

I väntan på FED och Riksbanken. Flyktingkrisen samt större terrororo överskuggar det mesta.

Den stora flyktingströmmen till Europa samt terrorismens framfart i Västra Europa blev utan tvekan det som dominerade november månad. Exempelvis styrdes G20-mötet i Turkiet om från att diskutera läget i den globala ekonomin till att istället helt handla om Syrien och hur man ska bekämpa IS. Ett konkret resultat från mötet var att Ryssland och USA nu kommit överens om att samarbeta för att bekämpa Islamiska Staten. Dessutom kommer man att intensifiera sina ansträngningar att försöka skära av terrororganisationens finansiering. Detta lugnade finansmarknaderna, men tyvärr förflöt det bara en vecka innan den turkiska armén sköt ner ett ryskt militärflygplan som var på uppdrag i Syrien. Detta bidrar naturligtvis åter till en ökat geopolitisk oro mellan Ryssland och ett NATO-land.

Trots terrorattacken i Paris och de förhöjda terrorhotnivåerna i flertalet europeiska länder reagerade inte finansmarknaderna med någon större rörelse. Börsen i USA (S & P 500) steg med endast +0,05 % under månaden. Den amerikanska börsen har stigit med endast 1 % under året. I Sverige steg Stockholmsbörsen med 2,46 % och arbetar sig vidare mot de nivåer som rådde innan sommarens och höstens kraftiga börsfall. Det återstår dock fortfarande omkring 12 % upp till indexvärdet 1719 där OMX toppade i april. Volatiliteten steg under november och ligger nu generellt lite högre än tidigare under året. Premierna vi erhåller för att ställa barrieroptioner har därmed också stigit aningen under November. Dock inverkar även en brantare skew (förväntan om börsfall framöver). Börserna i Storbritannien och Europa steg med +4,94 % respektive +2,58 % i lokal valuta, vilket innebär att indexet hämtat igen två tredjedelar av höstens fall.

I Sverige förväntas flyktingströmmen dra upp tillväxten med motsvarande cirka 1 procent av BNP de kommande två åren. Hur de ekonomiska effekterna på längre sikt ter sig är självfallet mycket svårare att slå fast. Sannolikt är det integrationen på arbetsmarknaden som avgör huruvida tillskottet som helhet blir positivt eller negativt över nästa 10-års period. Kostnaderna för staten ökar med cirka 30 miljarder per år, vilket staten kortsiktigt väntas klara av genom att låna upp pengar. Trots detta har den mängd av människor som invandrar till Sverige just nu tvingat regeringen att skärpa asylpolitiken. Bakgrunden är larm om ett välfärdssystem på bristningsgränsen i många kommuner runt om i landet, men även den snabbaste ökningstakten på 250 år för befolkningsprognoserna.

Mario Draghis kommentarer om att *"göra det vi måste"* för att få upp inflationen (som idag är 0,1 % år/år) till målet *"så snabbt som möjligt"* tog under november månad skruv och ledde till väldigt stora förväntningar på att han skulle leverera. Facit blev att en oenig direktion sänkte inlåningsräntan med -0,1 % till -0,3 % och utökade köpen av värdepapper med 1/3 till 1 500 miljarder euro. I skrivande stund kan konstateras att marknadens reaktion på beslutet var stor besvikelse. Tyska 10 års räntan +25 baspunkter, Euron 3,5 % starkare mot dollarn och Eurostoxx ner -4 %. ECBs stora målsättning som innebär svagare euro och högre inflationsförväntningar står dock fortfarande kvar och det är inte alls otroligt att Draghi snart är ute på banan igen med mer åtgärder. Intressant att konstatera är att Draghi dagen efter beskedet blev utfrågad av Storbritanniens förre centralbankschef Lord King på The Economic Club i New York och då mer eller mindre lade fram *"gör det vi måste 2.0"* genom att tydligt slå fast att centralbanken *"inte har någon som helst begränsning när det gäller åtgärder för att skapa inflation"*. Det skall bli intressant att se om marknaden tror på honom även denna gång och återhämtar sig till och med nyår.

När det gäller FED så är manegen nu så krattad att allt annat än en höjning med 25 baspunkter den 16 december skulle vara exceptionellt överraskande. Spekulationerna handlar nu mer om i vilken takt som Fed ska gå vidare med höjningarna efter december 2015. Janet Yellen kommer sannolikt kommunicera att takten blir återhållsam dvs. att FED noggrant kommer att följa sifferdata som kommer under 2016.

