

Långräntorna stiger snabbt och kronan är historiskt svag efter Trumpseger i USA.

Avkastningen i Crescit var negativ under månaden och fonden minskade med -0,31 %, vilket innebär att avkastningen uppgår till +0,93 % för 2016. Volatiliteten har fallit och är åter, precis som innan presidentvalet i USA, nere på historiskt låga nivåer. Att vi skulle få en så snabbt sjunkande volatilitet i eftermälet av att Donald Trump gick segrande ur det amerikanska presidentvalet den 8 november kändes på förhand osannolikt. En eventuell utebliven ökning av stimulanser från ECB och osäkerheten kring en rad FED-ledamöter om hur många gånger räntan i USA bör höjas 2017 kan dock spä på volatiliteten under de närmaste månaderna. Den låga volatiliteten har skapat en möjlighet att köpa tillbaka delar av vår ställda risk på en attraktiv nivå och effekten blir att vi har utrymme att addera fler positioner och samtidigt få bättre betalt när möjligheten uppstår. Morgonen efter USAs presidentval hann vi med att addera lite risk till förhöjda premier, men nivåerna sjönk överraskande snabbt tillbaka och risken i förhållande till avkastningen var återigen nere på låga nivåer för året. Prognosen att dollarn skulle stärkas kraftigt vid en Trumpseger besannades också.

Aktiemarknaderna är under 2016 negativa i de allra flesta länderna, trots kraftiga uppgångar sedan Brexit. Europeiska aktier uppvisar genomgående negativa siffror för året; Eurostoxx 50 indexet har tappat -6,61 % samtidigt som tyska DAXK indexet gått ner med -3,92 %. I Sverige hade OMX30 vid månadskiftet stigit till +2,37 % under innevarande kalenderår. Utav de stora aktiemarknaderna i världen har USA och Storbritannien fortsatt lyckats behålla sina positiva avkastningar på +7,58 % resp. +8,67 % för innevarande år. Precis som vi förutspått så steg oljepriset (Brent) under slutet av november och stängde månaden på 52,53 USD/fat. Detta är en prisuppgång på +6,5 % under månaden. OPEC-länderna enades om utbudsnedskärningar för första gången på 8 år den 30 november och därmed tror vi att oljepriset kan fortsätta att stiga fram till årsskiftet. Vi ser med tillförsikt fram emot när gamla samband med högre inputkostnader leder till lägre börskurser, även om det säkerligen är en bit kvar till dess.

Den oro som fanns på finansmarknaderna för cirka en månad sedan var till stor del kopplad till det amerikanska presidentvalet. Den oron visade sig blåsa bort lika snabbt som en mindre höststorm. Med facit i hand kan konstateras att än en gång har väljarna överraskat stort. Etablissemang och opinionsinstitut underskattar påtagligt den kraft som populismen kommer med just nu. Intressant att konstatera är att 3 veckor efter valet har vi sett och fått kraftigt stigande långräntor, riktigt stark dollar och högre börskurser. Marknaden har verkligen tagit fasta på Trumps löften om nationell enighet, finanspolitiska stimulanser och relativt stora regellättnader för företag. Osäkerheten kring vilken politik som Trump kommer att bedriva när han väl tar plats i Vita Huset är dock näst intill total, vilket i sig torde kunna ge upphov till volatilitet framöver.

