

Kinaoron gav oss en plötslig volatilitet av sällan tidigare skådat slag.

När vi gick in i augusti hade aktiemarknaderna vänt efter kräftgången i juni och trenden för fortsatt uppgång på världens börser övervägde. Detta skulle snart visa sig vara precis tvärtom och andra halvan av augusti blev den mest volatila perioden sedan 2008 och 2011. Skillnaden denna gång var att fallet mer liknar det som inträffade 1987, dvs. det är stort men framförallt kom det mycket tvärt. Detta innebär för Crescits del att de ställda barrieroptionerna snabbt tappade marknadsvärde som istället transformeras om till ett så kallat "tidsvärde". Detta tidsvärde kommer successivt att komma tillbaka in i marknadsvärderingen förutsatt att inga barriärbrott inträffar för respektive position under den löptid som återstår. När det gäller trendmodellerna så kan vi konstatera att utvecklingen under månaden var på historiskt svaga nivåer. Detta orsakades primärt av att det var ett trendbrott i juli som sedan tvärt vände i augusti. **För en utförlig beskrivning och detaljerade nivåer avseende våra olika avkastningsdrivare derivat, trend och räntor har vi från och med detta månadsutskick beslutat att redovisa detta i en separat bilaga. I bilagan finns även en förklaring till samtliga beståndsdelar och vad man som investerare i fonden kan förvänta sig framledes.**

Månaden inleddes med fallande långräntor för att sedan under sista veckan kraftigt stiga. Sammantaget blev rörelserna under månaden endast några baspunkter för 10-årsräntorna i Sverige, UK, Tyskland och USA. När det gäller Sverige och Riksbanken står vi fast vid vår uppfattning att det inte finns någon uttrycklig räntebotten. Ingves och hans direktion kommer sannolikt att agera om så behövs för att puffa upp inflationen mot i snitt 2 procent under de närmast kommande åren. Vi har inte förändrat vår syn nämnvärt och har därför en mycket kort duration i vår räntebok och har till stor del investerat i korta svenska företagscertifikat. Räntan i den korta änden av företagscertifikatmarknaden täcker knappt transaktionskostnaden men är markant bättre än den minusränta som drabbar kassan.

Världens börser reagerade som sagt med en enorm volatilitet under månaden. Startpunkten för börsoron i augusti var den kinesiska centralbankens beslut att devalvera yuanen i tre etapper för att göra värderingen mer marknadsanpassad. När det sedan kom nya svaghetstecken från Kina (preliminära kinesiska inköpschefsindexet för augusti publicerades 21/8) utbröt något som närmast är att likna vid finanspanik. Under måndagen den 24:e augusti föll Eurostoxx med som mest -8,44 % under dagen. På fyra börsdagar sjönk OMX med runt -10 %. Detta medförde att volatiliteten steg till nivåer som vi inte har sett sedan eurokrisens dagar 2011. VIX toppade på över 50 för att i skrivande stund igen vara nere på 25.

Kopplingarna mellan de finansiella marknaderna och utvecklingen i den reala ekonomin är dock svaga. Framöver finns dessutom ett antal faktorer som bedöms ge stöd åt tillväxten i Kina och därmed talar mycket för att Kina nog undviker en hårdlandning. Parallellt med psykologin kring Kina oroar sig marknaden även för huruvida FED kommer att påbörja höjningarna av styrräntan vid sitt möte den 16-17 september. Nära hälften av storbankernas ekonomer tror att FED höjer, medan siffran i marknaden är knappt en tredjedel. Den svenska börser OMXS30 föll under augusti med -7,09 %. Detta innebär att index är ner mer än -12 % sedan slutet av april. Börserna i Storbritannien och USA föll med -6,70 % respektive -6,26 % i lokal valuta. EuroStoxx50 indexet föll mest under augusti, -9,19 %, vilket innebär att indexet återigen befinner sig på samma nivå som i slutet av januari. Value at Risk i fonden låg vid månadsskiftet på 1,64 %. I skrivande stund har ränteboken en duration på drygt 5 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,27 % per år. Kreditbindningen är nu 2 år och 2 månader i portföljen.

Under månaden hade Crescit fortsatt inflöde av nytt kapital till fonden. Detta innebär att fonden har haft inflöde varje månad under de senaste 13 månaderna.

