

Historiskt låg volatilitet. Trumps trumpna klavertramp riskerar att fälla börsen under sommaren.

Avkastningen i Crescit var positiv under månaden och fonden ökade med +0,15 %, vilket innebär att avkastningen för de senaste 12 månaderna uppgår till +5,68 %. Avkastningen hittills i år uppgår till +3,47 %. Utav fondens avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog ränta med positiv avkastning under maj månad. Trendmodellerna hade en utmanande månad och avkastningen var blandad mellan modellerna, sammantaget var avkastningen oförändrad. Likaså var derivatens bidrag oförändrat. Volatiliteten på världens aktiemarknader uppvisade ett intressant mönster under månaden. Från att inledningsvis ha legat och harvat på rekordlåga nivåer steg den kraftigt under mitten av månaden. Orsaken till den snabba rörelsen kom som en direkt följd av att president Trump återigen hamnat i nytt blåsväder, denna gång efter att medier rapporterat att han läckt hemlig information i mötet med Rysslands utrikesminister. Vi kan samtidigt konstatera att det nog inte är någon god idé att förklara krig mot den egna underrättelsetjänsten. Efter att den första initiala reaktionen hade lagt sig åkte presidenten på besök till Saudi-Arabien, Israel och Vatikanstaten. Då klappade volatiliteten fullständigt igenom och vid utgången av maj ligger nivåerna igen på extremt låga nivåer. Både V2X-indexet (europeisk volatilitet) och VIX-indexet (amerikansk volatilitet) befinner sig nu på de nivåer där det tidigare i historien bottnat – någon månad därefter har börsfall ofta inletts. En intressant observation att ha med sig när vi går in i årets första sommarmånad är att avkastningen på Stockholmsbörsen under juni månad varit positiv endast ett år av de senaste 12 åren!

Under inledningen av maj var det som väntat mycket fokus på det franska presidentvalet, eftersom marknaden till följd av de prognoser som gjorts i samband med Brexit och amerikanska presidentvalet byggd på en i många fall obefogad oro. Valet blev, precis som vi trodde och alla opinionsmätningarna också visat under hela våren, ingen nagelbitare alls. Det var i praktiken avgjort direkt när vallokaler stängde den 7 maj. Det mycket väntade resultatet i presidentvalets andra omgång ledde inte till något ytterligare "lättnadsrally" på börserna.

Världens aktiemarknader fortsatte under månaden att spreta åt olika håll. Den svenska börsen OMXS30 rörde sig uppåt under månadens första veckor för att sedan under mitten av maj sätta kurs neråt. OMXS30 stängde dock månaden på +0,74 %. Börsen i USA fortsatte sin resa uppåt och steg med +1,16 % i lokal valuta under månaden. Det tidigare så muntra indexet SX7E (europeiska banker) föll med hela -2,17 % i maj, vilket innebär att indexet är på samma nivå som i slutet av april. Det breda europeiska SX5E-indexet föll med -0,14 % i maj. Den diskrepans som under de senaste åren vuxit sig onormalt stor mellan Eurostoxx 50 och S&P 500-indexet utökades ännu mer under den senaste månaden. Det kraftiga börsfallet i Brasilien på mer än -10 % under en enda handelsdag hörde till det mer uppseendeväckande under månaden. Nedgången kom i spåren av att president Michel Temer dragits in i en mut- och korruptionsskandal. Att börsfallet blev så kraftigt beror på att Brasilien är i skriande behov av ekonomiska reformer och för att utföra dessa behövs en fungerande styrning som kan fatta beslut och inte fokusera på annat. Världindexet MSCI-World steg dock under maj med +1,78 %. Brentoljan stängde månaden på 50,76 USD/fat – en nedgång på mer än -3 %.

