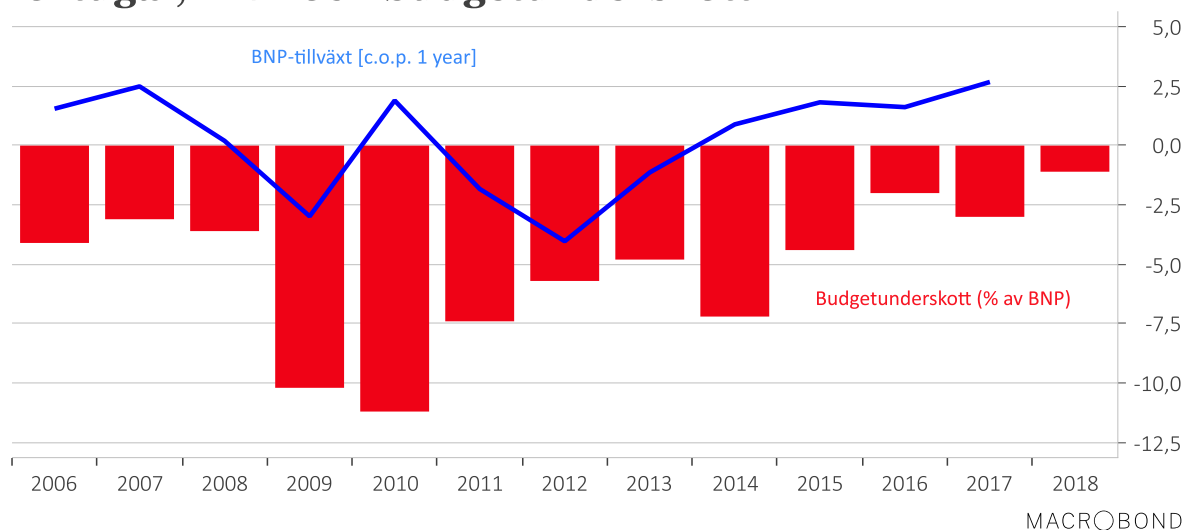


Rubicon är en absolutavkastande strategi som investerar globalt i likvida tillgångar inom aktier, obligationer och valutor. Den förvaltas av ett mycket erfaret team och strategin lanseras i fondformat under tredje kvartalet 2018. Om du är intresserad av att veta mer om Rubicon, skicka ett mejl till jonas.ahlander@eme-partners.com eller goran.farkas@eme-partners.com.

Riskpremie. Portugal, räntedifferens mot Tyskland

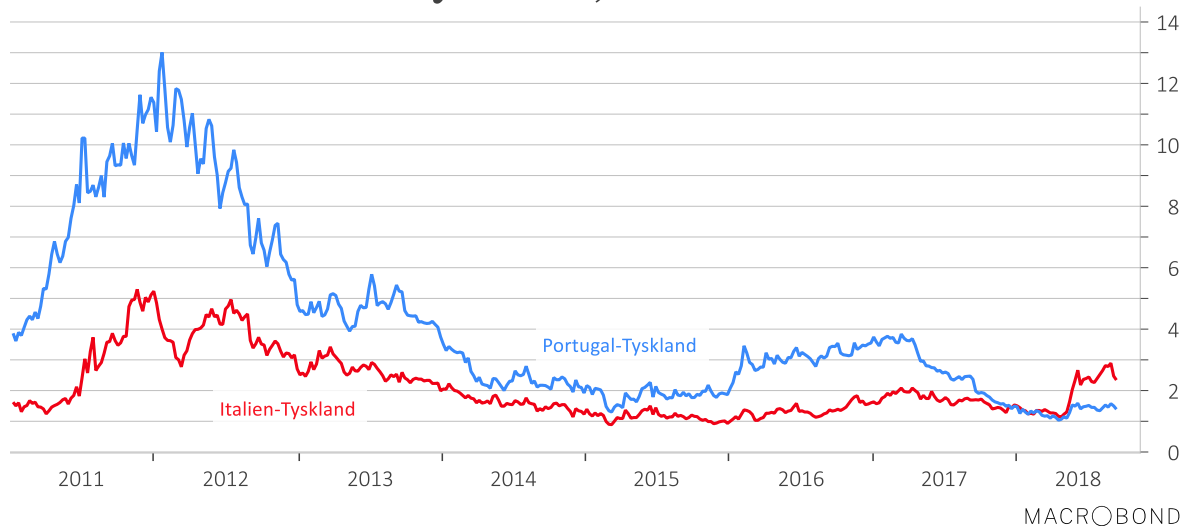
Efter eurokrisen 2011, då Portugal i högsta grad var delaktigt, har den portugisiska ekonomin gjort en remarkabel resa. Tillväxten har hämtat sig från tre negativa år till positiva siffror på över 2,5% förra året. Samtidigt har budgetunderskottet minskat till ca 1%, från tvåsiffriga nivåer efter finanskrisen (se figuren nedan).

