

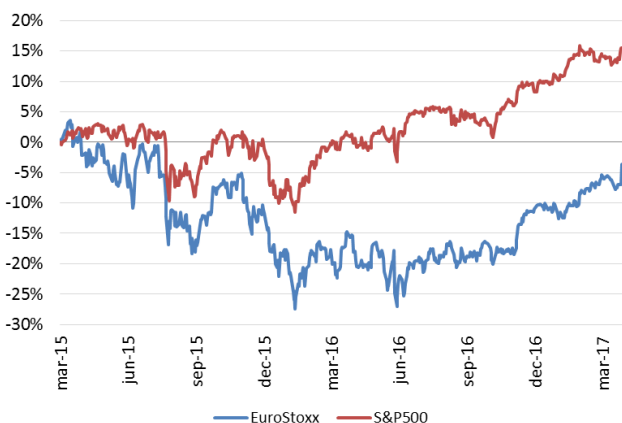
Franska presidentvalet blåste snabbt över. Dags för ödmjukhet på börserna. Centralbankerna lugnar sig.

Avkastningen i Crescit var positiv under månaden och fonden ökade med +0,63 %, vilket innebär att avkastningen för de senaste 12 månaderna uppgår till +6,37 %. Avkastningen hittills i år uppgår till +3,31 %. Utav fondens samtliga avkastningsdrivare (derivat, trend samt ränta) bidrog derivat och ränta med positiv avkastning under april månad. Trendmodellerna hade en svår månad och avkastade 0,0 %. Volatiliteten på världens aktiemarknader steg ganska mycket fram till det franska valet, för att därefter igen fullständigt klappa igenom och vid utgången av april ligger nivåerna igen på extremt låga nivåer. Både V2X-indexet (europeisk volatilitet) och VIX-indexet (amerikansk volatilitet) befinner sig nu på de nivåer där det tidigare bottnat (börsfall har därefter inletts).

Under april var det mycket fokus på det franska presidentvalet som enligt opinionsmätningarna blev jämnare och jämnare desto närmare valdagen vi kom. Under våren stod det ändå klart i alla opinionsmätningar att Macron och Le Pen skulle ta sig vidare till andra omgången i maj. Precis som tidigare står vi fast vid att Emmanuel Macron blir Frankrikes nästa President vid valet den 7 maj. Detta mycket väntade resultat i presidentvalets första omgång ledde ändå till ett s.k. lättnadsrally på börserna i framförallt Europa. Europabörserna drog dock med sig världens övriga aktiemarknader och månaden blev stark i nästan alla länder. Då dessutom de listade bolagens resultat började droppa in för årets första kvartal och fler och fler visade att vinsttillväxten varit otroligt stark fick börserna ännu mer näring. Trots att analytiker och investerare på förhand förväntade sig att vinsterna skulle ha förbättrats under årets första kvartal förgylldes sista veckan i april med flera rapportskrällar. Nu när de flesta har rapporterat visar det sig att en majoritet har överraskat positivt gentemot de lagda uppskrivade estimaten. Fortsätter vi att ha en underliggande ekonomisk tillväxt är det därför inte osannolikt att många bolag växer in i nuvarande värderingskostym.

Mot bakgrund av det som beskrivits ovan steg aktieindexet Eurostoxx 50 med +1,68 % under månaden. Många röster i marknaden hävdar nu att vi kan få se en "stängning av den relativa mellanskillnaden" som uppstått mellan börserna i USA och Europa under de senaste åren (se Crescits månadsbrev för mars i år). Även OMX har hamnat rejält på efterkälken under de senaste två åren relativt USA, **se figur nedan**. Börsen i Sverige drogs också med uppåt då den europeiska lättnaden infann sig. Utöver detta lyfte bolagens starka rapporter Stockholmsbörsen ännu mer och OMX30-indexet steg under april med +2,48 %. Utav de stora aktiemarknaderna i världen fortsatte bl.a. USA och Hong Kong att prestera positiv avkastning – +0,91 % respektive 2,08 % under månaden. I Storbritannien föll börserna med -1,62 %. Världsindexet MSCI-World steg under april med +1,33 %. Brentoljan stängde april på 52,05 USD/fat.

