

Volatiliteten är på skrämmande låga nivåer. Svaga börser i november. Trump genomför skattesänkningar.

Avkastningen i Crescit minskade med -1,20 % i november, vilket innebär att avkastningen hittills i år uppgår till +2,49 %. Utav fondens tre avkastningsdrivare (derivat, ränta och trend) var det bara ränteinnehaven som hade positiv avkastning under månaden. Trendmodellerna och våra derivatpositioner hade sammantaget ett negativt portföljbidrag under månaden. Derivatet hade ett negativt bidrag till följd av att samtliga aktiemarknader som vi är exponerade emot föll under månaden.

Volatiliteten för olika aktieindex är fortsättningsvis på rekordlåga nivåer, trots att de under november kom upp en aning från bottennoteringarna. En skrämmande rundgång finns nu mellan extremt låga räntor, skuldexpansion, tillgångsvolatilitet och finansieringstekniska instrument som mer och mer allokerar risk baserat på just volatilitet. I dagsläget är finansiell alkemi det enda sättet att mätta vår globala avkastningshunger. Detta kommer att fungera ända tills det dödar det system som det samtidigt utgör näring för. Positioner som baseras på att vara kort volatilitet står nu för en beräknad storlek på över 2 trillioner USD, främst i form av finansiella instrument och aktieåterköp, som samtidigt utövar inflytande över och påverkas av volatiliteten på börserna. Volatiliteten i sig självt är nu en komponent för att ta risk och volatilitet är källan till meravkastning i frånvaro av riktigt värde. Liksom en orm som är blind för att den förtär sin egen kropp, kan samma faktorer som just nu verkar stabilisera aktiemarknaden kan snabbt och abrupt vändas om till ett kaos. Den stora faran är att den korta volatilitetshandeln i alla dess former kommer att bidra till en mycket våldsam rundgång med högre volatilitet vilket i sin tur resulterar i någon form av framtida hyperkrasch. Händer det finns det inte längre någon teoretisk gräns för hur högt volatiliteten kan tänkas stiga.

Under oktober var det trettio år sedan dagen då vi upplevde den senaste hyperkraschen. Den 19 oktober 1987 kraschade aktiemarknaderna runt om i världen i aldrig tidigare skådat slag. I t.ex. USA föll börserna med -20 % vilket innebar en topp på över 150 % i volatiliteten. Idag glömmer nästan alla att "Black Monday" inträffade mitt under en stigande aktiemarknad, världen hade ekonomisk tillväxt och räntorna var på väg uppåt. Skulle centralbankerna av ett eller annat skäl behöva börja höja räntorna skulle vi mycket väl kunna se samma typ av krasch igen. Vi tror att det är oklokt att anta att centralbankerna kommer att "rädda aktiemarknaden" genom mer stimulanser om t.ex. inflationen samtidigt börjar stiga. Det kan därmed inte nog understrykas att volatilitet endast är ett mått på sanning. Oavsett hur man mäter volatilitet, om det är i form av standardavvikelse, VIX eller någon annan obskyr formel så reflekterar volatilitet endast skillnaden mellan världen så som vi föreställer oss att den kommer att se ut och hur den faktiskt ser ut. Det innebär alltså att om vi inte finner sanningen så kommer alltid sanningen att finna oss genom volatiliteten.