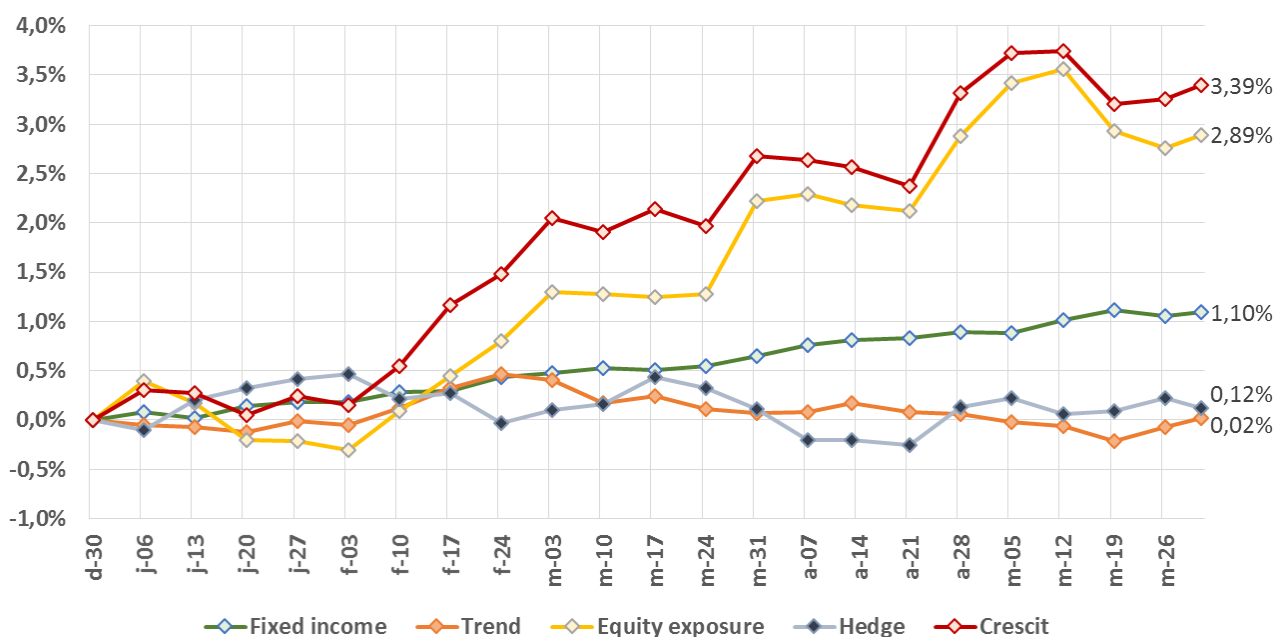
När det gäller centralbankerna och deras agerande under de kommande 12-24 månaderna är det vedertaget i marknaden att de korta räntorna långsamt är på väg uppåt. Långräntorna kommer sannolikt också att stiga under de kommande åren, även om det kommer vara mycket måttliga rörelser. I Sverige föll dock 10 årsräntorna med knappt 10 punkter under maj, vilket innebär att de är cirka 16 baspunkter lägre nu än vid årsskiftet. Svenska 10 årsräntan ligger idag på 0,46 %, dvs. klart lägre än vid årsskiftet. I USA är FED's egna prognos att räntan kommer att höjas två gånger till under detta år och sedan ytterligare 3 gånger under 2018. Det förefaller dock som att marknaden tidigare hade förväntat sig ännu lite mer och därför har långräntan i

USA fallit med ytterligare 9 baspunkter under månaden och ligger nu 41 baspunkter lägre än vid FED's besked den 15 mars. I skrivande stund prisar marknaden in endast en höjning under 2017. ECB har sitt nästa möte den 8 juni, men trots att Draghi är optimistisk kring ekonomin har han tydligt signalerat att lönekostnadstrycket fortfarande är otillräckligt för att uthålligt säkra inflationen vid målet. Vi förväntar oss inte någon förändring i ECB:s politik vid mötet den 8 juni men det är nog troligt att ECB ger ytterligare ledtrådar som påvisar att de är på väg att reversera den pågående penningpolitiken. För att få en tydlig exit-strategi lär vi nog få vänta åtminstone fram till septembermötet.

I diagrammet (**figur 1**) ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling hittills under året för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

Som helhet blev maj månad en besvikelse för trenddelen. Trendmodellernas aggregerade avkastning gick i sidled under månaden och stod följaktligen för ett bidrag på 0,0 %. Förlusterna i trenddelen under månaden genererades främst inom energi- och råvarusegmentet då modellerna låg felaktigt positionerade. Aktieindexens korta trend fortsatte dock att uppvisa styrka under månaden och komprimerade därmed för den svaga avkastningen bland medellånga trender. Bidraget från trenddelen hittills under året är +0,0 %. 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. Newedge-indexet för trendföljande hedgefonder var ner -0,43 % under maj. Våra valutaskydd gav ett litet positivt bidrag under månaden.