Portugal, BNP och budgetunderskott



Den här utvecklingen har belönats av de finansiella marknaderna. Räntedifferensen mot Tyskland har fallit från över 12%-enheter under 2011 och 2012, till mellan 1 och 4%-enheter de senaste åren. Sedan det italienska valet i våras är räntedifferensen lägre än motsvarande differens för Italien (se figuren nedan).

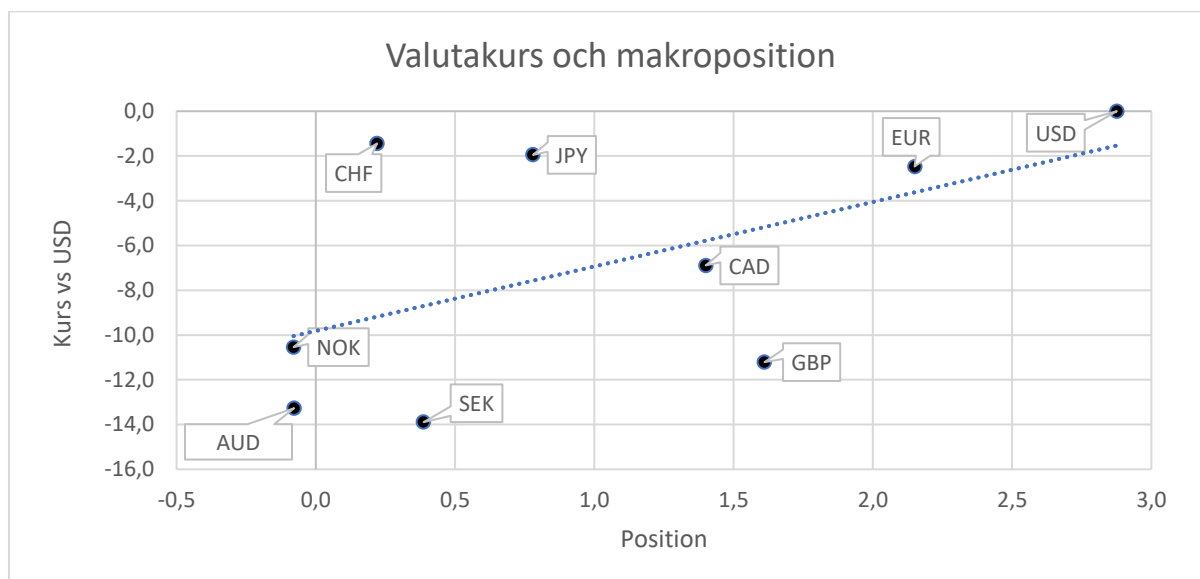
Räntedifferens mot Tyskland, 10 år



Även om Portugal-differensen steg något i samband med det italienska valet har den varit förvånansvärt stabil under hela perioden sedan dess, trots fortsatt Italien-oro och hot om globalt handelskrig. **Vi köper därför portugisiska 10-åriga statsobligationer och säljer motsvarande tyska** för en differens på ca 150 punkter. Vi ser att det finns förutsättningar för minskad spread såväl här som på vår italienska position från tidigare (se nedan).

Fair Value. Brittiska pund.

Vi har gjort en ny analys som försöker fånga sambandet mellan valutakursutvecklingen och ekonomins position i konjunkturen. Den senare indikatorn relaterar penningpolitiken till det makroekonomiska läget, i ett historiskt perspektiv (se x-axeln i figuren nedan). På den andra axeln visas respektive valutas värde i förhållande till dollarn, gentemot ett historiskt snitt. Den streckade linjen visar den statistiska relationen mellan de två variablerna. Enkelt uttryckt betyder det att ju starkare ekonomi och stramare penningpolitik, i ett historiskt perspektiv, desto starkare ska valutan vara, och vice versa.