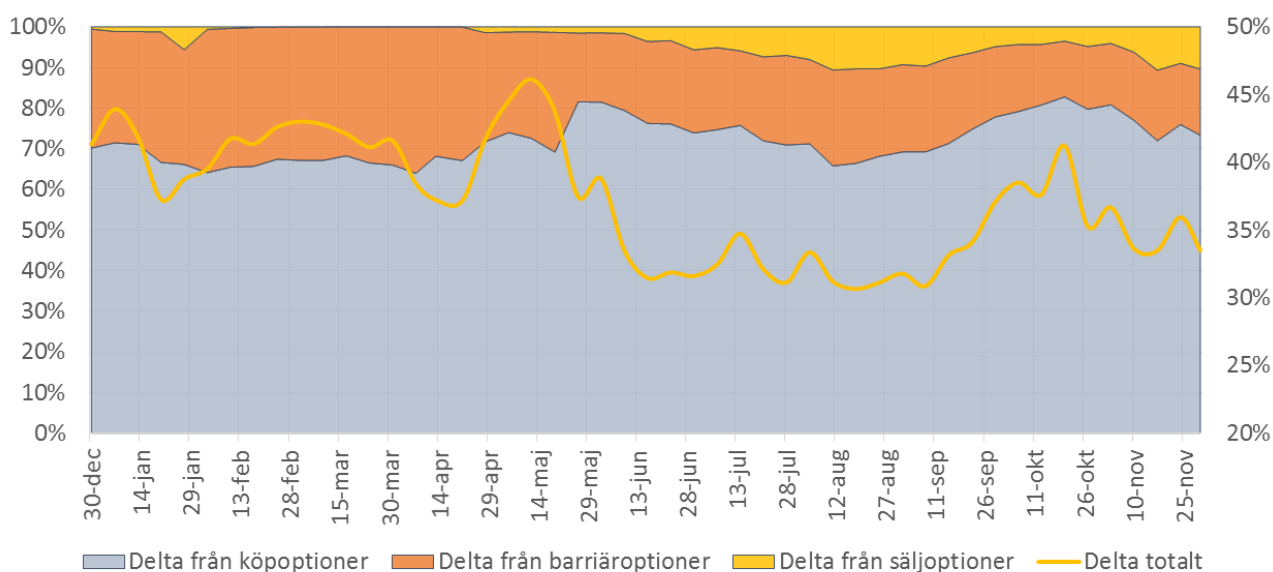
När det gäller centralbankerna och deras agerande råder samsyn i marknaden om att det blir en stramare penningpolitik framöver. Olika enkäter och gallupar som görs visar mer och mer tydligt att de största aktörerna på marknaden nu ligger positionerade för stigande räntor, vilket är den mest aggressiva positioneringen på 10 år. Långräntorna i Europa och USA uppvisade mycket små rörelser under månaden och stängde månaden i stort sett oförändrade. Intressant att notera är att Österrike nyligen emitterade en 100-årig obligation med en kupong på endast 2,1 % per år. Om räntan stiger 1 % eller mer kommer denna obligation alltså att tappa mer än hälften av sitt värde. Detta visar med än en gång att jakten på avkastning nu nått aldrig tidigare skådade nivåer!

På hemmaplan i Sverige sjönk 10 årsräntan med 6 punkter under november, vilket innebär att den är endast några punkter högre än för ett år sedan. Även fastän Kronan rörde sig i spannet 8,27-8,50 mot USD under månaden så stängde den på 8,36 vilket var endast 1 öre billigare än för en månad sedan.

Under den andra veckan i november reverserade den uppåtgående trenden som vi fick på världens börser i oktober. Rörelserna på dagsnivå var under november relativt sett ganska stora och när vi summerar månaden kan vi konstatera att den svaga utvecklingen tar oss tillbaka till de nivåer som rådde i våras. Stockholmsbörsen föll med -3,68 % under månaden. Börsen i USA fortsatte däremot sin smått absurda resa uppåt även denna månad och steg med +2,81 % i lokal valuta. Det europeiska Eurostoxx-indexet sjönk med -2,83 % under månaden. Den svaga utvecklingen i framförallt Europa och Sverige var inte såsom tidigare drivet av bankaktier. De bolag som bidrog mest negativt till utvecklingen i dessa index var istället råvarubolag, byggbolag och spelbolag. Får vi fortsatt stigande marknadsräntor under vintern leder det sannolikt till fortsatt goda förutsättningar för en stark utveckling i de europeiska bankaktierna (t.ex. SX7E). Avslutningsvis kan vi konstatera att världsindexet MSCI-World steg med +1,99 % pga den starka utvecklingen i USA under november. Brentoljan rörde sig vidare uppåt under månaden och stängde november på 62,6 USD/fat, vilket innebär en fortsatt mycket kraftig uppgång på +3,25 % under månaden.

Under november månad klarade inte trenddelen av att fortsätta den positiva trenden från förra månaden utan avkastningen sjönk. Detta var på grund av de stora fallen på europabörserna (trendvändning). Trenddelen har likväl bidragit till att markant minska risken i Crescit under de perioder när aktiemarknaden fallit under året (framförallt i somras). Det faktum att vi till följd av rekordlåg volatilitet just nu säljer färre barriäroptioner har gjort att trendmodellernas vikt också är nere på en lägre nivå (eftersom vi har mindre sålda barriärer = mindre "svansrisker" i fonden). Trendmodellernas aggregerade avkastning under månaden var -0,3 %, vilket innebär att den stod för ett negativt resultatbidrag på -0,03 % i fonden. Merparten av förlusterna i trenddelen under månaden genererades från våra långa positioner inom aktieindex, då så gott som samtliga marknader bidrog till det negativa resultatet. Bidraget från trenddelen hittills under året är fortsatt negativt, -0,4 %. Exponeringen vi har mot olika trendmodeller varierar vid varje given tidpunkt och är en funktion av hur mycket sålda säljoptioner vi har i fonden. Newedge-indexet för trendföljande hedgefonder var upp +0,30 % under november.

