

**Stigande marknadsräntor. Stigande börser. Tillväxt i hela världen. Partikongress i Kina ger positiva börser?**

Avkastningen i Crescit ökade med +1,20 % i september, vilket innebär att avkastningen hittills i år uppgår till +2,82 %. Utav fondens tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) bidrog derivat- och räntepositionerna med positiv avkastning under september månad, medan trend bidrog negativt. Trendmodellerna klarade inte av att bibehålla den återhämtning som började byggas upp under sommaren utan föll tillbaka rejält och sammantaget blev det ett negativt portföljbidrag under månaden. På räntesidan var det våra innehav i högavkastande obligationer som fortsatte att utvecklas starkast. Derivatet hade som helhet ett starkt positivt bidrag till följd av att samtliga aktiemarknader som vi är exponerade emot steg kraftigt under månaden. Volatiliteten på världens aktiemarknader rörde sig uppåt under inledningen av månaden då Nordkorea bekräftade sitt kraftfullaste kärnvapentest hittills. Därefter föll dock volatiliteten tillbaka ner igen och stängde månaden på historiskt låga nivåer. Sedan finansmarknaderna utvecklade den listade optionshandeln har det väldigt sällan varit så billigt att köpa skydd mot börsfall som det är just nu, ändå är det förvånansvärt få aktörer skyddar sig. Detta skulle möjligen kunna förklaras av en lägre grundläggande aktieexponering än vanligt hos institutioner (detta visar även flertalet enkäter). Vad som krävs för att bryta den låga volatiliteten har vi diskuterat till och från under hela det gångna året och förmodligen är det en uppbyggnad av finansiella obalanser eller en mer rejäl icke-synkroniserad penningpolitisk åtstramning (vilket känns extremt osannolikt) som behövs. Vi vet att centralbankerna, trots nedtrappningarna av QE, kommer att fortsätta pumpa in enorma mängder likviditet de närmsta åren. Detta underhåller naturligtvis riskaptiten hos investerare i jakten på avkastning.

Under september bröts den nedåtgående trenden som vi sett på börserna under hela sommaren. September blev en enda lång uppåtgående kurva med endast ett fåtal negativa dagar. När vi summerar september kan konstateras att hela den svaga sommaren med en nergång för OMX30 på över 5 % under perioden juni-augusti är tillbakatagen. Stockholmsbörsen steg nämligen med +5,88 % under månaden. Börsen i USA fortsatte sin stadiga resa uppåt även denna månad då den steg med +1,93 % i lokal valuta. Även det breda europeiska SX5E-indexet steg med +5,07 %. Den starka utvecklingen i Europa var till stor del drivet av europeiska bankaktier (SX7E) som steg med 5,30 %. För vi fortsatt stigande marknadsräntor under hösten och vintern leder det rimligen till fortsatt goda förutsättningar för en stark utveckling i de europeiska bankaktierna (SX7E). Avslutningsvis kan vi konstatera att världsindexet MSCI-World steg med +2,08 % under september. Brentoljan rörde sig uppåt ordentligt under månaden och stängde på 56,73 USD/fat, vilket innebär en betydande uppgång på +7,42 % under månaden.

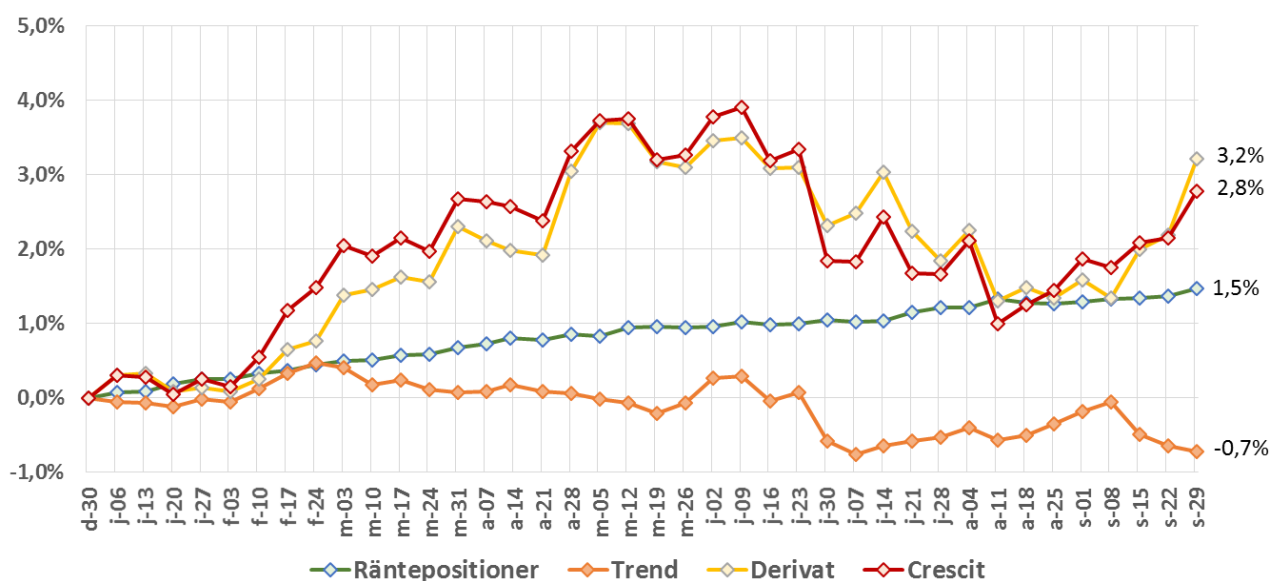
När det gäller centralbankerna och deras agerande råder en samsyn i marknaden om att det blir en stramare penningpolitik framöver. Olika enkäter och gallupar som görs visar att de största aktörerna på marknaden nu ligger positionerade för stigande räntor, vilket är den mest aggressiva positioneringen på 10 år. Allt talar för att de korta räntorna framöver långsamt men säkert kommer att finna sin väg uppåt. Efter ECBs senaste möte uttryckte Draghi ingen oro vad gäller euroförstärkningen och räntan lämnades oförändrad. ECB lämnade även stödköpen oförändrade och inte heller detta kommenterades särskilt av en mycket fåordig Draghi. Däremot lovade Draghi att han kommer att uppdatera marknaden "under hösten", dvs. troligen i oktober.

