

**Stor oro för Kinas tillväxt. Finansmarknaderna håller andan för effekten av fortsatta FED-höjningar.**

Ett mycket utmanande och händelserikt år på världens finansmarknader är till ända. År 2015 visade sig bli ett år präglat av minusräntor, terrorattentat, grekfrossa, flyktingkris, stark US-dollar, billig olja och mycket låg inflation. Men det var även året då Mario Draghi till slut satte ner foten och körde igång ECB:s gigantiska QE-program. Marknaden går in i 2016 med stor oro, dels för den ekonomiska utvecklingen i Kina men även osäkerheten till följd av att den amerikanska centralbanken höjde styrräntan för första gången på 7 år.

De traditionella marknadsförutsättningarna för investerare blev under fjolåret allt mer besvärliga. Det globala MSCI World indexet föll -2,74 %, långräntorna gick upp på alla de utvecklade marknaderna, kreditspreadarna gick isär och råvarorna fortsatte sina branta värdefall.

Bland världens börser gick indexet i Storbritannien sämst där FTSE 100 föll med -4,93 %. I USA föll S&P 500 indexet med -0,73 %. Stockholmsbörsens OMX30-index höll sig länge på den positiva sidan, men när året var slut stängde indexet på -1,21 %. I Europa var det lite mer blandat med positiva börser i Italien, Tyskland och Frankrike under året. Detta drog också upp Eurostoxx 50 indexet som stängde +3,85 % på året.

Förvaltningen i Crescit följde under året den inarbetade strategin. Derivatförvaltningen hade en god utveckling under året och hade en positiv avkastning på +3,3 %, främst drivet av de positioner som rullades om under första halvåret 2015. De nya derivatpositionerna som ersatt förfallen har tappat i marknadsvärde under andra halvan av 2015 och fonden har nu istället upparbetade tidsvärden som skall arbetas in. Under året adderade vi också risk under de perioder när volatiliteten spikade som mest, t.ex. i augusti 2015. Portföljen innehåller just nu relativt många positioner som har en startnivå som ligger i nivå med de nuvarande indexnivåerna på aktiemarknaderna, men löptiden är bara en bråkdel av den ursprungliga (positioner tagna aug-dec 2014). Detta innebär i sin tur att vi nu är osedvanligt bra positionerade för en aktiemarknad som rör sig antingen uppåt eller nedåt (dock inte större tapp än -30 %) under detta kalenderår. Går marknaderna fortsatt nedåt under 2016 kommer vi framöver att successivt att "koppla loss" från index och börja generera positivt resultat. Får vi emellertid en marknad som hastigt tappar i värde (0-3 månader) så kommer också Crescit att påverkas negativt på framförallt de längre derivatpositionerna eftersom sannolikheten att bryta positionernas barriärer då tillfälligt speglas i priset. Om marknaderna istället går upp har vi just nu en hög känslighet mot den typen av rörelse.

Trendmodellerna hade under 2015 en tråkig utveckling och bidrog sammantaget med -1,3 % i fonden. Året började mycket starkt, eftersom många av de trender som genererat goda vinster i slutet av 2014 fortsatte under det första kvartalet 2015. Därefter vände dock många av dessa trender bjärt och resten av året blev mycket besvärligt för trendmodeller med slagiga prisutvecklingar. Förhoppningsvis kommer det snart nya trender som kan fångas upp och generera god avkastning under detta år.

Även om våra trendrelaterade investeringar hade det besvärligt under året så är det mest frustrerande (om än i viss mån förväntat) att fondens ränterelaterade investeringar tappade hela -0,9 % i marknadsvärde under 2015 trots en mycket kort ränteduration och hög kreditvärdighet på innehaven. Många av fondens lite längre innehav (3-4 år) har tappat i marknadsvärde trots att kreditrisken är mycket låg i flera av dessa papper (några t o m statligt ägda). De innehav som vi har i High Yield bolag tas i två kategorier, direktinvesteringar i certifikat och korta FRN samt en väldiversifierad korg av nordiska namn hos en extern förvaltare. High Yield innehaven har sammantaget värderats ner med -0,66 % under året. Även här är räntedurationen i snitt endast 10 månader och kreditrisken 1 år och 10 månader. Den löpande räntan i våra High Yield innehav är just nu +4,5 %. Den totala vikten exponerat mot High Yield papper i fonden är 12,0 %.