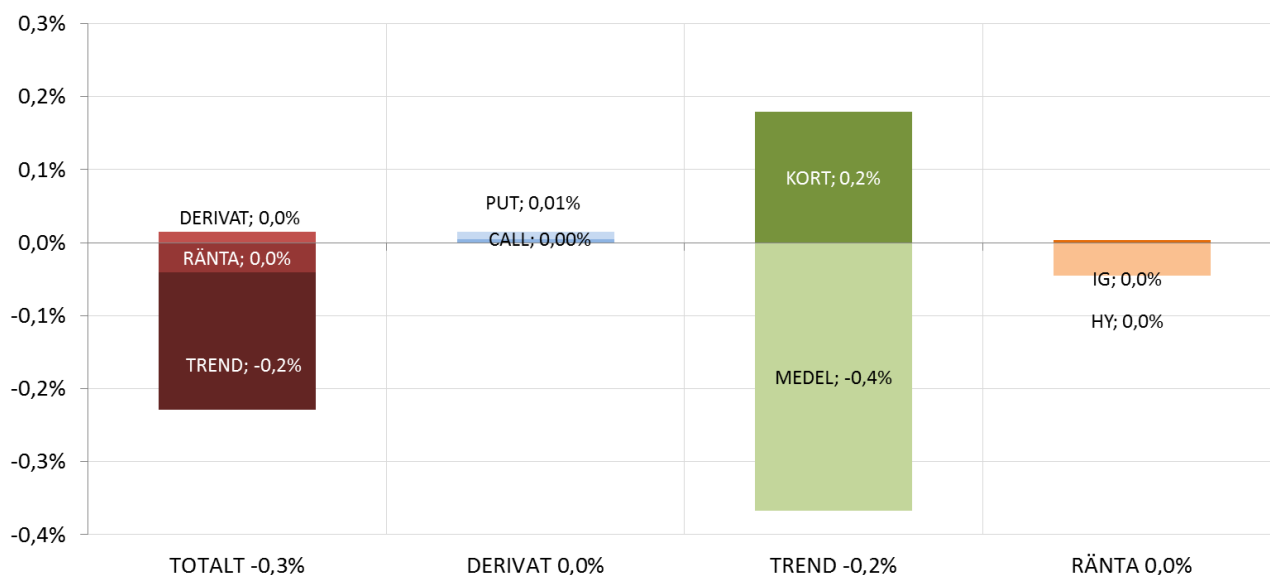
När det gäller centralbankerna är vår känsla fortsatt att vi nu är mycket nära räntebotten eller att vi på många håll faktiskt nu är på väg uppåt. Självfallet kan vi få något hack neråt i räntekurvan, men på det stora hela ligger nog risken på uppsidan. Långräntorna steg också kraftigt på samtliga utvecklade marknader under november. I USA steg 10 årsräntorna med cirka 55 punkter under månaden och ligger nu på omkring 2,40 %. Det kan inte ha gått någon förbi att FED krattat i manegen för en decemberhöjning under hela året. Nu är höjningen även inprisad till 100 % av marknaden.

FEDs kommande räntehöjningar och stigande politiska risker i Europa under kommande året att göra det svårt för ECB att skära ner QE inom en snar framtid. Samtidigt kommer vi också närmare och närmare gränsen för hur mycket ECB kan låta balansräkningen svälla. Europas dilemma är fortsatt att det demokratiska stödet för reformarbete saknas, vilket återigen kommer att ifrågasätta eurons existens.

För Sveriges del får Riksbanken, i sin jakt på högre inflation, för tillfället hjälp av en mycket svag krona mot framförallt US-dollar och Euron. Står kronan kvar på dagens nivåer under längre tid visar analyser att ett par tiondelar bör adderas till inflationen för 2017. Det mest kritiska för Riksbanken fram till årsskiftet blir valet i Italien samt policybesluten hos FED, ECB och BoE. Sannolikheten för att Riksbanken gör ytterligare räntesänkningar med någon tiondelsprocent har inte ökat under senaste månaden. Däremot uppfattar vi att signalerna från Riksbanken är att man kommer att fortsätta med sin expansiva penningpolitik tills inflationen nått målet.

