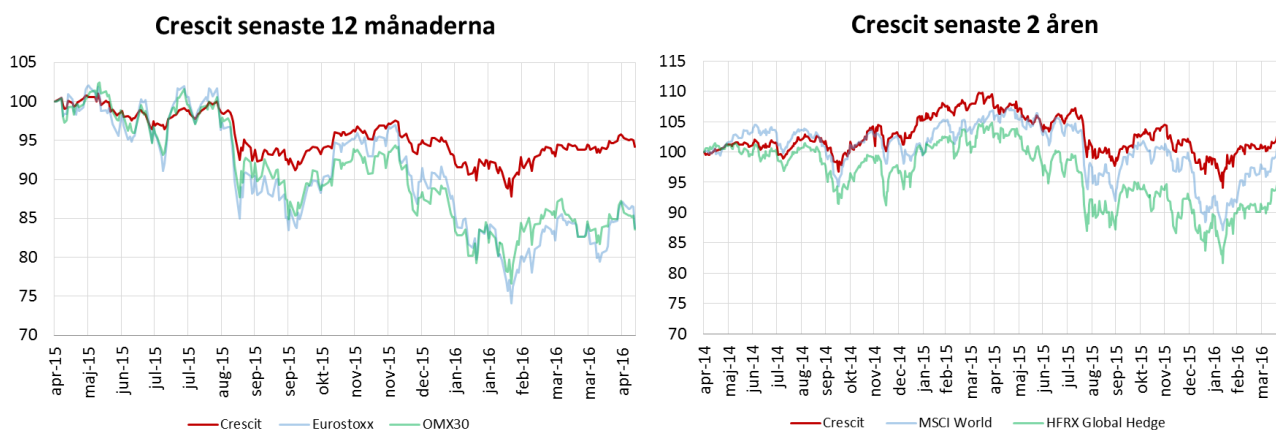


Bolagens resultat i linje med förväntningarna, dollarn och oljepriset blir allt starkare. Minskad Brexit-risk.

April blev en månad där många marknadsparametrar positionerade sig i någon form av långsiktig mittfåra. Oljepriset, marknadsvolatilitet, bolagsvärderingar, pris på olika derivat och mycket annat befinner sig nu i någon slags långsiktig jämvikt. Oljepriset är t.ex. upp 30 % i år men ner -55 % under de senaste 24 månaderna. Utfallet för aktiemarknaderna är dock lite annorlunda där vi nu är inne i en nedgång med fall på -17 % under de senaste 12 månaderna i både Sverige och Europa medan utvecklingen i USA är oförändrad under samma tidsperiod. Det är intressant att just nu titta bakåt i historien och då konstatera att börsfall, likt det vi just nu är inne i, tidigare inte har pågått längre tid än omkring 2 år och framförallt att de utvecklade länderna i världen då uteslutande haft en mycket hög korrelation till varandra. Denna gång är det inte så. Sedan finanskrisen 2008 har det Europeiska indexet Eurostoxx stigit med endast 0,31 % medan S&P 500-indexet i USA har stigit med hela 85 %. Oftast är det i tid inte mer än 14-20 månader innan utvecklingen på börserna vänder. Mot bakgrund av dessa historiska fakta torde vi börja se en uppgångsresa med start i juni – december i år, men skillnaden nu är att USA inte ens börjat gå ned än. Huruvida historien rimmar när vi har negativa styrräntor återstår att se, men med hänsyn till den starka ekonomiska tillväxten vi har i Sverige just nu är det ologiskt att börsens kräftgång skulle fortsätta särskilt länge till – framförallt om även inflationen sätter fart under slutet av 2016 eller början på 2017.