I diagrammet (**figur 1**) ses en nedbrytning av respektive optionskategori i Crescit samt den andel av totala deltat som respektive kategori har haft under detta år. Här ses tydligt att känsligheten mot köpoptionerna har ökat markant på bekostnad av färre sålda barriäroptioner under 2017. Linjen visar fondens totala delta över tiden.

Figur 1


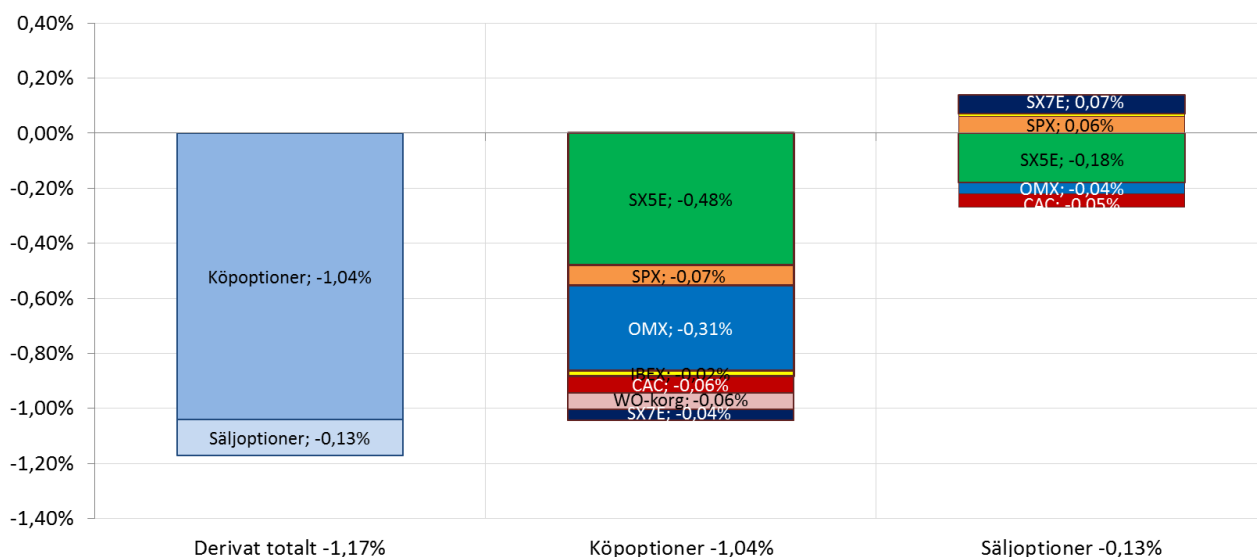
När det gäller våra derivatpositioner hade vi en svag månad eftersom alla börser som vi är exponerade emot gick neråt. Bidraget på totalnivå i Crescit från aktiederivatet blev -1,17 % under november månad. Den negativa siffran härstammar till största delen från förluster i köp- och säljoptionerna som är exponerade mot Eurostoxx-indexet och OMX30-indexet. För våra sålda barriäroptioner sjönk också värderingarna mot samtliga index. Sammantaget ser dock den ekonomiska grundbilden i Europa bättre ut än på väldigt länge. Om Trump dessutom lyckas mangla igenom de utlovade skattesänkningarna innan jul blir det nog förnyat bränsle under börsbrasan.

Våra räntepositioner hade en positiv avkastning på 0,07 % under månaden. För året som helhet har räntepositionerna gett ett bidrag på +1,56 %. Ränteboken har just nu en löpande avkastning som uppgår till +1,33% per år. Kreditbindningen är fortsatt kort och ligger sammanlagt på 1 år och 2 månader.

De siffror som börjar komma in avseende vinstprognoserna för 2018 och 2019 ser starka ut. Prognosen om en fortsatt god ekonomisk medvind över ännu ett par kvartal gör nog att vinstprognoserna för nästa år kommer att hålla sig tämligen väl. Tillväxttalen för 2019 är lite lägre än prognosen för 2018, men högre än innevarande års. Det är fortfarande ett väldigt tidigt skede och risken finns för att de börjar rulla över och då kan vi nog förvänta oss en svalare utveckling på aktiemarknaderna. Mest positiva är vi till Europa där vi anser att börserna torde ha bättre utrymme att överraska än mer positivt. Även Europeiska banker är väldigt billiga ur de allra flesta synvinklar. Man skall heller inte glömma att centralbankerna fortfarande stimulerar ekonomierna kraftigt och kommer inte att tillåta ett scenario där bankerna börjar få problem igen.

Handeln i Crescit har under månaden fortsatt fokuserats på den, för oss, kortare delen av volatilitetskurvan. På den längre änden av kurvan har "illikviditetspremien" eroderats nästan helt och nivåerna har dessutom smittats av de extremt låga förväntade nivåerna på volatilitet (VIX, V2X m.fl.). Den förhöjda risken för en sänkning på aktiemarknaden när konjunkturen mognar kompenseras inte alls av optionspremierna idag.