Våra räntepositioner hade en positiv utveckling under månaden och bidrog med +0,20 % efter att våra innehav i High Yield obligationer avkastat starka +0,88 %. Våra innehav i investment grade paper hade också ett positivt bidrag på 0,06 %. För året som helhet har räntepositionerna gett ett bidrag på +1,10 %. I skrivande stund har ränteboken en löpande avkastning som uppgår till +1,51 % per år. Kreditbindningen är nu 1 år och 6 månader i portföljen.

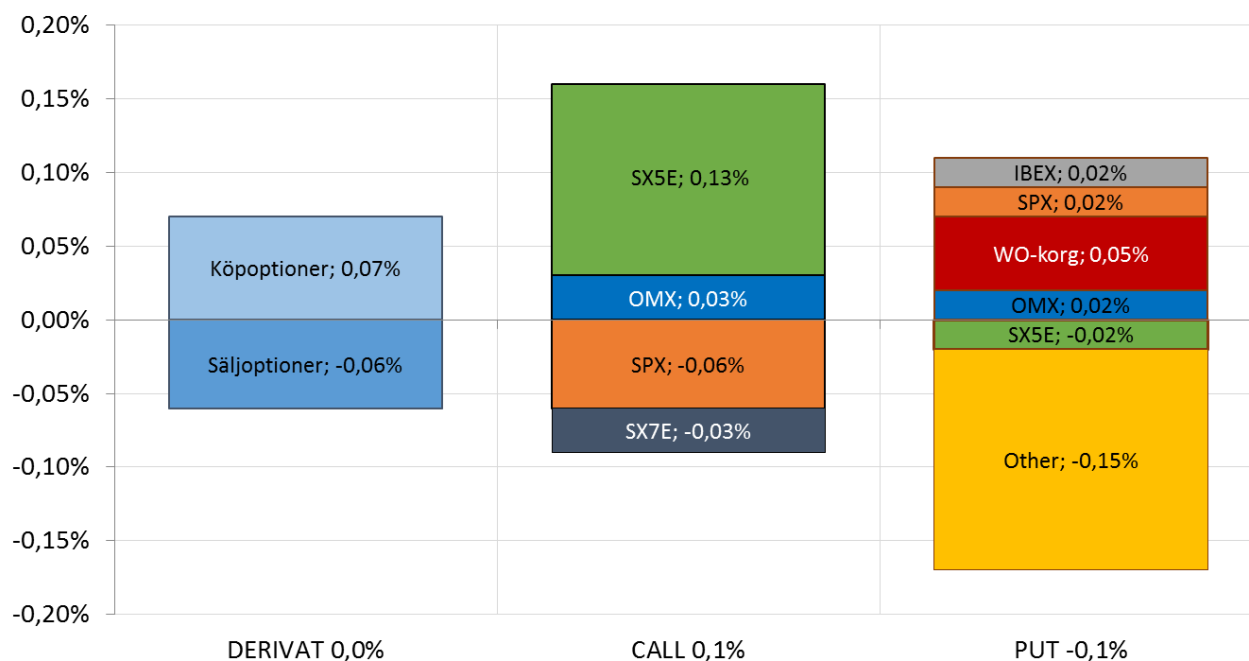
Figur 1


När det gäller våra derivatpositioner hade vi en månad där de underliggande börserna gick både uppåt och nedåt. Bidraget på totalnivå blev därför logiskt nog +0,0 % under maj månad. Siffran är ett resultat av att

börsrörelserna för de index där vi har exponering rörde sig åt olika håll och tog därmed ut varandra på aggregerad nivå under månaden. Volatiliteten rörde sig i sidled mellan den sista april och den sista maj, vilket resulterade i minimal påverkan på våra derivat. Under maj ökade värdet på våra köpoptioner mot OMX och Eurostoxx. För våra sålda barriäroptioner steg också värderingarna mot några av indexen. Handeln under månaden fokuserades 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 något defensivt agerande, då de positioner som ersattes rörde sig 1:1 med börsen. I efterdyningarna av volatilitetsökningen i mitten av månaden kunde vi addera ett par positioner som bygger på korrelation till mycket attraktiva nivåer.