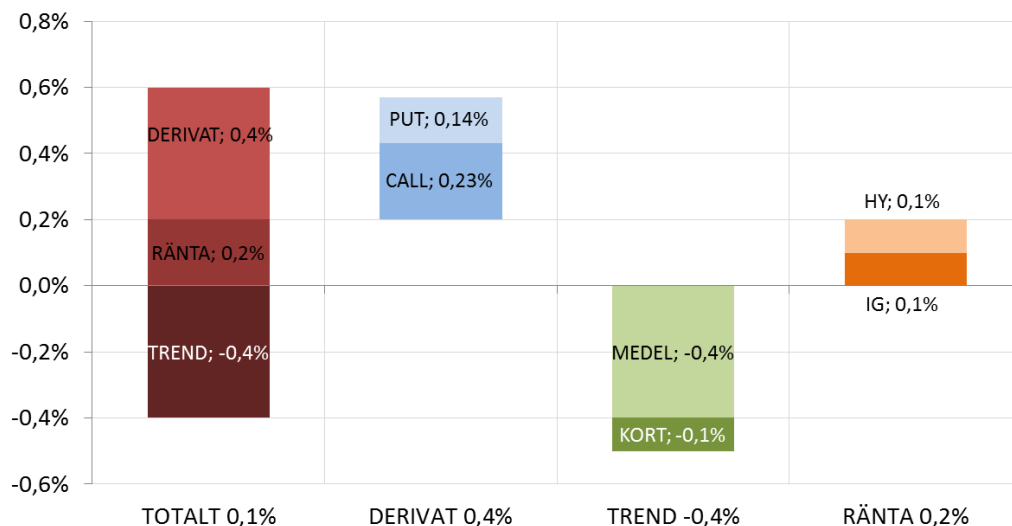
Intressant att notera är att Europa i skrivande stund har avkastat ungefär -10 % sämre än USA under innevarande kalenderår. Trots detta är de aggregerade värderingarna i USA fortfarande lägre än i Europa. Oljepriset (Brent) fortsatte upp med ytterligare +22 % under april och befinner sig återigen nära 50 dollarssträcket.

Avkastningen i Crescit var positiv under månaden och fonden steg med +0,09 %, vilket innebär att avkastningen för 2016 uppgår till -0,48 %. Per den sista april är känsligheten (beta) för rullande 12 månader cirka 0,35 gentemot både Eurostoxx och OMX. Detta innebär att vi för tillfället bygger en bro över de pågående fallen i börsindex för att när det väl vänder ha torrt krut kvar för börsuppgång i form av nyrullade derivatpositioner som behållit hela ursprungskapitalet under fallet, dvs. de har inte brutit sina barriärer. I **figur 1** nedan ses Crescits avkastning jämfört med de två börsindex där vi har störst exponering för tillfället, dvs. OMX30 och Eurostoxx. Till höger ses Crescits avkastning över en lite längre tidsperiod (2 år) jämfört med världsindex (MSCI World) men även gentemot utvecklingen för HFRX Globala Hedgefondindex presenteras då vi uppfattar att intresset bland er läsare är stort även för detta index. Överavkastningen mot MSCI World är 2 procentenheter och mot HFRX Globala Hedgefondindex knappt 9 procentenheter.

Figur 1


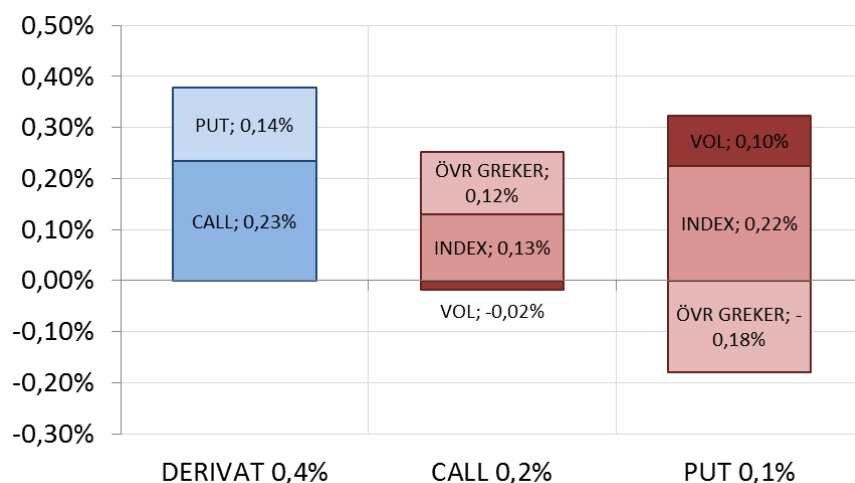
Trendmodellerna bidrog negativt under månaden men motsvarade det rörelsemönster som vi förväntar oss av dessa positioner i de marknadsförhållanden som rådde under månaden. Trenddelen tillsammans med övriga skydd tappade -0,4 % under april. Modellerna tjänade under årets 2 första månader mycket bra då de flesta marknader uppvisade rörelsemönster i enlighet med den medellånga trenden. Denna del av portföljen är nu neutral till svagt negativ mot aktiemarknaderna. Våra räntepositioner bidrog också med positiv avkastning och steg +0,2 % under månaden.

