

Fortsatt sjunkande volatilitet och lugnande besked från Kina. Kommer ECB att utöka QE i december?

Det som många på förhand målat upp som en månad när börserna potentiellt kunde få det tufft visade sig bli en av de starkaste månaderna under det senaste decenniet. Detta i vanlig ordning pådrivet av mycket lätt penningpolitik från världens centralbanker. Denna penningpolitik väcker funderingar om i vilken situation centralbankerna egentligen har försatt finansmarknaderna i med de senaste årens stimulanspolitik. Man kan stilla fråga sig om det någonsin är möjligt att påbörja en "normalisering" av räntan utan att få kraftiga reaktioner på tillgångsmarknaderna. Vi har i alla fall inte den typ av ekonomi som ger utrymme för policymisstag just nu.

I Sverige valde riksbanken också att ligga kvar med styrräntan men annonserade istället ytterligare köp av statspapper på 65 miljarder kronor under första halvåret 2016. De förväntar sig inte heller någon räntehöjning förrän en bit in i 2017. Däremot är sannolikheten för ytterligare en räntesänkning i december inte alls negligierbar. ECB med Mario Draghi i spetsen överträffade återigen marknaden genom att under månaden förtydliga att QE-programmet skall utvärderas den 3 december i år. Det är mycket intressant att centralbankschefen säger detta redan nu, halvvägs in i det 1.1 biljoner stora programmet. Draghi öppnade även upp för negativa räntor. ECB's situation just nu kan komma att stå i klar kontrast till den som FED kommer att befinna sig i om arbetsmarknaden och USAs ekonomiska tillväxt stärks under den kommande månaden. Eftersom ECB håller nästa möte den 3 december och FED den 15 december kan det komma att bli stora rörelser i framförallt EUR/USD under slutet av året om det visar sig att centralbankerna nu går ännu mer isär.

Under oktober levererade bolagen sina Q3 bokslut. I skrivande stund har cirka 80 % av bolagen i USA rapporterat och av dem har 75 % överträffat vinstförväntningarna. I Sverige har det inte gått lika bra eftersom endast 30 % av bolagen överträffat de på förhand uppsatta förväntningarna. När det gäller framtidsutsikterna är bilden dock mer blandad.

Börserna har också reagerat olika som en följd av detta där USA, som tappade minst, nu är tillbaka på nivåerna från augusti medan Europa och Sverige bara kommit halvvägs mot de nivåer som rådde innan augusti och septembers kraftiga börsfall. Volatiliteten minskade drastisk under oktober och ligger nu på nivåer som vi såg under våren. Detta innebär naturligtvis att premierna vi erhåller för att ställa barrieroptioner också har sjunkit under senaste månaden. Den svenska börserna OMXS30 steg under oktober med +5,81 %. Detta innebär att index är ner cirka -12,5 % sedan slutet av april. Börserna i Storbritannien och USA steg med +4,94 % respektive +8,30 % i lokal valuta. EuroStoxx50 indexet steg mest under månaden, +10,24 %, vilket innebär att indexet hämtat igen ungefär hälften av sommarens fall.

På räntesidan var rörelserna stora under månaden, men sammantaget slutade 10-årsräntorna i Sverige, UK, Tyskland och USA bara 5-10 baspunkter lägre. I en tid som denna fortsätter vi på inslagna vägen och investerar i korta företagscertifikat då det fortfarande är bättre än minusränta.

