

Bibehållen volatilitet och bestående Kinaoro. Utvecklade marknader står inför ett förtroendeproblem?

Månaden fortsatte i osäkerhetens tecken med en volatilitet som inte skådats sedan finanskrisens dagar. Rörelserna inom nästan alla tillgångsslag var avvaktande och världens börser handlade i sidled medan man väntade på FED's räntebesked den 17 september. I linje med vår förväntning höjde inte FED räntan denna gång heller. Motiveringen från kommittén var att den uppkomna situationen med osäkrare global ekonomisk utveckling och skakiga finansiella marknader bromsar upp den ekonomiska utvecklingen och sannolikt sätter press neråt på inflationen kortsiktigt. Trots att endast 30 % av marknaden trodde på en höjning mottogs beskedet negativt för riskfyllda tillgångar. Även om beslutet i sig är stimulerande, hade marknaden föredragit en fastförankrad tro på framtiden före låga korträntor.

Börserna uppvisade dock inte den panik vi såg under augusti och mot slutet av månaden stabiliserades rörelserna. Volatiliteten och osäkerheten har också minskat, men ligger fortfarande kvar på betydligt högre nivåer än under de senaste åren. Detta innebär naturligtvis att premierna vi erhåller för att ställa barriäroptioner är goda för tillfället. Vi har jobbat som vanligt med de strategiska positioner som Crescits strategi stipulerar. Förhoppningsvis kan världens bolag nu leverera rapporter som motsvarar de kraftigt nerställda vinstförväntningarna. Förutsatt det samt eventuella nya stödåtgärder från ECB och BOJ kommer vi förmodligen se högre värderingar på aktiemarknaderna framöver. Den svenska börserna OMXS30 föll under september med -5,61 %. Detta innebär att index är ner mer än -17 % sedan slutet av april. Börserna i Storbritannien och USA föll med -2,98 % respektive -2,64 % i lokal valuta. EuroStoxx50 indexet föll också mycket under månaden, -5,17 %, vilket innebär att indexet återigen befinner sig på samma nivåer som i slutet av både 2013 och 2014. Kopplingarna mellan de finansiella marknaderna och utvecklingen i den reala ekonomin är dock svaga än så länge. Framöver finns dessutom ett antal faktorer som bedöms kunna ge stöd åt tillväxten i Kina och därmed talar mycket för att Kina nog undviker en hårdlandning. När det gäller Grekland är vår bedömning att läget där är lugnt, åtminstone fram till och med nästa sommar då man tidigast kan börja utvärdera huruvida de reformer som beslutats i parlamentet faktiskt implementeras eller inte samt om tillväxten håller.

På räntesidan blev rörelserna sammantaget under månaden 10-20 baspunkter lägre för 10-årsräntorna i Sverige, UK, Tyskland och USA. Kreditobligationer hade en mycket svag månad och även bostadsobligationer tappade i värde. I en tid som denna fortsätter vi att investera i korta företagscertifikat då det fortfarande är bättre än minusränta.

Förvaltning

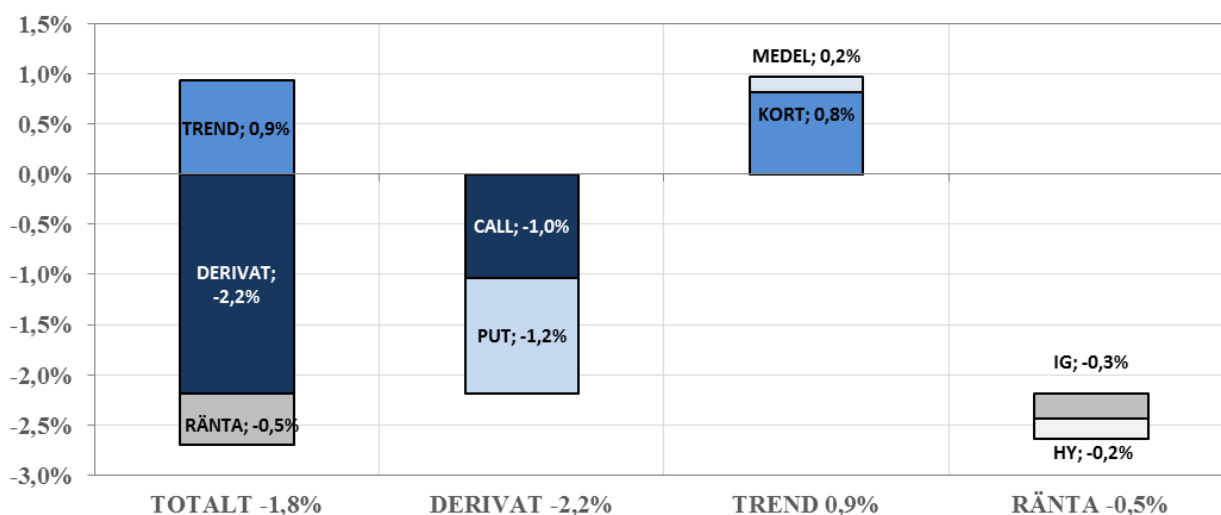
Value at Risk i fonden låg vid månadsskiftet på 1,48 %. I skrivande stund har ränteboken en duration på knappt 6 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,46 % per år. Kreditbindningen är nu 2 år och 4 månader i portföljen.