På hemmaplan här i Sverige steg 10 årsräntan kraftigt (med drygt 30 punkter) under september, vilket innebär att den är omkring 25 punkter högre än vid årsskiftet. Mot bakgrund av den starka tillväxten i ekonomin, planerade finanspolitiska stimulanser, kraftigt ökande utlåning till hushållen, resursutnyttjandet på rekordnivå samt en inflation på över 2 % kan man tycka att trenden med stigande ränta borde hålla i sig ett under ett bra tag. Intressant att se huruvida riksbanken kommer att hinna höja styrräntan innan det är

dags att i nästa konjunktursvacka sänka igen. Riskbanksstyrelsens val att fortsätta med Stefan Ingves som chef i ytterligare 5 år var som vi tidigare påpekat väntat, inte minst mot bakgrund av de politiska låsningarna.

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

I september hade trenddelen en svag avkastning vilket är frustrerande mot bakgrund av att vi har flera svåra månader under våren med stora negativa avkastningar bakom oss. Under sommaren bidrog dock trenddelen till att markant sänka risken i Crescit när aktiemarknaden föll. Det faktum att vi till följd av rekordlåg volatilitet säljer färre barriäroptioner än normalt, har dock gjort att trendmodellernas vikt är nere på en låg nivå. Nivån berättigas fortsatt av att vi till följd av mindre sålda barriärer har en mindre så kallad "svansrisk" i fonden. Trendmodellernas aggregerade avkastning under månaden var -3,5 %, vilket innebär att den stod för ett bidrag på -0,48 % i fonden. Förlusterna i trenddelen under månaden genererades inom räntesegment då modellerna låg fel positionerade för stigande räntor i framförallt Europa och USA. Bidraget från trenddelen hittills under året är fortsatt negativt, -0,7 %. Exponeringen vi har mot olika trendmodeller minskar över tid risken i fonden och särskilt under de perioder när volatiliteten är som allra störst, men samtidigt är vi väldigt noggranna med vilken vikt vi har exponerat mot trenddelen i olika scenarion. Dessa scenarion varierar vid varje given tidpunkt och är en funktion av hur mycket sålda säljoptioner vi har i fonden. Newedge-indexet för trendföljande hedgefonder var ner -2,35 % under september.

**Figur 1**


Våra räntepositioner hade en oförändrad avkastning under månaden och bidrog med +0,3 %. För året som helhet har räntepositionerna gett ett bidrag på +1,5 %. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +1,47 % per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger sammanlagt på 1 år och 3 månader.

