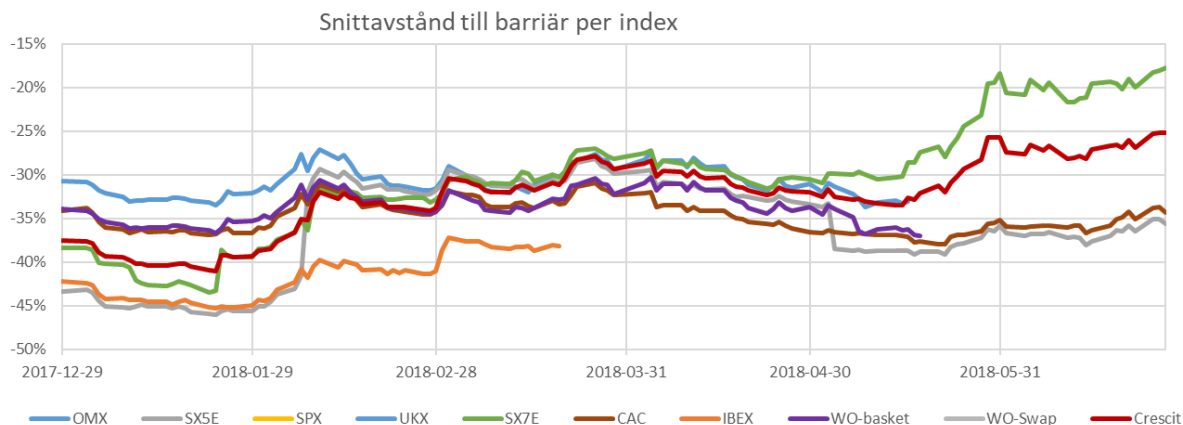


Kring kronan har vi också skapat en del värde under månaden. Vi har lyckats utnyttja svängningarna med optioner och tjänat pengar på vår underliggande USD-exponering.

Våra räntepositioner hade ett positivt bidrag på +0,05 % under månaden. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +2,19 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger kvar på sammanlagt på 1 år och 5 månader. Räntedurationen ligger på drygt 2 månader.

Trendmodellernas aggregerade avkastningsbidrag under månaden var +0,05 %. Det innebär att trenddelen avslutade halvåret på -0,17%. Newedge-indexet för trendföljande fonder var upp +0,55 % under månaden, vilket ger -4,67 % under första halvan av 2018. Orsaken till att vi gått så bra i Crescit jämfört med trendindex är återigen hänförligt till att vi under slutet av förra året började köpa komplement till våra vanliga traditionella CTA-modeller. Dessa har bidragit och höjt avkastningen i trendbenet på ett betydande sätt under innevarande år. Om vi jämför emot Newedge-indexet så har vårt trenddel en meravkastning på exakt +4,50 % under årets första sex månader.

Avståndet till barriärerna för våra sålda optionspositioner minskade under månaden till följd av fortsatt fallande kurser på de underliggande börserna. Nivåerna på de barriärer vi har kvar ligger på väldigt betryggande avstånd. Snittbarriären ligger fortfarande på -25,0 % ifrån per den sista juni, vilket är ca 12 procentenheter mindre avstånd än vid årsskiftet. Viktigt att komma ihåg är att vi aktivt stängt ner de flesta positioner där vi haft längre tid till förfall, då nästan allt värde redan har realiserats. Hur snittbarriärerna har förändrats per index under innevarande år kan studeras i detalj i **figur 4**. I grafen ser vi också att vissa index försvinner och andra tillkommer under året. Man ser också tydligt raset i SX7E-indexet under maj och juni.

Figur 4


Utan att lägga någon större åsikt vid när börsen börjar prisa in att vi passerar konjunkturtoppen i t.ex. USA så vet vi, baserat på all tidigare historik, att detta markant ökar sannolikheten för en börssättning. Denna sannolikhet har under de senaste 24 månaderna inte alls reflekteras i prissättningen av barriäroptioner, vilket gjort att Crescit haft mycket svårt att finna god avkastning (premier) utan att ta mycket högre risker. Premierna för barriäroptioner behöver, inte minst mot det rådande konjunkturläget, öka betydligt och komma upp högre för att de skall vara värda att inneha i fonden. Crescit har bibehållit sin känslighet mot stigande börser under juni, men fortsatt att minska risken neråt vid eventuellt börsfall under hösten. I skrivande stund har fonden en ovanligt stor skevhet mellan uppsida och nedsida på börsen.

| 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% | 1,20% | 0,88% | -1,20% | -1,07% | 1,40% |
| 2018 | 2,15% | -2,23% | -1,67% | 2,15% | -2,18% | 0,05% | | | | | | | -1,82% |

Jonas Granholm & Gustav Lundeborg

Stockholm den 5 juli 2018