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

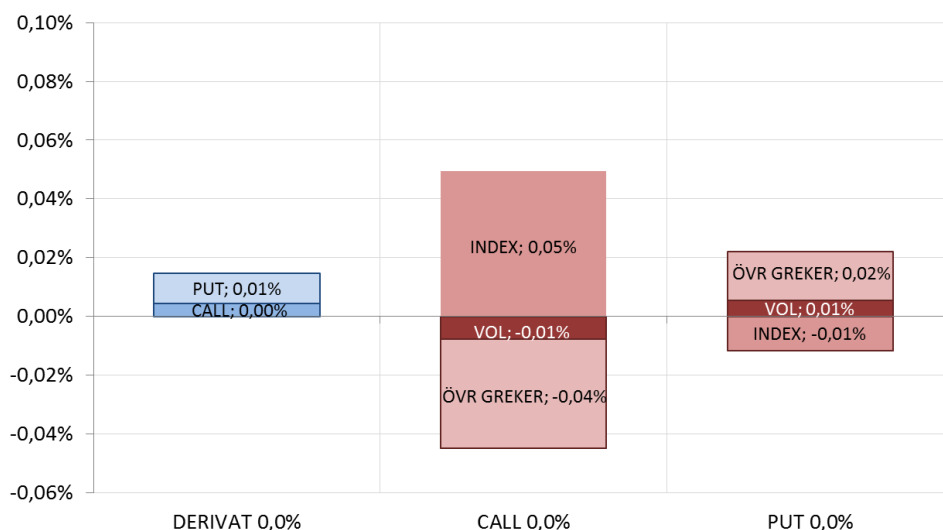
Trendmodellernas avkastning under november fortsatte att vara en besvikelse med ett negativt bidrag denna månad på -0,2 %, vilket ger ett totalt bidrag på -1,1 % hittills under 2016. Trenddelens förluster genererades under november främst i råvarusegmentet då oljepriset steg kraftigt. Aktieindex kom tillbaka lite från föregående månad vilket främst kan härledas till de amerikanska börserna vars långvariga uppgång under året fortsatte i november. HFRX-indexet för trendföljande hedgefonder var ner -0,8 % under november. Vi är för tillfället mycket besvikna på de förluster som uppstått i detta segment under året. Vi hoppas att slutet av 2016 åter skall präglas av starka trender och därmed generera god avkastning i absoluta termer. Det är dock viktigt att komma ihåg att exponeringen mot trendmodeller har minskat risken i fonden under året, särskilt under de perioder när volatiliteten varit som störst. Våra räntepositioner bidrog med -0,0 % denna månad.

Figur 1


När det gäller våra derivatpositioner hade vi ett oförändrat bidrag (+0,01 %) under november månad. Månadssiffran är ett resultat av att börsrörelserna på de marknader där vi är aktiva tog ut varandra. I USA och Sverige gick marknaderna uppåt under månaden och kompenserade för övriga börser som hade en negativ månad. Volatiliteten gick neråt under månaden vilket hade en positiv effekt på våra derivat trots att en del av marknaderna föll. Under november sålde vi barriäroptioner strax efter valet av Trump och fick då lite bättre betalt. Detta eftersom volatiliteten i samband med presidentvalet steg under några dagar. Vi köpte även ett antal köpoptioner både innan och strax efter valet på relativt sett låga premienivåer.

Exponeringsmässigt har vi i nuläget störst risk mot OMX och det breda SX5E-indexet, följt av SPX och IBEX. Risken i SPX var vid senaste månadskiftet mycket låg i och med att osäkerheten inför det stundande presidentvalet och marknadernas reaktion som skulle följa därav. Under november har vi åter ökat risken mot SPX. Under benämningen WO-korg är den geografiska exponeringen uppdelad på OMX och SPX. I skrivande stund har ränteboken en duration på 1 år och 6 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,36 % per år. Kreditbindningen är nu 2 år och 6 månader i portföljen.

Om vi fokuserar på puttarna i Crescit kan vi se i **figur 2** att bidraget under november var näst intill oförändrat. Då den totala värdeförändringen för respektive grek är mycket liten under november presenterar vi denna gång ingen analys kring dessa siffror utan nöjer oss med att konstatera att det mesta rörde sig en hel del under månaden, men när vi tittar tillbaka och jämför de bägge månadskiftena så blir förändringen obefintlig. Premierna vi erhåller för att sälja risk var upp mot slutet av månaden och närmar sig nu sina historiska snittnivåer.