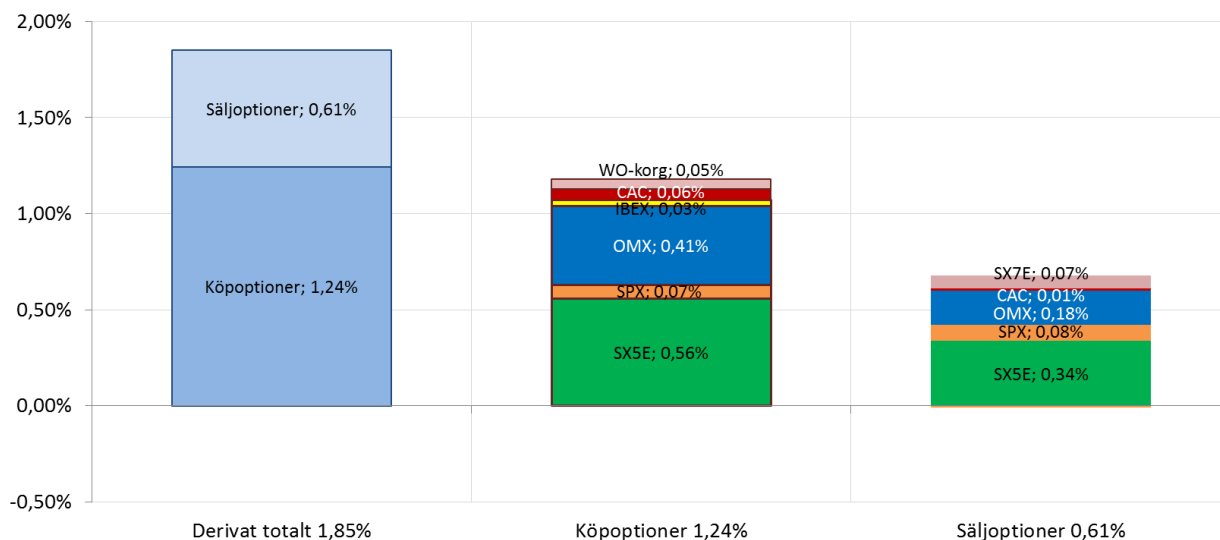
När det gäller våra derivatpositioner hade vi en stark månad eftersom de underliggande börserna gick uppåt överallt. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivat blev +1,9 % under september månad. Den positiva siffran härstammar till största delen från vinster bland köpoptionerna som är exponerade mot Eurostoxx-indexet och OMX30-indexet. Detta blir resultatet då samtliga köpoptioner under sommaren tappat i värde som nu kommer tillbaka i samband med börsuppgångarna. För våra sålda barriäroptioner steg också värderingarna mot samtliga index. Den börsfrossa som vi hade under sommaren härrörde till viss del ifrån

oron för hur mycket den kraftiga dollarförsvagningen skulle slå mot inte minst europeiska börsbolag med stor export. Men i takt med att det fortsatte komma in riktigt positiva ekonomiska nyheter från Tyskland och Euroland bleknade dock oron och börserna steg dag för dag. Kvartalsrapporterna för Q3 blir därför intressanta att följa, inte minst för bolagen med stora exportintäkter. Sammantaget ser den ekonomiska grundbilden i Europa bättre ut än på väldigt länge. På toppen av de positiva tongångarna i Europa bör även läggas det faktum att det rullar på riktigt bra i Kina och andra utvecklingsmarknader just nu. Framförallt beror den starka tillväxten i dessa länder på privatkonsumtionen (i t.ex. Kina växer den med minst 10 % per år), hög investeringstakt, samt en växande industriproduktion. Vi har under månaden intresserat oss allt mer för de större utvecklingsmarknaderna och det kan mycket väl hända att framförallt Kinesiska aktiemarknaden får en ny skjuts efter partikongressen som går av stapeln den 18 oktober. Om det blir flera nya policys som gynnar den ekonomiska tillväxten och därmed bolagen i Kina så kan det bli ett starkt kvartal som ligger framför oss på de asiatiska börserna. Om Trump dessutom kan få igenom åtminstone delar av de utlovade skattesänkningarna innan jul kan det återigen bli förnyat bränsle under börsbrasan.

De siffror som börjar komma in avseende tillväxtprognoserna för 2019 landar på 3,2 % – 3,3 % och ser därmed bra ut. Tillväxttalen för 2019 är lite lägre än prognosen för 2018, men högre än innevarande års. Det är fortfarande ett tidigt skede och risken finns för att de börjar rulla över och då kan vi nog förvänta oss en svalare utveckling på aktiemarknaderna. Håller sig de globala tillväxtsiffrorna kvar på nivån där vi är nu så torde börserna kunna ticka på riktigt fint under resten av 2017. Mest positiva är vi till Europa där börserna torde ha bättre utrymme att överraska än mer positivt. Även Europeiska banker är billiga ur de allra flesta synvinklar. Man skall heller inte glömma att centralbankerna fortfarande stimulerar ekonomierna kraftigt.

Handeln i Crescit har fokuserats på den, för oss, kortare delen av volatilitetskurvan. Vi har tidigare skrivit om den rekordhöga skevheten mellan såld säljoption 5 % från aktuell nivå och köpt köpoption 5 % från aktuell nivå. Dessa nivåer har bibehållits under månaden och efter sommarens börsfall var även indexnivån mer attraktiv än tidigare. På den längre änden av kurvan har illikviditetspremien eroderats och nivåerna har smittats av de låga implicita nivåerna (VIX, V2X m.fl.). Den förhöjda risken för en sättning i aktiemarknaden, baserat på historiska samband, när konjunkturen mognar kompenseras inte alls av marknaden idag. Premierna som erhålls ligger istället i det lägre spannet av ett tvåårsintervall.