I bilden nedan framgår att vissa valutor ligger relativt långt från den streckade linjen. Antingen har marknaderna överreagerat eller driver andra faktorer en eller flera valutor. Vår tolkning är att en förhållandevis stark schweizerfranc och yen, samt en svagare än motiverat svensk krona, australiensisk dollar och brittiskt pund avspeglar ett finansiellt klimat på valutamarknaderna med en hög grad av riskaversion. Det förefaller med andra ord som om valutamarknaden prisar in mer av globalt handelskrig och oro i utvecklingsländerna, samtidigt som aktiemarknaderna tuffar på mot nya höjder. Vi tror att detta förhållande kommer att ändras och att valutakurserna kommer att korrigeras i linje med fortsatt stigande aktiemarknader och obligationsräntor.

På basis av ovanstående analys behåller vi tillsvidare vår långa position i australiensiska dollar (se mer nedan) och initierar en ny position. **Vi köper brittiska pund och säljer schweizerfranc på en nivå kring 1,2660.** Förutom att vi bedömer att pundet är undervärderat i förhållande till den makroekonomiska och penningpolitiska positionen, har marknaden betydande korta positioner i pundet, samtidigt som en fortsatt stark utveckling för riskfyllda tillgångar normalt bör missgynna schweizerfrancen. Det är i stort sett omöjligt att ha en klar uppfattning om vart Brexit-förhandlingarna ska leda, men man kan misstänka att den korta positioneringen är en följd av marknadens negativa syn på slutresultatet. Det innebär att ett resultat som är bättre än sk. hård Brexit borde gynna pundet, men det är långt dit. Vi har även tidigare argumenterat för att den svenska kronan är undervärderad, men marknaden har uppenbart haft en annan syn och vi stänger därför dessa positioner (se mer nedan).

Utvärdering av tidigare månadsbrev

- Vi **köpte svenska kronor** och sålde norska kronor (maj) och brittiska pund (juni) eftersom vi bedömde att kronan var undervärderad. Riksbankens rapport i början av september och vår egen analys att inflationen kommer att falla till 1–1,5% de närmaste åren (se bit.ly/sv-inflation) gör att vi stänger dessa positioner. Resultatet blev i stort sett +/-0.
- Vi **köpte australiensiska dollar** och sålde kanadensiska (augusti) då vi bedömde att valutaparet skulle stiga från botten av intervallet. Tvärtom har det fortsatt att falla något, men vi håller fast vi positionen i tron att den australiensiska dollarn ska återhämta sig från undervärderade nivåer, i enlighet med analysen ovan.
- Vi **köpte 5-årspunkten på svenska bostadskurvan och sålde 2-åringen** för en durationsneutral position (maj). Spreaden har gått ihop knappt 15 punkter sedan dess. Vi är klart på plus och stänger den nu eftersom riskpremien är för låg.
- Vi **köpte italienska tvååriga obligationer och sålde motsvarade tyska** på en spread på 225 räntepunkter (juni). Skillnaden är i dagsläget ca 100 punkter lägre, trots förnyad budgetoro i Italien. Vi behåller positionen.
- Vi **köpte exponering mot USD** på förväntningar om avmattningssignaler i USA (maj). Dollarn har stärkts med drygt 3% sedan dess, dock inte helt på basis av de drivkrafter vi trodde på. Vi håller fast vid vår långa dollarposition tillsvidare, även om den inte har övertygat den senaste månaden.
- Vi **köpte amerikanska 2 års räntefutures och sålde motsvarande tyska** (maj). Spreaden har gått isär sedan dess, med som mest drygt 20 punkter. Vi fortsätter att vänta på att den amerikanska centralbankens signaler om stadiga räntehöjningar ska mildras, så vi behåller även denna position.
- Vi **köpte exponering mot amerikanska BBB-krediter** (aug), på en spread på ca 133 punkter. Spreaden har gått ihop några punkter och vi behåller positionen i hopp om att differensen ska fortsätta minska på basis av den undervärdering som vi identifierade i augusti.