Crescits fondandelsvärde minskade med -1,85 % i september, vilket ger en avkastning på -3,54 % under året och +3,27 % senaste 24 månaderna. Fondens derivat- och räntepositioner förlorade pengar under månaden medan Trenddelen tjänade pengar. Mest negativt bidrog derivatdelen som stod för -2,2 % under månaden. Bidraget från trendföljande modeller låg dock på +0,9 % under september.

I totalkolumnen i **figur 1** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling under september för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

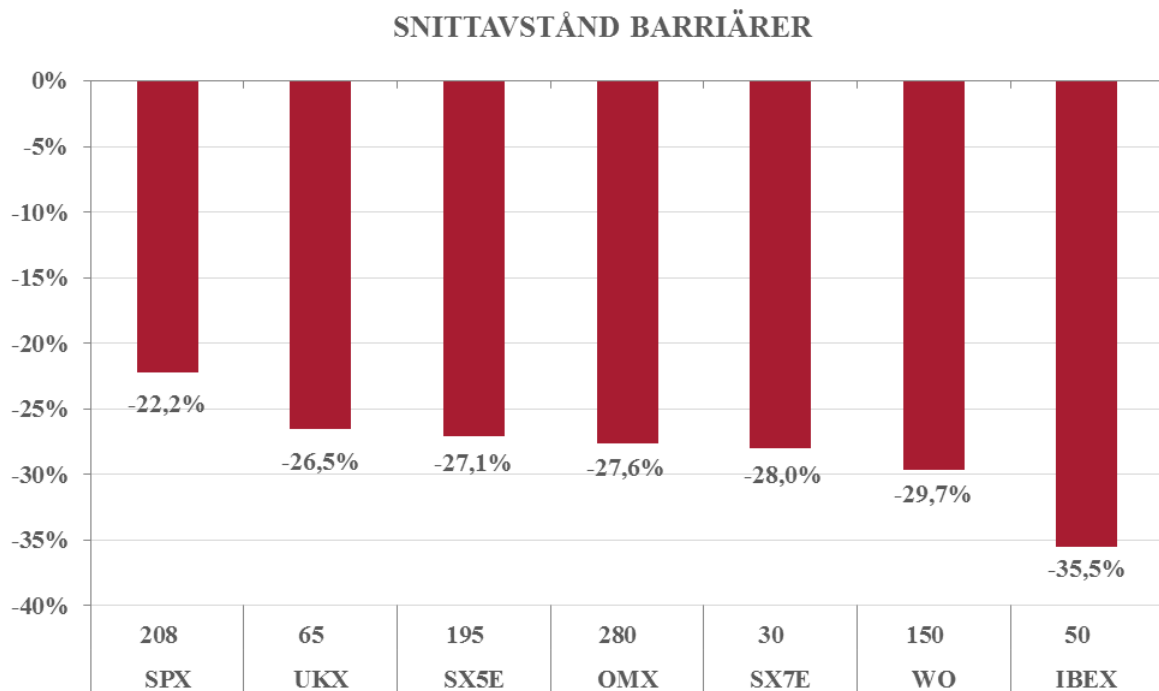
Derivatet består av Calls (köpoptioner) och Puts (säljoptioner). Marknadsvärdet på Calls och Puts påverkas av de underliggande börsernas rörelser samt av volatiliteten i desamma.