Bilaga

Avkastningsdrivare

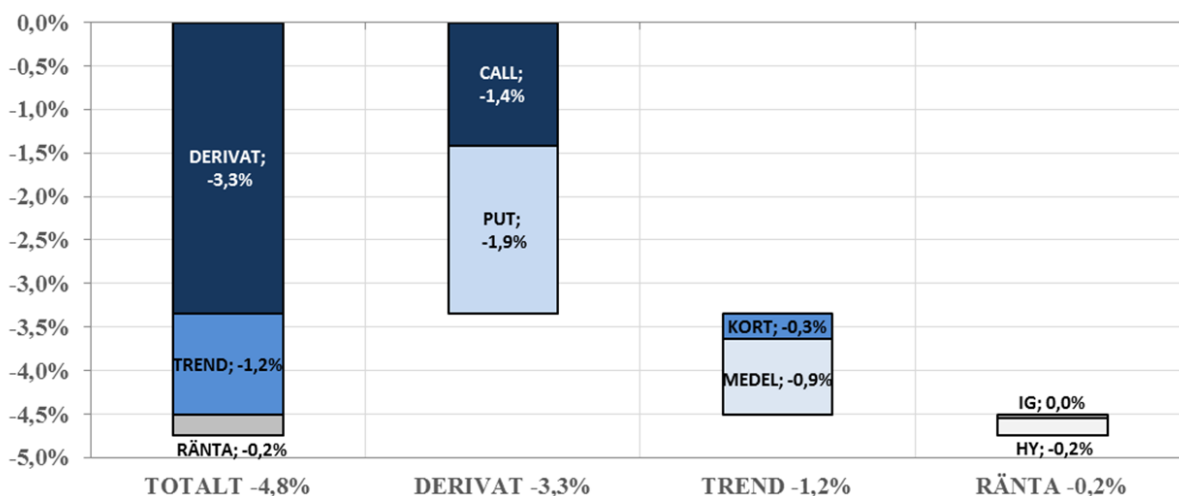
I ett försök att öka förståelsen för månadens rörelser och skapa en känsla för faktisk positionering, kommer vi från och med detta månadsbrev att redogöra närmare för vilka faktorer som drivit avkastningen under månaden. Du är välkommen att kontakta oss för mer information eller frågor.

Crescits fondandelsvärde minskade med -4,76 % i augusti, vilket ger en avkastning på -1,72 % under året och +6,37 % senaste 24 månaderna. Fondens samtliga avkastningsdrivare förlorade pengar under månaden. Mest negativt bidrog derivatdelen som stod för -3,3 % under månaden. Bidraget från trendföljande modeller låg på -1,2 % under augusti.

I totalkolumnen i **figur 1** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling under augusti för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