Förvaltning

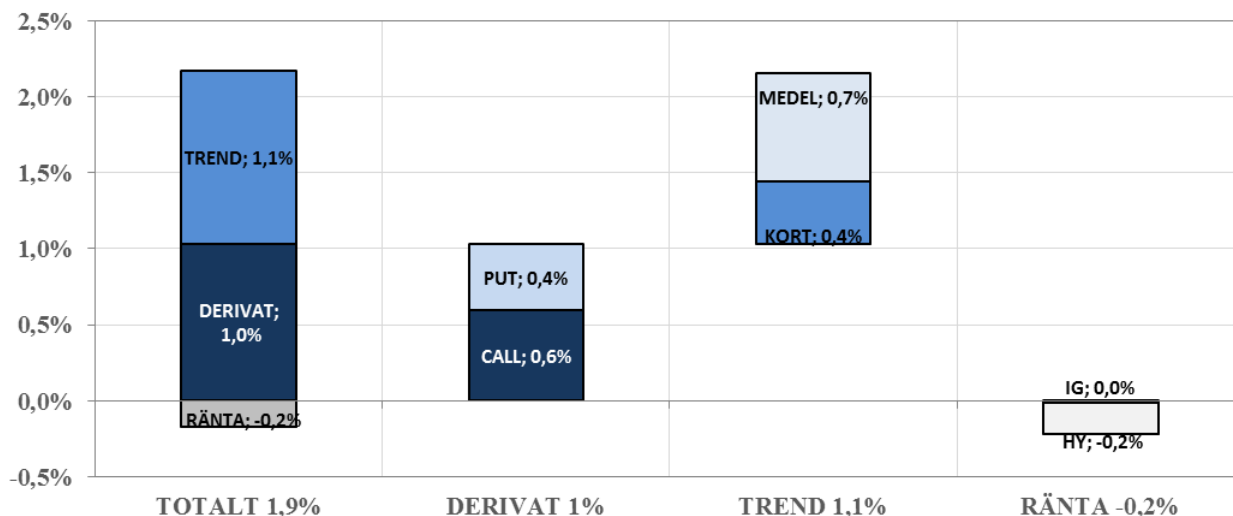
Crescits fondandelsvärde ökade med +1,89 % i november, vilket ger en avkastning på +1,86 % under året. Fondens derivatpositioner och trendmodeller tjänade pengar under månaden medan räntedelen fortsatt förlorade pengar. Mest positivt bidrog trenddelen som stod för +1,1 % under månaden. Derivatpositionerna bidrog också bra och låg på +1,0 % under november.

Value at Risk i fonden sjönk vidare neråt under november och låg vid månadsskiftet på 0,74 %. I skrivande stund har ränteboken en duration på drygt 4 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,39 % per år. Kreditbindningen är nu 3 år och 3 månader i portföljen.

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

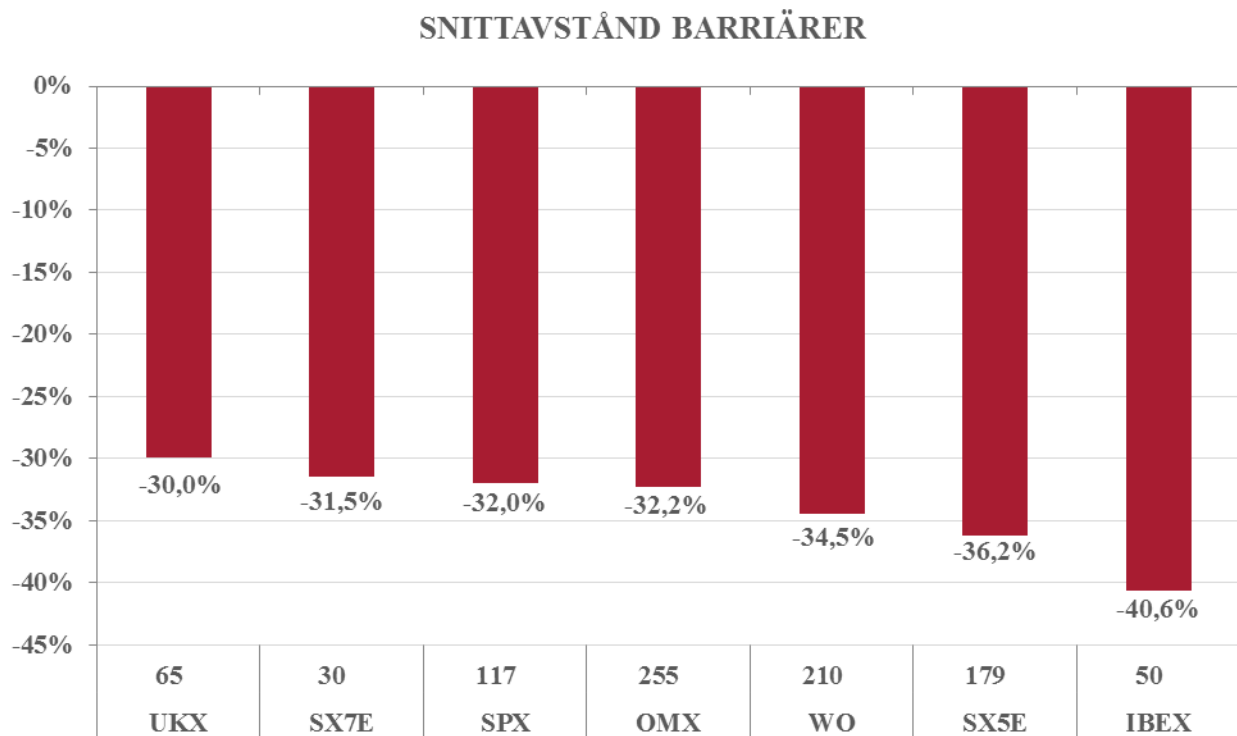
Derivaten består av Calls (köpoptioner) och Puts (säljoptioner). Marknadsvärdet på Calls och Puts påverkas av de underliggande börsernas rörelser samt av volatiliteten i desamma.