Figur 1



De fortsatt stora börsfallen medförde att de ställda barriäroptionerna fortsatte att tappa marknadsvärde som istället transformeras om till ett så kallat "tidsvärde". Detta tidsvärde kommer successivt att komma tillbaka in i marknadsvärderingen förutsatt att inga barriärbrott inträffar för respektive position under den löptid som återstår. Portföljdiversifieringen föll denna månad ut positivt då det negativa värdet på köpoptionerna nästan helt raderades ut av våra korta trendmodeller. De sålda barriäroptionerna tappade -1,2 % i marknadsvärde under september då volatiliteten och marknadsrörelserna var fortsatt ogynnsamma. Här är det viktigt att komma ihåg att detta endast är en marknadsvärdering. För att detta skall falla ut och bli en riktig reell förlust vid förfall krävs det att börserna i snitt faller ytterligare -26% framledes, se **figur 2**. Om detta inte inträffar (inga barriärbrott inom 18 månader,) kommer den negativa värderingen på optionerna att successivt komma tillbaka in i NAV:et framledes.

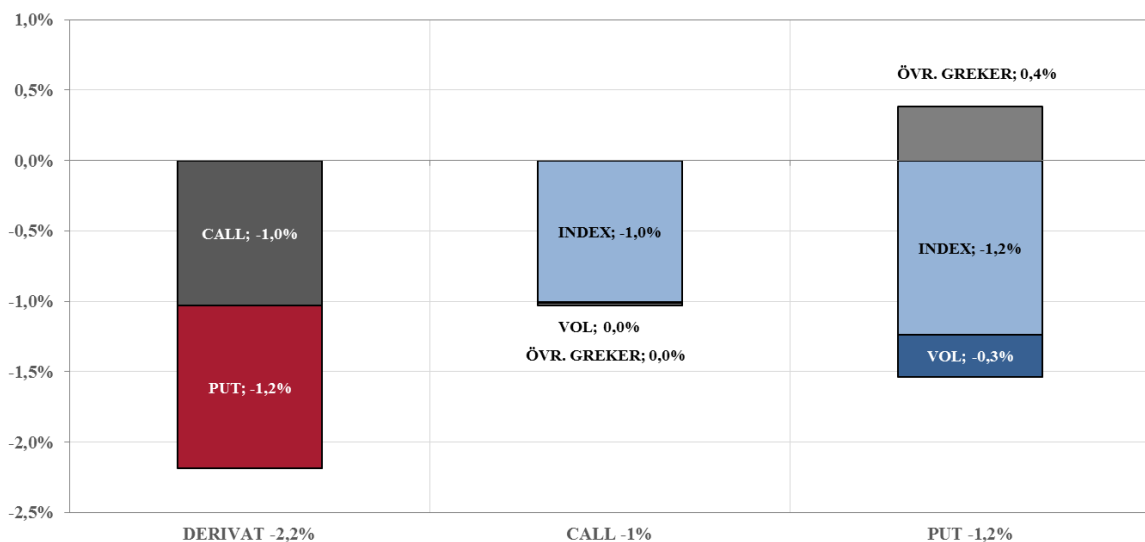
Figur 2



Om vi fokuserar på puttarna i **figur 3** så kan vi se att de tappade -1,2 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av -0,3 % vol (volatilitet), -1,3 % indexrörelse samt +0,4 % "övriga greker", dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc. Det intressanta med detta värde är att vol och "övriga greker", oavsett börsrörelser fram tills när derivaten förfaller, kommer tillbaka på fondens NAV. Den sista delen i put, dvs. indexrörelsen kommer också att komma tillbaka på fondens NAV förutsatt att inte de sålda barriärnivåerna bryts. Dessa barriärer ligger just nu på betryggande avstånd och kan som nämnts ovan studeras närmare i detalj i **figur 2**.

När det gäller calls gäller samma principer. Vol samt "övriga greker" kommer att materialiseras vid förfall. Börserna måste gå upp för att fonden skall kunna ta tillbaka det förlorade värdet.

Figur 3



Våra trendföljande modeller hade en bra månad. Inledningsvis fortsatte de att tappa i värde då de flesta marknader fortsatt uppvisade slag kring dess långsiktiga trender. Sedermera kom börsernas fortsatta fall att bidra positivt då modellerna svängt om och börjat korta aktiemarknaderna.

I september har vi fortsatt att sälja barriärer då den högre volatiliteten har erbjudit mer attraktiva premienivåer än på mycket länge. Marknadsrörelserna har under den gångna månaden inneburit att fonden adderat ännu mer till de redan stora tidsvärdena som uppstod i juni och augusti och som kommer att falla ut efter hand om inte aktiemarknaderna klappar igenom fullständigt över kommande 9-12 månader.

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%				-3,54%

Jonas & Gustav

Stockholm den 5 oktober 2015