USA jämfört med Europa senaste 2 åren



USA jämfört med Sverige senaste 2 åren

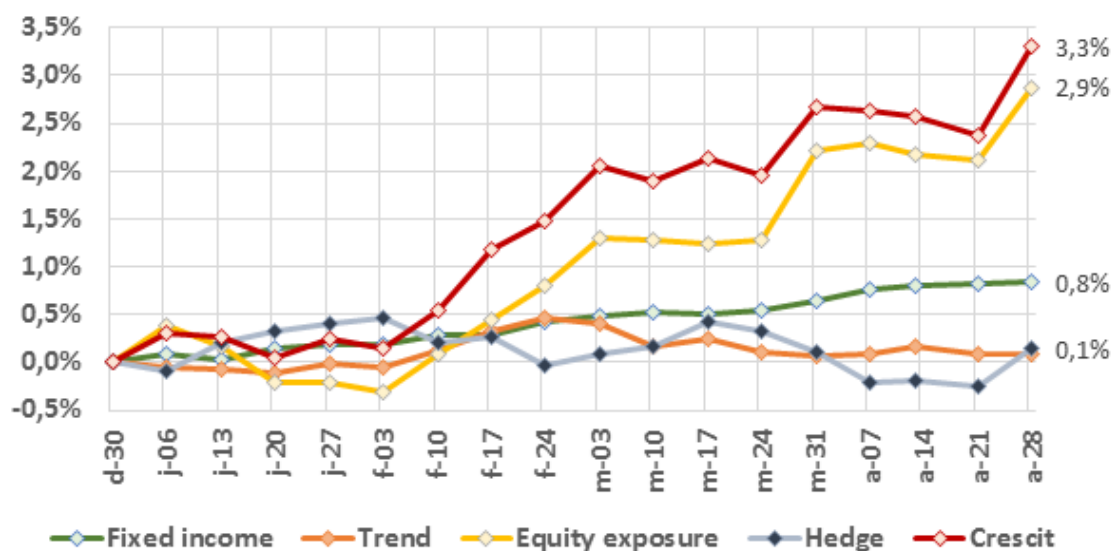


När det gäller centralbankerna och deras agerande över de kommande 24 månaderna är det vedertaget i marknaden att korta räntor är på väg uppåt. Även långräntorna kommer sannolikt att stiga under de kommande åren. I Sverige föll dock 10 årsräntorna med 4 punkter under april, vilket innebär att de stigit med endast 4 baspunkter sedan februari. Detta sedan riksbanken överraskande valde att utöka sina obligationsköp. Svenska 10 årsräntan ligger idag på 0,56 %, dvs. oförändrat under året. I USA är FED's egna prognos att räntan kommer att höjas två gånger till under 2017 och sedan ytterligare 3 gånger under 2018. Det förefaller som att marknaden tidigare kanske förväntat sig ännu lite mer och därför har långräntan i USA fallit med 35 baspunkter från FED's besked den 15 mars fram till idag. ECB ändrade inget under månaden, men man hävdar att "Återhämtningen i Europa vinner allt mer terräng". Vidare säger ECB att inflationstrycket är för lågt för att börja höja räntorna. Vid nästa sammankomst i juni är det nog troligt att ECB ger ytterligare ledtrådar som påvisar att de är på väg att reversera den pågående penningpolitiken.

I totalkolumnen i **figur 2** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling hittills under året för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

Trendmodellernas avkastning gick i sidled under månaden och stod för ett bidrag på 0,0 %. Förlusterna i trenddelen under månaden genererades främst i räntesegmentet då modellerna ligger för ränta upp. Aktieindexens korta trend fortsatte också uppåt under månaden vilket främst kan härledas till de Europeiska börserna som fortsatte upp även i april. Som helhet blev april återigen en besvikelse för trenddelen. Bidraget från trenddelen hittills under året är +0,1 %. Det är viktigt att komma ihåg att fondens exponering mot olika trendmodeller över tid minskat risken väsentligt i fonden, särskilt under de perioder när volatiliteten varit som allra störst. Newedge-indexet för trendföljande hedgefonder var ner -0,15 % under april. Våra valutaskydd var i stort sett oförändrade under månaden.