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

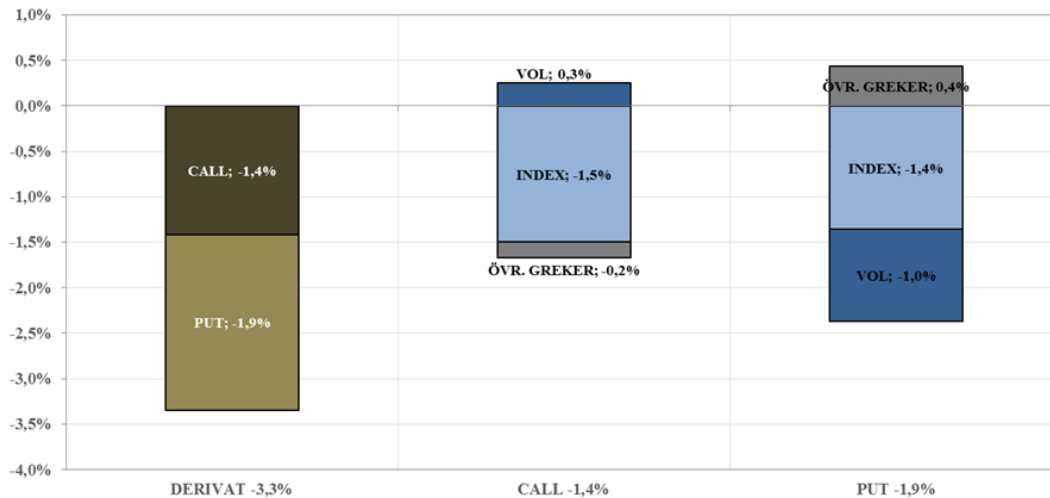
Figur 1



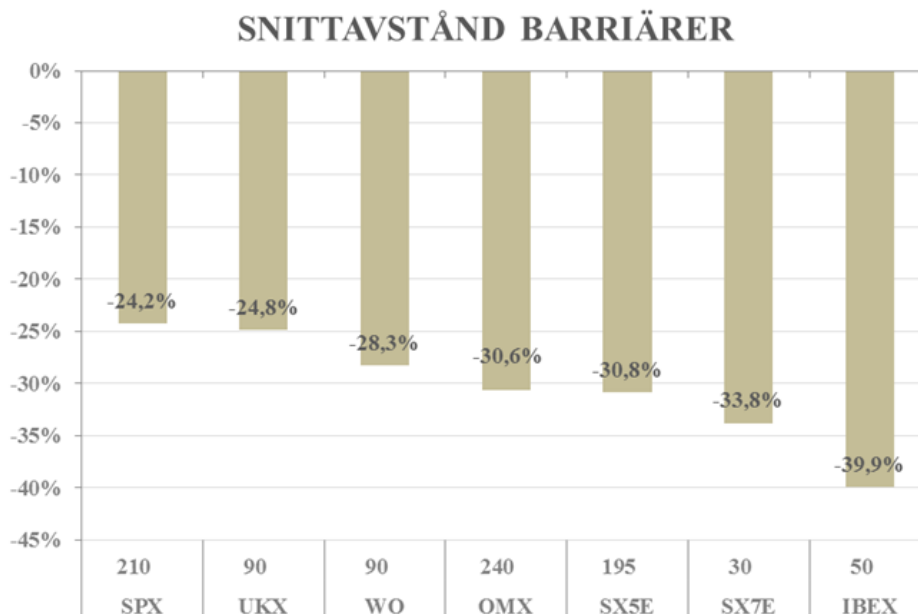
Om vi fokuserar på puttarna i **figur 2** så kan vi se att de tappade -1,9 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av -1,0 % vol (volatilitet), -1,4 % indexrörelse samt +0,4 % "övriga greker", dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc. Det intressanta med detta värde är att vol och "övriga greker", oavsett börsrörelser fram tills när derivaten förfaller, kommer tillbaka på fondens NAV. Den sista delen i put, dvs. indexrörelsen kommer också att komma tillbaka på fondens NAV förutsatt att inte de sålda barriärnivåerna bryts. Dessa barriärer ligger just nu på betryggande avstånd och kan i detalj studeras i **figur 3**. Snittbarriären ligger per månadskiftet på -31 %. Detta innebär att börserna i snitt kan falla med -31 % för att fonden ändå skall kunna tillgodoräkna sig +1,9 %.

När det gäller calls gäller samma principer. Vol samt "övriga greker" kommer att materialiseras vid förfall. Börserna måste gå upp för att fonden skall kunna ta tillbaka det förlorade värdet.

Figur 2



Figur 3



Våra trendföljande modeller hade en svag och volatil månad. Inledningsvis fortsatte de tappa i värde då de flesta marknader uppvisade en volatilitet kring dess långsiktiga trend. Sedermera kom börsernas kraftiga vändningar och kraftigt ökande råvarupriser (oljan var upp mer än 20%) att bidra negativt. Trots att trendmodeller är det överlägset billigaste sättet på vilket vi effektivt kan skydda fonden från långvariga och utdragna börsfall som påverkar värdet på våra köpoptioner är det likväl frustrerande de få gånger dessa modeller inte hänger med i svängarna.

Effekten blir då att det negativa värdet på köpoptionerna dubblas istället för att raderas ut. De sålda barrieroptionerna tappade -1,9 % i marknadsvärde under augusti då volatiliteten och marknadsrörelserna var ogynnsamma. Här är det viktigt att komma ihåg att detta endast är en ögonblicksvärdering. För att detta skall falla ut och bli en riktig reell förlust krävs det att börserna i snitt faller ytterligare -31% över kommande 18 månader. Om detta inte inträffar (inga barriärbrott) kommer denna värdering att successivt komma tillbaka in i NAV:et framledes.

Crescits strategi är som bekant att i möjligaste mån neutralisera detta värdetapp från köptionerna samt värdetappet från grekerna på säljoptionerna med hjälp av trendföljande modeller. Vid mycket snabba trendbrott hinner inte dessa modeller ställa om sina positioner och då kan det inträffa att även dessa värderas ner samtidigt som aktiemarknaderna faller kraftigt. Kommer trender istället smygande kommer trendmodellerna mer än väl kompensera för värdefallet i derivatdelen. Vid långvariga och mycket stora börsfall tappar Calls bara premierna som betalats och då kommer trendmodellerna istället att täcka upp för eventuella barriärbrott hos Puts.

I augusti har vi ytterligare sålt barriärer i fonden då den snabbt ökade volatiliteten har erbjudit allt mer attraktiva premienivåer. Marknadsrörelserna har under den gångna månaden inneburit att fonden adderat ännu mer till de redan stora tidsvärdena som uppstod i juni och 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% | | | | | -1,71% |

Jonas & Gustav

Stockholm den 6 september 2015