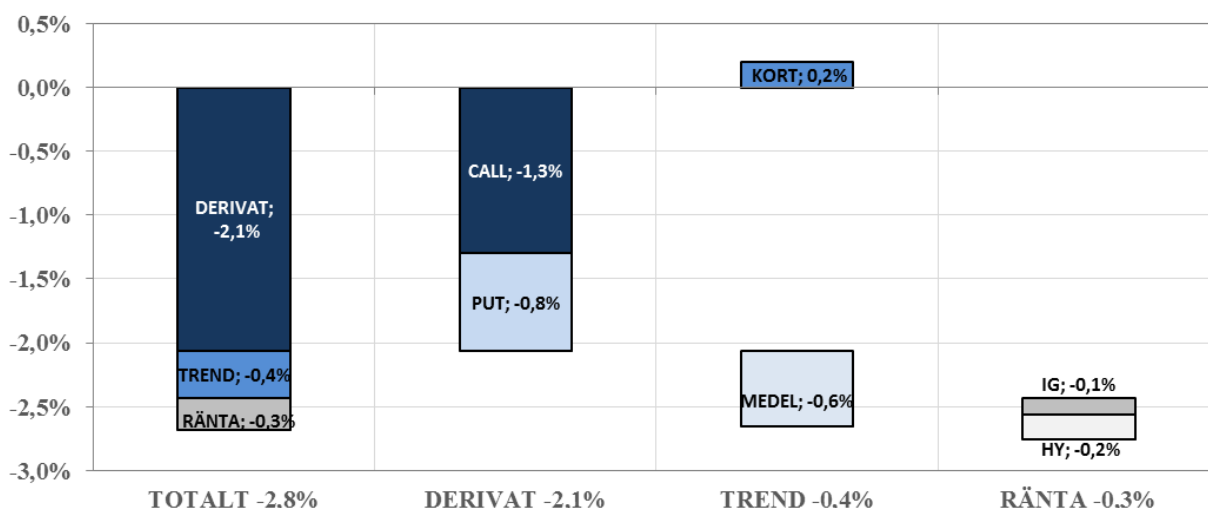
## Förvaltningen i december

Crescits fondandelsvärde minskade med -2,77 % i december, vilket ger en avkastning på -0,96 % under året. Samtliga avkastningsdrivare i fonden förlorade pengar under december. Fondens derivatpositioner tappade -2,1 % medan trendmodellerna tappade -0,4 %. Räntepositionerna bidrog med -0,3 % under månaden. Value at Risk i fonden steg under december och låg vid månadsskiftet på 0,88 %. Siffran har dock fortsatt att stiga kraftigt under inledningen av januari 2016. I skrivande stund har ränteboken en duration på drygt 4 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,56 % per år. Kreditbindningen är nu 2 år och 8 månader i portföljen.

I totalkolumnen i **figur 1** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling under december 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.

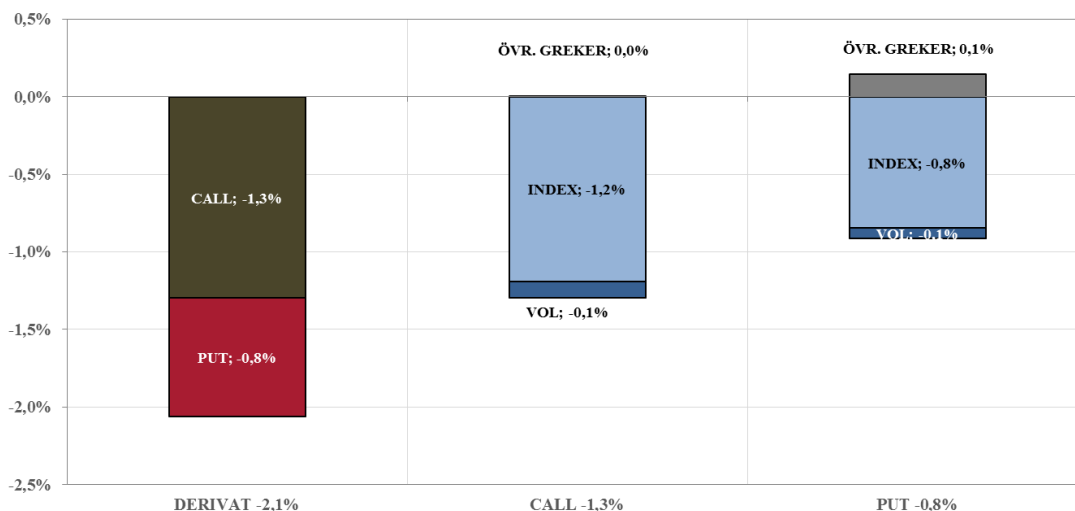
**Figur 1**



De kraftiga börsfallen under månaden, som startade med att marknaden återigen betvivlar att Draghi verkligen kommer att göra "vad som krävs" för att få Europas siffror på rätt köl, ledde till att de ställda barriäroptionerna tappade marknadsvärde som istället transformeras om till ett så kallat "tidsvärde". Om vi fokuserar på puttarna så kan vi se i **figur 2** att de tappade -0,8 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdetförändring består i sin tur av -0,1 % vol (volatilitet), -0,8 % indexrörelse samt +0,1 % "övriga greker", dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc. Det viktiga med detta värde är att vol och "övriga greker", oavsett börsrörelser fram tills när derivaten förfaller, kommer tillbaka på fondens NAV. En påtaglig skillnad nu i december jämfört med situationen i augusti är att volatiliteten denna månad inte steg lika dramatiskt som den gjorde i augusti. 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 månadsskiftet på -30,3 % (i november låg den på -34 %). Detta innebär att börserna i snitt kan falla med -30,3 % för att fonden ändå skall kunna tillgodoräkna sig +0,8 % för december.