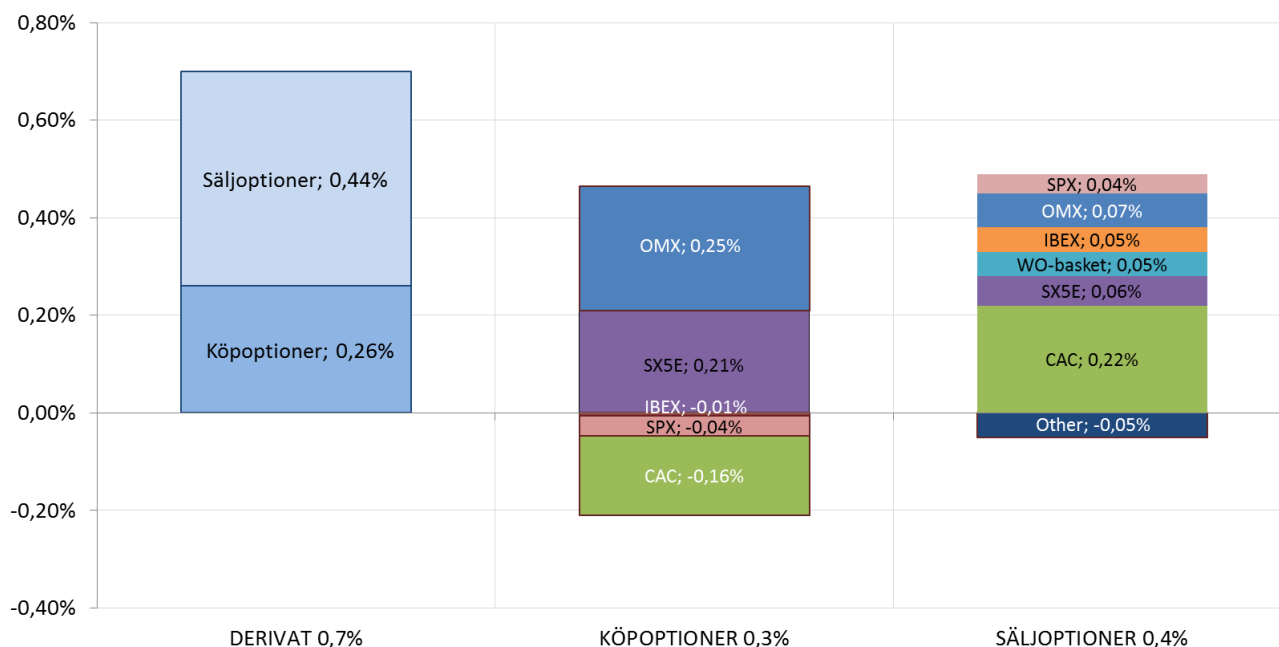
Våra räntepositioner hade en positiv utveckling under månaden och bidrog med +0,19 % efter att våra innehav i High Yield obligationer avkastat starka +1,46 %. Våra innehav i investment grade papper hade ett negativt bidrag på -0,08 %. För året som helhet har räntepositionerna gett ett bidrag på +1,24 %. I skrivande stund har ränteboken en löpande avkastning som uppgår till +1,44 % per år. Kreditbindningen är nu 1 år och 5 månader i portföljen.

Figur 2


När det gäller våra derivatpositioner hade vi återigen ett starkt positivt bidrag på +0,7 % under april månad. Månadssiffran är ett resultat av framförallt stark börsrörelse i OMX och EuroStoxx-indexen där vi är mest aktiva. Volatiliteten gick neråt ytterligare lite månaden vilket hade en svagt positiv inverkan på våra derivat. Under april ökade värdet på våra köpoptioner på samtliga marknader. Värderingarna steg också på våra sålda barriäroptioner mot framför allt EuroStoxx och OMX. Våra långa exponeringar mot den franska och spanska börsen hade även denna månad en stark utveckling.

Under månaden utnyttjade vi den extremt låga volatiliteten i Europa för att köpa ett antal köpoptioner. Den historiskt låga realiserade såväl som implicita volatiliteten har medfört att vi fortsatt kunnat ta hem vinst i optionskontrakt med kort löptid och rulla om optionerna till låga premier utan att behöva ställa någon risk (dvs. sälja optioner/barriärer). Utrymmet att addera mera risk och därigenom skapa finansiering för köpta köpoptioner finns och vi ser med tillförsikt fram emot att viss riskaversion framöver skall infinna sig på aktiemarknaden och då föra med sig bättre premienivåer för sålda optioner. På trendsidan fortsätter vårt arbete med att anpassa och omstrukturera innehaven utifrån den befintliga risken vilket också tydligt har betalat sig såhär långt under innevarande år. Fortsatt omstrukturering är att vänta under sommaren. Exponeringsmässigt har vi i nuläget mest derivatrisk mot det breda SX5E-indexet och svenska OMX, följt av franska CAC.

Om vi fokuserar på derivaten i **figur 3** kan vi konstatera att bidraget till fondens totalavkastning under april var bra. Marknadsvärdet för säljoptionerna ökade med +0,4 % och köpoptionerna med +0,3 % under månaden.