När det gäller våra derivatpositioner var det positiva bidraget +0,4 % under april månad. Den starka månadssiffran fick stöd från att positionerna i derivatboken ligger med tidsvärden (dvs. ute på sina barriärer) som nu fick ytterligare 1 månad med positiva börser på nacken. Att tiden går innebär för dessa positioner att en del av det negativa marknadsvärdet (tidsvärdet) kommer tillbaka in då värdet på slutdagen söker sig mot noll från ett negativt värde. Även om de underliggande indexen kom tillbaka under april så ligger vi fortfarande ungefär i mitten av våra barriärer och fonden är därmed väldigt bra positionerad för en aktiemarknad som rör sig antingen uppåt eller nedåt (dock inte mer än ca -25 %) under återstoden av detta kalenderår. Tiden blir snabbt en allt viktigare faktor för Crescit om börserna framgent fortsätter att falla, eftersom tidsvärdena då utfaller som positiv marknadsvärdering i fonden. Går marknaderna fortsatt i sidled eller nedåt under 2016/2017 kommer vi därmed successivt att "koppla loss" allt mer från börsindex och fortsatt generera positivt resultat (vi får allt mer torrt krut för framtida uppgångar). Blir det istället en marknad som hastigt tappar i värde (0-3 månader) kommer också Crescit att påverkas negativt på framförallt de långa derivatpositionerna (länge än 15 månader) eftersom sannolikheten att bryta positionernas barriärer då tillfälligt speglas i priset. Value at Risk i fonden fortsatte ner även i april trots den kraftiga nergången under mars och låg vid månadskiftet på endast 0,80 % (jmf med 1,80 % i februari och 0,95 i mars). SX5E och OMX är de index vi har störst risk i, följt av CAC, IBEX samt SPX. Risken i UKX är medvetet mycket låg i och med osäkerheten kring valet att stanna i EU den 23 juni. I skrivande stund har ränteboken en duration på 2½ månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,51 % per år. Kreditbindningen är nu 1 år och 9 månader i portföljen. I totalcolumnen i **figur 2** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling under februari för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

Figur 2


På centralbankssidan var det från många håll ett stort fokus på vad Ingves skulle ta upp i sitt tal "Tid för omprövning – i huvudet på en centralbankschef" under inledningen av april. Talet var lamt rakt igenom och blev verkligen ingen kioskvältare. Allt mer pekar på att Riksbanken nått vägs ände vad gäller både räntesänkningar och QE. En samsyn i riksbanksdirektionen om att det kan ta tid att få upp inflationen verkar sprida sig. Så länge vi har minusränta behöver inte heller riksbanken oroa sig för att kritiken mot att de inte gör tillräckligt för att få upp inflationen skall blossa upp igen.

Om vi fokuserar på puttarna i Crescit kan vi se i **figur 3** att de steg med 0,1 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av +0,10 % vol (volatiliteten sjönk under april månad), +0,22 % i indexrörelse samt -0,18 % "övriga greker", dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc. Premierna vi erhåller för att sälja barriäroptioner har kommit ner en hel del under april, men är fortfarande 50-60% högre än jämfört med när börsen toppade i april ifjol. Vi bedömer att det, under en inte alldeles för avlägsen framtid, finns stor sannolikhet att vi återigen kommer att få stigande volatilitet i marknaden och då kunna erhålla riktigt bra betalt genom att sälja barriäroptioner.