Förvaltning

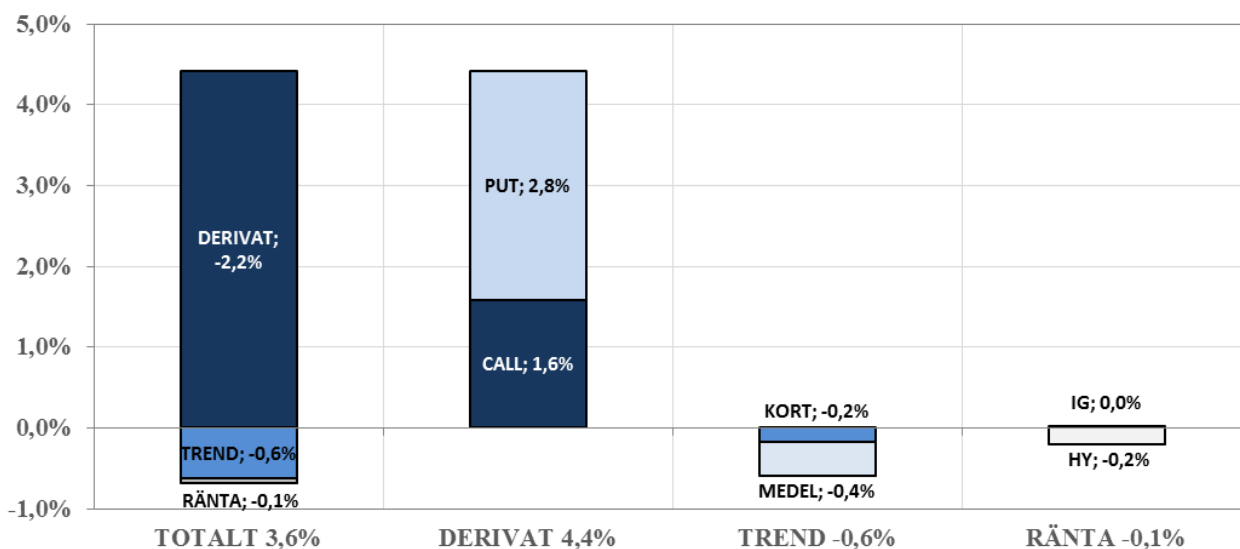
Crescits fondandelsvärde ökade med +3,63 % i oktober, vilket ger en avkastning på -0,03 % under året och +0,97 % senaste 12 månaderna. Fondens derivatpositioner tjänade pengar under månaden medan Ränte- och treddelen förlorade pengar. Mest negativt bidrog treddelen som stod för -0,6 % under månaden. Bidraget från derivatpositionerna låg dock på +4,4 % under oktober.

Value at Risk i fonden låg vid månadsskiftet på 0,98 %. I skrivande stund har ränteboken en duration på drygt 5 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,37 % per år. Kreditbindningen är nu 3 år 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.

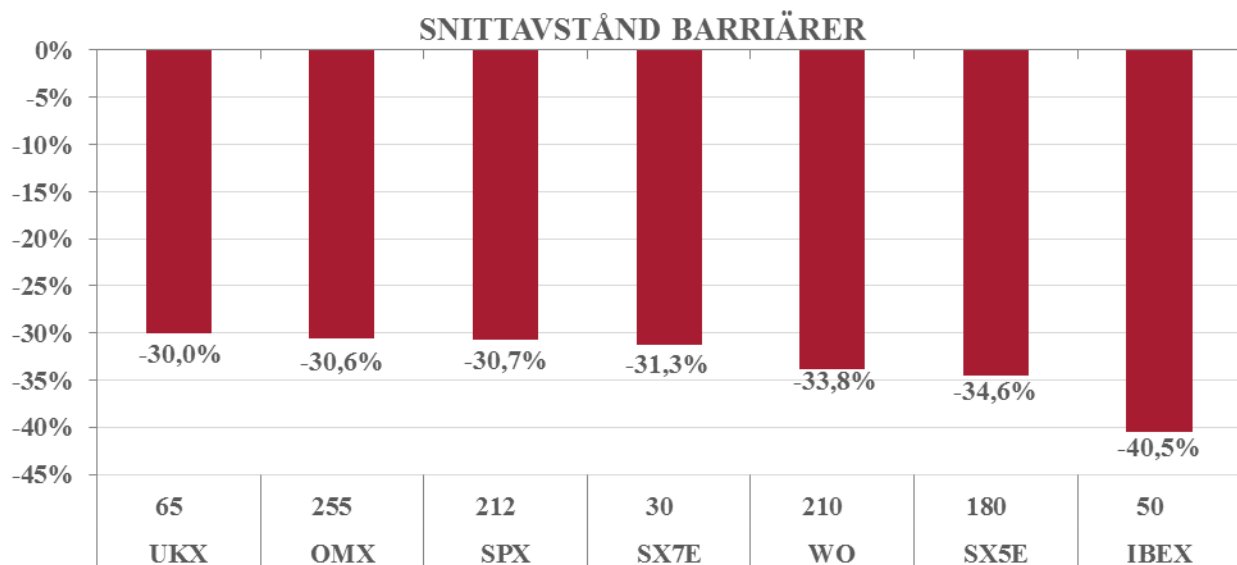
Derivaten består av Calls (köpoptioner) och Puts (säljoptioner). Marknadsvärdet på Calls och Puts påverkas av de underliggande börsernas rörelser samt av volatiliteten i desamma.