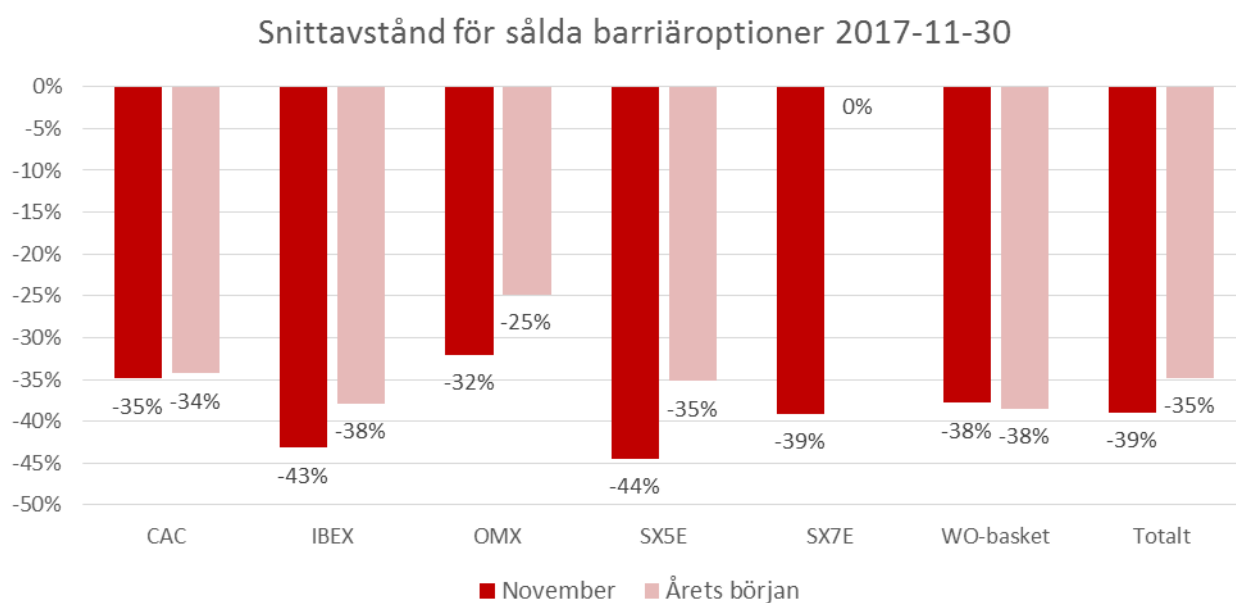
Figur 2



Om vi fokuserar på derivatet i **figur 2** kan vi konstatera att bidraget till totalavkastningen i fonden under november var negativt med -1,17 %. Bidraget från köpooptionerna minskade med -1,04 % medan säljoptionerna hade en liten minskning på -0,13 % under månaden. Tittar vi på enskilda index så kommer det enskilt mest negativa bidraget i november från Eurostoxx. Totalt stod indexet för -0,66 % i negativt bidrag. När det gäller säljoptionerna ökade SPX och SX7E i värde.

Avståndet till barriärerna för de sålda optionspositionerna minskade under månaden till följd av börsfallen. Oavsett detta ligger nivåerna kvar på väldigt betryggande avstånd. Dessa kan i detalj studeras i **figur 3** där även förändringen sedan förra månaden också kan ses. Snittbarriären ligger på -39,1 % per den sista november, vilket innebär att börserna vi är exponerade emot i snitt kan tappa drygt -39 % och fonden kan ändå tillgodoräkna sig en positiv avkastning från barriäroptionerna.

Balansen i fonden är en fortsättning på den tidigare inslagna defensiva vägen. Efter år av ekonomisk tillväxt närmar vi oss konjunkturcykelns topp, eller åtminstone är vi just nu inne i den senare delen av uppgången. Utan att lägga någon värdering i när konjunkturtoppen sker så vet vi, baserat på historien, att en sådan ökar sannolikheten för en börsättning markant. 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 optionerna endast utifrån den rådande volatiliteten, vilket ger rekordlåga premienivåer. Vi använder således andra finansieringskällor för att finansiera fortsatta uppsidor, exempelvis är "skevheten" som i tidigare brev beskrivits extremt brant i korta löptider vilket ger möjlighet att sälja mindre belopp och köpa stora belopp utan att erlagga någon premie. Känsligheten mätt som delta ligger dock på en långsiktig jämvikt. Nedsidan i fonden är idag mer begränsad vid en större börsättning än tidigare.

Figur 3


År	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%	0,88%	-1,20%		2,49%

Jonas & Gustav

Stockholm den 5 december 2017