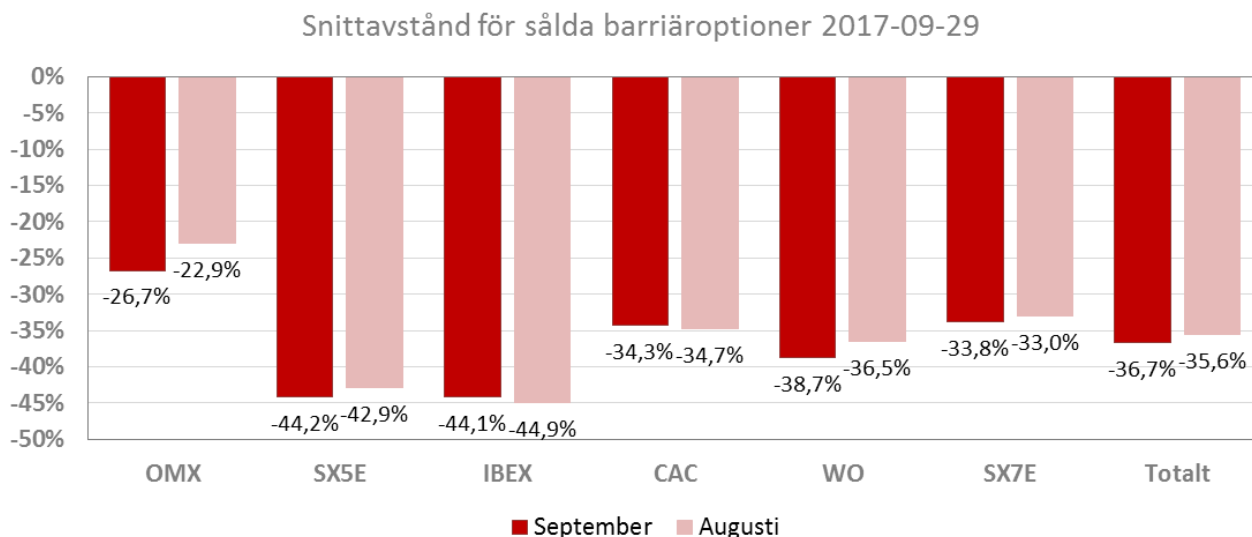
Om vi fokuserar på derivaten i **figur 2** kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under september var positiv med +1,85 %. Bidraget från köpoptionerna ökade med +1,24 % medan säljoptionerna ökade med +0,61 % under månaden.

**Figur 2**


Tittar vi på enskilda index så kommer det enskilt största positiva bidraget i september från Eurostoxx. Totalt stod indexet för +0,56 % i positivt bidrag. När det gäller säljoptionerna ökade samtliga index i värde på grund av börsuppgångarna. De sålda barriärerna befinner sig i dagsläget mycket långt från sina barriärer.

Avståndet till våra barriärer för de sålda optionspositionerna ökade ytterligare under månaden, vilket innebär att nivåerna fortsatt ligger på väldigt tryggt avstånd. Dessa kan i detalj studeras i **figur 3** där även förändringen sedan förra månaden också kan ses. Snittbarriären per den sista september ligger på -36,7 %, vilket innebär att börserna vi är exponerade emot i snitt kan tappa knappt -37 % och fonden kan ändå tillgodoräkna sig en positiv avkastning från barriäroptionerna. 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.

Balansen i fonden är en fortsättning på den tidigare inslagna defensiva vägen. Efter år av ekonomisk tillväxt närmar sig konjunkturcykeln sin topp, eller åtminstone går den in i den senare delen av uppgången. Utan att lägga någon värdering i när detta sker så vet vi att det ökar sannolikheten för en børsättning. Denna sannolikhet anser vi bör reflekteras i prissättningen av långdaterade barriäroptioner för att risken skall vara värd att bära på i fonden. Detta är inte fallet just nu då marknaden prissätter på rekordlåga nivåer. Vi använder således andra finansieringskällor för att finansiera fortsatta uppsidor, exempelvis är "skevheten" som tidigare beskrevs extremt brant i korta löptider vilket ger möjlighet att sälja mindre belopp och köpa stora belopp utan att erlægga premie. Känsligheten mätt som delta ligger dock på en långsiktig jämvikt, detta då majoriteten av den köpta optionaliteten är "in the money". Nedsidan på dessa är dock begränsad vid en större børsättning eftersom vi har minskat våra svansrisker (barriärerna) under detta år.

**Figur 3**


Year	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%				2,82%

Jonas &amp; Gustav

Stockholm den 5 oktober 2017