Figur 1



Börsfallen under föregående 2 månader ledde till att de ställda barriäroptionerna tappade marknadsvärde som istället transformeras om till ett så kallat "tidsvärde". Detta tidsvärde har nu successivt börjat komma tillbaka in i marknadsvärderingen på put-positionerna, vilket syns tydligt eftersom säljoptionerna (put) ökade +2,8 % i marknadsvärde under oktober. För att det skall realiseras riktiga förluster i de existerande tidsvärdena krävs det att börserna i snitt faller med ytterligare -33 % framledes (-26 % 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

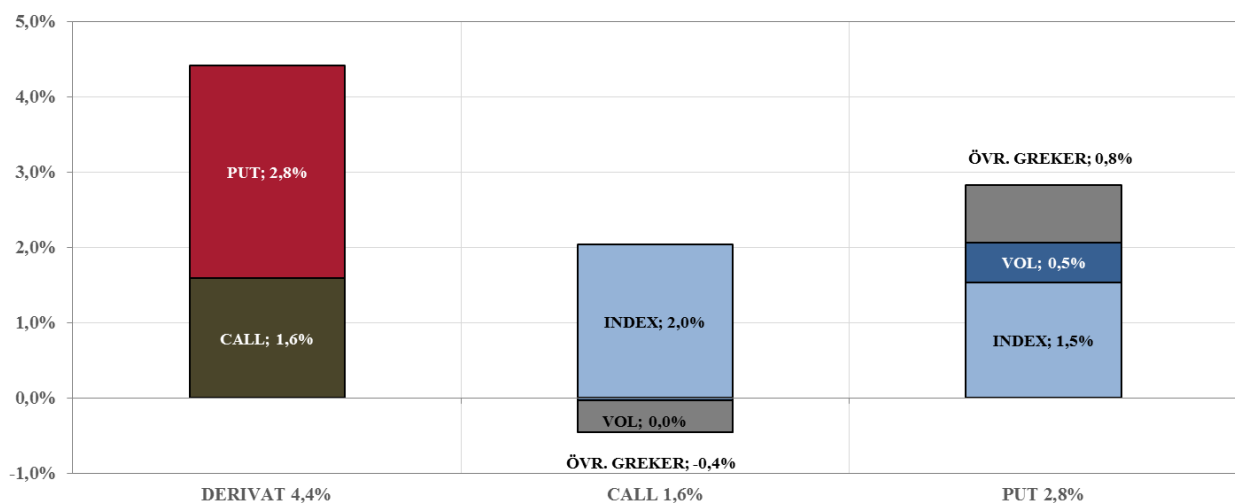


Om vi fokuserar på puttarna i **figur 3** så kan vi se att de ökade med +2,8 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av +0,5 % vol (volatilitet), +1,5 % indexrörelse samt +0,8 % ”övriga greker”, dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc.

Det intressanta är att fonden fortsatt har stora upparbetade tidsvärden som framledes 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 1,6 % under oktober. Skillnaden nu mot för en månad sedan är att flera positioner nu åter befinner sig in-the-money, dvs. respektive index står högre nu än när positionen togs. Några positioner har även nått sina respektive tak, vilket gör att det endast är tidsvärde kvar i dessa positioner.

Figur 3



Våra trendföljande modeller hade en negativ månad. De fortsatte att tappa i värde, då de flesta marknader fortsatt uppvisade slag kring dess långsiktiga trender. De kraftiga ränteuppgångarna i slutet på månaden gjorde att de medellånga trendmodellerna vände en svagt positiv månad till röda siffror.

Marknadsrörelserna har under den gångna månaden inneburit att fondens stora tidsvärden som uppstod i juni och augusti börjat 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%			-0,03%

Jonas & Gustav

Stockholm den 5 november 2015