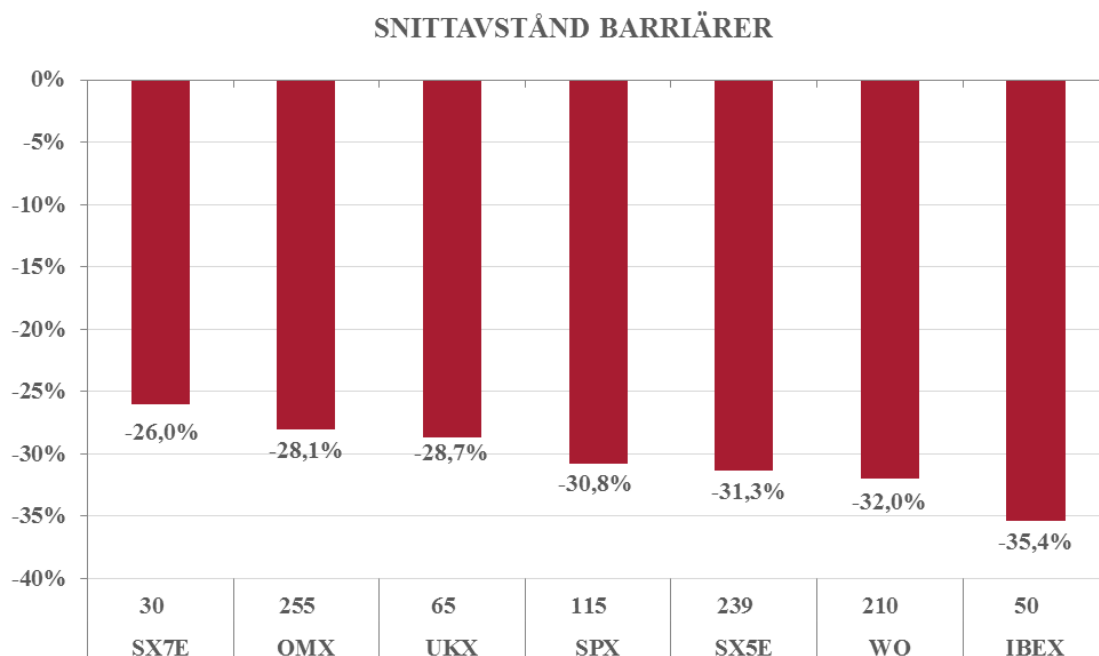
När det gäller calls gäller samma principer. Volatilitet samt "övriga greker" kommer att materialiseras vid förfall. Börserna måste dock gå upp för att fonden skall kunna ta tillbaka det förlorade värdet på våra calls.

Figur 2



Som fondandelsägare i Crescit går man in i 2016 med stora upparbetade tidsvärden som vart efter tiden går 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 3**. Mer än hälften av fondens positioner kommer att förfalla under året och då rullas om till nya. Samtidigt som positionerna förfaller realiserar också deras värden som nu ligger och tynger NAV:et.

Figur 3



När det gäller räntehaven ser vi ingen anledning till oro eller omviktning i portföljen. Mycket talar för att inflationen blir fortsatt låg (även om vi når 2 % i år). Om löneökningstakten blir omkring 3 % detta år och baseeffekterna kring energi som faller ur inflationsmätningarna överskattas i Riksbankens prognoser, givet de fortsatt stora fallen på framförallt olja, så kommer det inte vara tillräckligt för att hålla uppe inflationstakten 2017.

Våra trendföljande modeller hade en svag månad och tappade -0,4 %. De tappade i marknadsvärde då de flesta marknader uppvisade motsatt rörelse i förhållande till den medellånga trenden. De korta trenderna har dock snabbt anpassat sig till rörelsen och hade under december ett positivt bidrag på +0,2 %.

Sammantaget är fonden nu mycket väl positionerad för i stort sett alla typer av marknadsrörelser. Får vi en nedåtgående/sidledes börs under hela året så kommer våra tidsvärden att ticka in. Om vi istället får uppåtgående aktiemarknader under 2016 så kommer en majoritet av alla positioner i fonden att tjäna mer pengar utöver de tidsvärden som även då erhålls (köptionerna blir även de värdefulla då).

Under månaden hade Crescit fortsatt inflöde av nytt kapital till fonden. Under 2015 växte det förvaltade kapitalet i fonden med 302 miljoner kronor. Under januari kommer Crescit att flytta till större lokaler i samma fastighet för att kunna fortsätta expandera i samma takt som hittills.

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%

Jonas & Gustav

Stockholm den 9 januari 2016