Utrymmet att addera mera risk och därmed skapa finansiering för köpta köpoptioner (erhålla premier) 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. På trendsidan fortsätter vi att anpassa och omstrukturera innehaven utifrån den befintliga risken vilket också tydligt har betalats 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.

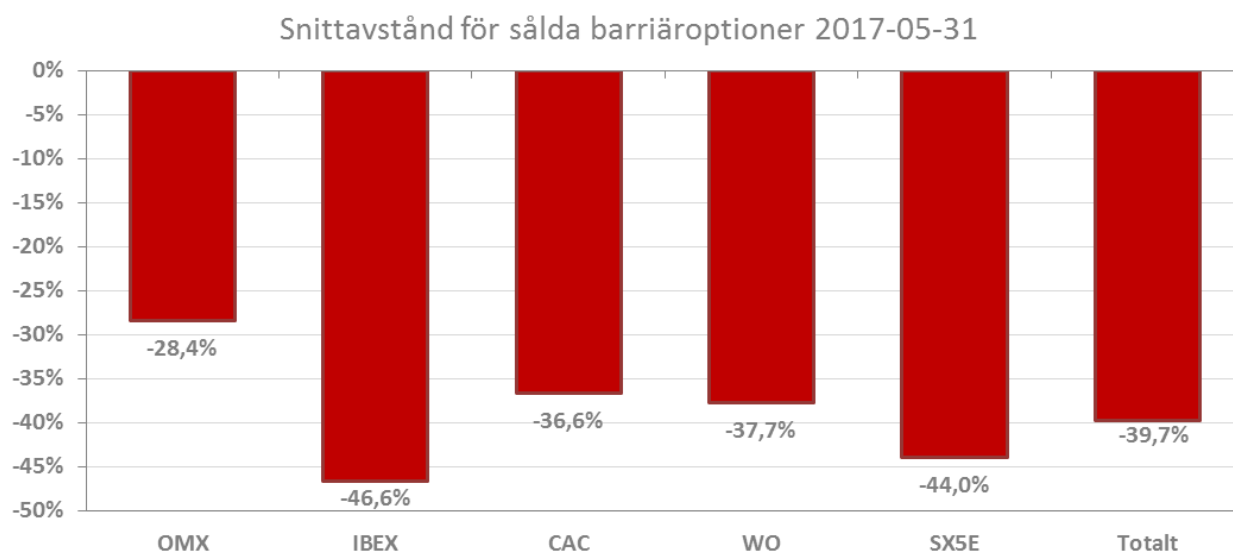
Om vi fokuserar på derivaten i **figur 2** kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under maj var oförändrat. Marknadsvärdet för säljoptionerna minskade med -0,1 % och köpoptionerna ökade med +0,1 % under månaden.

Figur 2


Tittar vi på enskilda index så är den enskilt största bidraget från Eurostoxx-indexet. När det gäller säljoptionerna är Other den kategori som tappat allra mest. Det är viktigt att notera att rörelserna under maj var exceptionellt små. Vi bedömer att det finns en fortsatt stor sannolikhet att vi återigen kommer att få stigande volatilitet på marknaden och vid det tillfället åter kunna erhålla bättre betalt för att sälja barriäroptioner än vad som nu är möjligt.

Våra barriärer för de sålda optionspositionerna ökade ytterligare under maj och ligger just nu på väldigt betryggande avstånd och kan i detalj studeras i **figur 3**. Snittbarriären ligger per sista april på -39,7 %, 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.

Fonden är i dagsläget väl balanserad för olika marknadsutvecklingar under innevarande kalenderår. Får vi en nedåtgående eller ihållande sidledes rörelse på börserna framöver är vi mycket väl rustade då vi har rekordlångt avstånd till barriärnivåerna. Därtill har vi, under hela våren, sålt mindre barrieroptioner än tidigare i fonden på grund av extremt låga premienivåer. Merparten av känsligheten mot aktiemarknaden härrör från köpta optioner. Detta begränsar fondens känslighet vid kraftiga börsfall betydligt mer än normalt. I ett scenario med stigande aktiemarknader kommer vi att ha en positiv avkastning.

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%								3,47%

Jonas & Gustav

Stockholm den 5 juni 2017