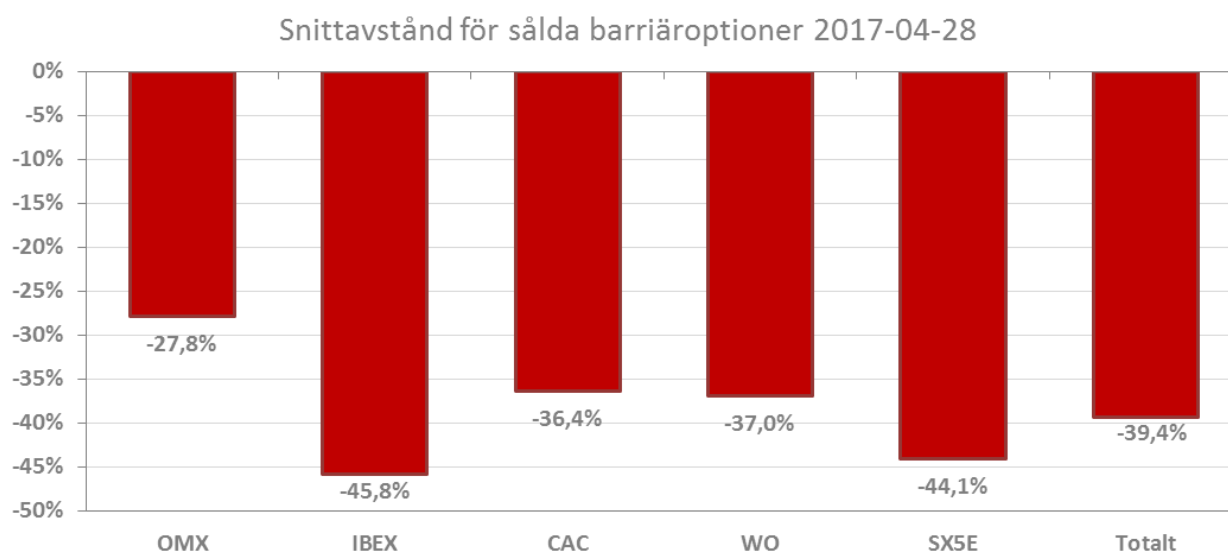
Figur 3


Fokuserar vi på enskilda index så är den enskilt största bidraget från OMX30 index. När det gäller säljoptionerna som sålts är det intressant att konstatera att alla index tjänade pengar under månaden. Orsaken till detta är börsuppgångarna under månaden samt att volatiliteten fortsatt ligga still på låga nivåer som gör att värderingarna stiger. Å andra sidan är premierna vi erhåller för att sälja risk fortsatt väldigt låga som en konsekvens av den mycket låga volatiliteten och ligger klart under sina historiska snittnivåer. Vi

bedömer att det finns en fortsatt stor sannolikhet att vi återigen kommer att få stigande volatilitet på marknaden och vid det tillfället kunna erhålla bättre betalt för att sälja t.ex. barrieroptioner än vad som nu är möjligt.

Våra barriärer för de sålda optionspositionerna ökade ytterligare under april och ligger just nu på betryggande avstånd och kan i detalj studeras i **figur 4**. Snittbarriären ligger per sista april på -39,4 %, vilket innebär att börserna vi är exponerade emot i snitt kan tappa mer än -39 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan ändå tillgodoräkna sig en positiv avkastning från derivaten. Vi har även ett antal sålda barriärer på så kallade "worst-of-korgar". Dessa korgar består av ett antal olika index (normalt 2-4 stycken), där man tar utgångspunkt i det index som presterat sämst. När man identifierat det index som gått sämst görs mätningen ner till barriärnivån. Vi arbetar här endast med de största och mest likvida indexen. Vilka index det handlar om specificeras i figur 4 under WO-korg och WO-swap.

Fonden är väl balanserad för flertalet möjliga marknadsutvecklingar under innevarande kalenderår. Får vi en nedåtgående eller ihållande sidledes rörelse på börserna framöver är vi bra rustade då vi har väldigt långt till barriärnivåerna. Därtill har vi sålt mindre barrieroptioner än tidigare i fonden. Merparten av känsligheten mot aktiemarknaden härrör från köpta optioner. Detta begränsar fondens känslighet vid kraftiga börsfall mer än normalt. I ett scenario med stigande aktiemarknader kommer vi att ha en positiv avkastning.

Figur 4


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%	1,51%	2,46%
2017	-0,27%	1,88%	1,05%	0,63%									3,31%

Jonas & Gustav

Stockholm den 5 maj 2017