Figur 1



De kraftiga börsfallen under augusti och september ledde till att de ställda barrieroptionerna tappade marknadsvärde som istället transformeras om till ett så kallat "tidsvärde". Detta tidsvärde började successivt komma tillbaka in i marknadsvärderingen på put-positionerna under oktober. Detta har fortsatt att ske även i november, vilket också syns tydligt eftersom säljoptionerna (put) ökade +0,4 % i marknadsvärde under november. För att det skall realiseras riktiga förluster i de existerande tidsvärdena krävs det att börserna i snitt faller med ytterligare -34 % framledes (-33 % senaste månadsskiftet), se **figur 2**. Om detta inte inträffar (inga barriärbrott inom 18 månader,) kommer de återstående tidsvärdena på optionerna att successivt betas av och komma tillbaka in i NAV:et framöver.

Figur 2

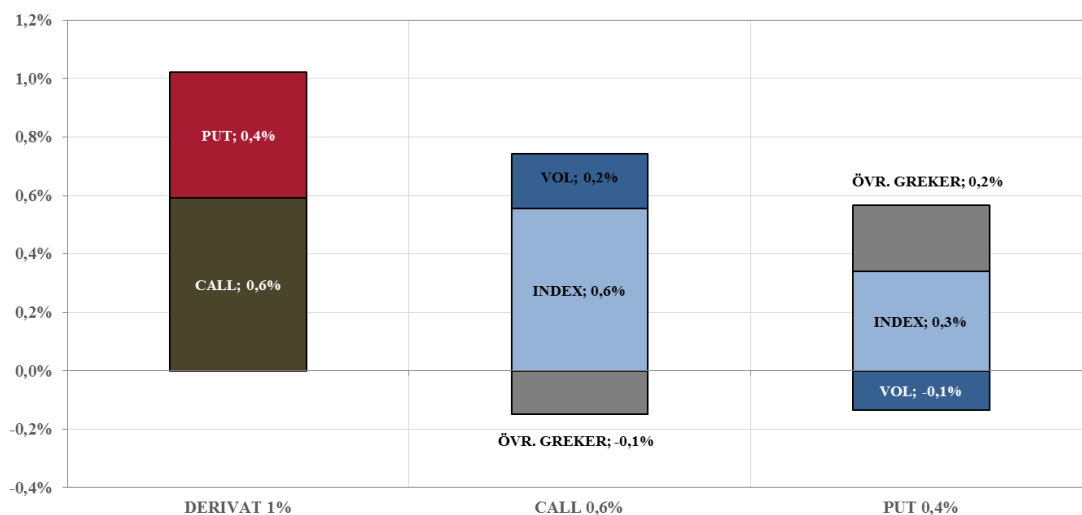


Om vi fokuserar på puttarna i **figur 3** så kan vi se att de ökade med +0,4 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av -0,1 % vol (volatilitet), +0,3 % indexrörelse samt +0,2 % "övrige greker", dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc.

Det intressanta är att fonden fortsatt har stora upparbetade tidsvärden som vart efter tiden går kommer 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 var värdeökningen +0,6 % under november. Många av positionerna befinner sig "in-the-money", dvs. respektive index står högre nu än när positionen togs. Några ytterligare positioner har även nått sina respektive tak, vilket gör att det endast är tidsvärde kvar i dessa positioner.

Figur 3



Våra trendföljande modeller hade äntligen en positiv månad. De tjänade pengar då de flesta marknader, bortsett från räntor, uppvisade fortsatt rörelse i samma riktning som den medellånga trenden.

Marknadsrörelserna har under den gångna månaden inneburit att fondens stora tidsvärden som uppstod i framförallt augusti fortsatt minska men det finns fortfarande mycket kvar 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%	3,63%	1,89%		1,86%

Jonas & Gustav

Stockholm den 5 december 2015