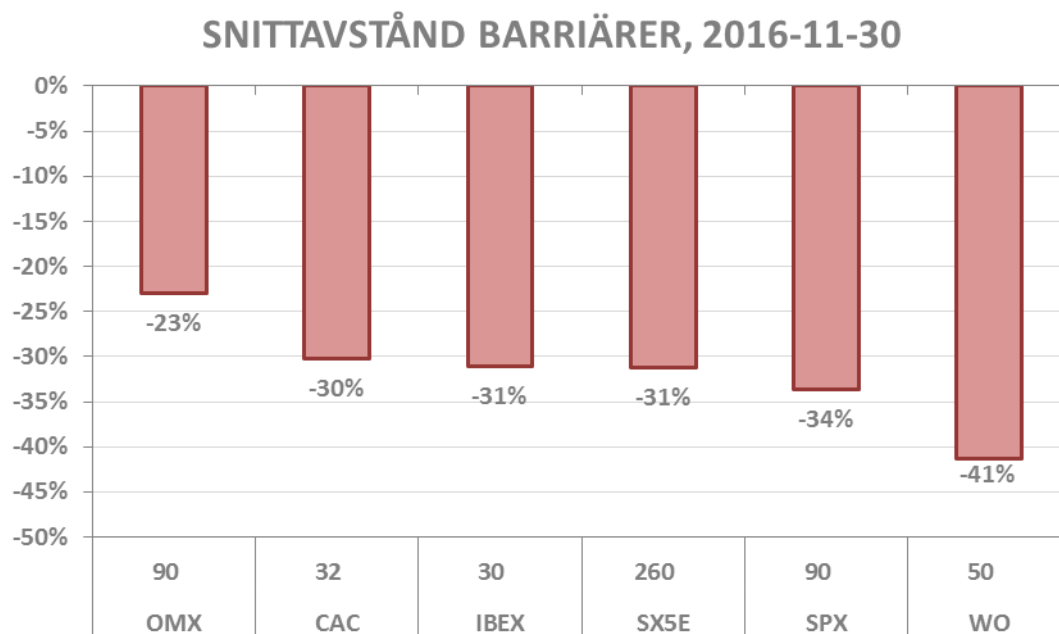
Figur 2


Vi bedömer att det i närtid finns en fortsatt stor sannolikhet att vi återigen, i samband med något av de kommande valen i Europa, kommer att få stigande volatilitet på marknaden och då kunna erhålla bättre betalt genom att sälja t.ex. barrieroptioner.

Våra barriärer för de sålda optionspositionerna ligger just nu på betryggande avstånd och kan i detalj studeras i figur 3. Snittbarriären ligger per månadskiftet på -31,1 %. Således kan börserna i snitt falla med mer än -31 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan fortfarande tillgodoräkna sig en positiv avkastning.

Fonden är just nu väl balanserad för flertalet möjliga marknadsutvecklingar. Får vi en nedåtgående eller ihållande sidledes rörelse på börserna under det kommande året kommer våra tidsvärden att ticka in allteftersom. Vi har mer utrymme än tidigare att ta risk utifall att vi får fallande marknader. I ett scenario med stigande aktiemarknader har vi en god följsamhet eftersom en majoritet av alla positioner i fonden då kommer att tjäna mer pengar utöver de tidsvärden som erhålls från premierna på befintliga barriär- och säljoptioner. Vid en kraftig börsuppgång kommer även köpoptionerna, särskilt de vi köpte strax efter Brexit-omröstningen i juni och juli samt de vi köpte i samband med valresultatet i USA, att bli ordentligt värdefulla.

För varje månad som går rullas hela tiden nya positioner in i portföljen och de positioner som förfaller just nu är gjorda då flera av börserna stod 10 till 15 procent högre än de gör idag.

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% | | 0,93% |

Jonas & Gustav

Stockholm den 5 november 2016