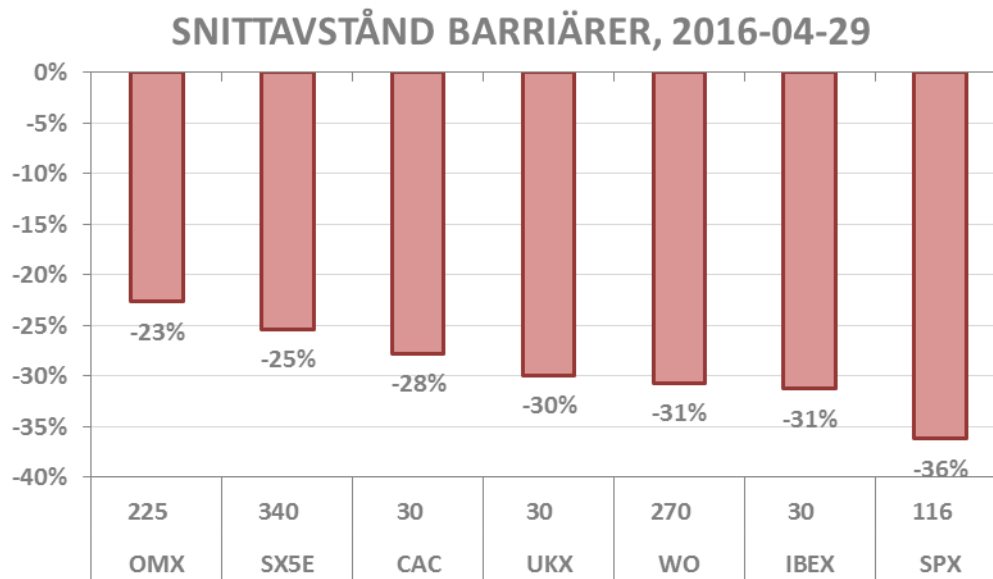
Figur 3


När det gäller calls gäller samma principer. "Övriga greker" steg under månaden med +0,12 %. För majoriteten av calls-positionerna måste dock börsen gå upp rejält för att fonden skall kunna ta tillbaka det förlorade indexvärdet. Indexvärdet steg med +0,13 % som en följd av att callsen kom närmare sitt ursprungliga startvärde i och med stigande börser.

Det sista stora bidraget i puttarna, dvs. indexrörelsen kom också delvis tillbaka på fondens NAV under månaden. Här ligger dock fortsatt tidsvärden och bryter vi inte de sålda barriärnivåerna kommer även denna del att ticka in i NAV:et under kommande år. Dessa barriärer ligger just nu på betryggande avstånd och kan i detalj studeras i **figur 4**. Snittbarriären ligger per månadskiftet på -28 % (i mars låg den på -27 %). Detta innebär att börserna i snitt kan falla med -28 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan fortfarande tillgodoräkna sig en avkastning på omkring +3 %.

Som fondandelsägare i Crescit har man fortsättningsvis upparbetade tidsvärden som vart efter tiden går kommer att komma tillbaka på fondens NAV förutsatt att inte de sålda barriärnivåerna bryts. Cirka 60 % av fondens positioner kommer att förfalla under 2016 och då rullas om till nya. Samtidigt som positionerna förfaller realiserar också deras värden som nu ligger och tynger NAV:et. Om 18 månader har hela derivatboken rullats om.

Figur 4



Sammantaget är fonden nu precis som tidigare under året väl positionerad för flertalet marknadsutvecklingar. Får vi en nedåtgående/sidledes börs under året kommer våra tidsvärden att ticka in. Om vi istället får uppåtgående aktiemarknader under året kommer en majoritet av alla positioner i fonden att tjäna mer pengar utöver de tidsvärden som även då erhålls på sälloptionerna. Vid kraftig börsuppgång kommer även samtliga köpoptioner att bli värdefulla.

Crescit

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%	-2,77%	-0,96%
2016	-2,67%	0,95%	1,19%	0,09%									-0,48%

Jonas & Gustav

Stockholm den 4 maj 2016