

**I väntan på Draghi oroar sig marknaden för Brexit samt tillståndet i de europeiska bankerna.**

Eftersom avkastningarna på världens börser under januari var historiskt svaga, var finansmarknaderna på förhand nervösa inför februari. Den tidigare stora oron för oljepriset och Kinas tillväxt kom under februari att skiftas över mot en oro för världens banksektor, inte minst den europeiska. Världen fick bevittna brutala nedgångar i bankernas aktiekurser, bl.a. fortsatte anrika Deutsche Bank att falla och var som mest ner med nästan -40 % sedan årsskitet. Bankindexet SX7E tappade som mest -29,9 % ytd. Investerarare är rädda för banksektorns exponeringar mot råvarusektorerna och eventuella ytterligare kapitalbehov. Under slutet av månaden lugnade det dock ner sig i marknaden bl.a. efter att ECB tydligt gick ut och sa att de kan komma att hjälpa banksektorn genom att köpa bankobligationer. På bara de 2 senaste veckorna har bankerna i Europa istället stigit med i snitt +21 %. Det är ändå fascinerande att konstatera att SX7E nu är på en lägre indexnivå än år 1986 (dvs. ingen värdeutveckling på 30 år). Oljepriset har också börjat visa små tecken på att stabiliseras och priset på Brent är faktiskt i skrivande stund upp över 30 % till 38,7 USD/fat sedan mitten av januari.

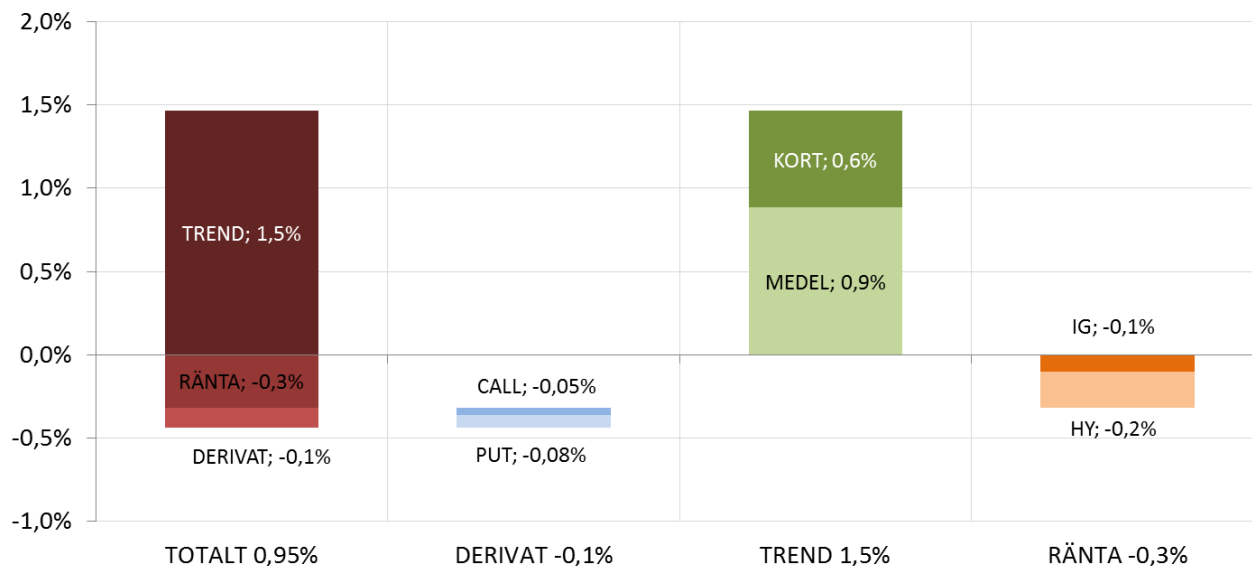
Avkastningen i Crescit var stark under månaden och fonden steg med +0,95 %, vilket var en negativ känslighet på cirka -1,0 mot aggregerade börsernas utveckling (MSCI World föll med -0,96 % under februari). Trendmodellerna fortsatte under månaden att uppvisa en mycket gynnsam utvecklig och motsvarade precis det rörelsemönster som vi förväntar oss av dessa positioner under de marknadsförhållanden som råder just nu. Trenddelen bidrog med +1,5 % under februari, vilket ger ett bidrag på +2,3 % hittills under 2016. Modellerna tjänade bra då de flesta marknader uppvisade rörelser i enlighet med den medellånga trenden. Denna del av portföljen är nu i stort sett neutral mot aktiemarknaderna. Våra räntepositioner bidrog dessvärre fortsatt negativt, -0,3 % under månaden.

Avkastningen på aktiemarknaderna under årets andra månad blev återigen mycket volatil och fallande. Det var i stort sett endast Sverige som gick plus under månaden (+1,2 %), övriga stora marknader hade en negativ utveckling. Det breda globala indexet MSCI World tappade -1,0 %, medan det breda europeiska indexet Eurostoxx 50 gick ner med -3,3 % i februari. I USA fortsatte börsen också neråt med -0,4 % i spåren av tilltagande tillväxtoro.

När det gäller våra derivatpositioner så var det negativa bidraget -0,3 % under månaden och hela beloppet transformerades om till s.k. tidsvärde i fonden. Rörelserna på börserna innebär i sin tur att vi fortsatt ligger ungefär i mitten av våra barriärer och att fonden därmed är osedvanligt bra positionerad för en aktiemarknad som rör sig antingen uppåt eller nedåt (dock inte mer än ca -20 %) under återstoden av detta kalenderår. Under februari kan man också skönja tydligare än tidigare att tiden härifrån och framåt blir en allt viktigare faktor, eftersom tidsvärdena då utfaller som positiv marknadsvärdering i fonden. Går marknaderna fortsatt i sidled eller nedåt under 2016 kommer vi därmed successivt att "koppla loss" från index och fortsatt generera positivt resultat. Får vi emellertid en marknad som hastigt tappar i värde (0-3 månader) kommer också Crescit att påverkas negativt på framförallt de långa derivatpositionerna eftersom sannolikheten att bryta positionernas barriärer då tillfälligt speglas i priset. Om marknaderna istället går upp har vi just nu en hög positiv känslighet mot den typen av rörelse också (för en schematisk bild över detta fenomen hänvisar vi till januaris månadsbrev).

Value at Risk i fonden fortsatte att stiga ytterligare under februari och låg vid månadsskiftet på 1,80 % (jmf med 1,37 % i januari). SX5E är det index vi har störst risk i, följt av OMX, SX7E samt SPX. I skrivande stund har ränteboken en duration på drygt 3 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,62 % per år. Kreditbindningen är nu 1 år och 8 månader i portföljen.

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

**Figur 1**


De kraftiga börsfallen under senaste månaderna och den senaste månads höga volatilitet på både aktieroch krediter har intensifierat diskussionen om recession än mer, eller snarare rädsla för densamma. Senaste tiden har allt fler framstående personer ställt sig i ledet och hävdar att världen med stor säkerhet går in i en recession inom maximalt 1 år från idag. Som motvikt kan vi dock konstatera att arbetslösheten i de flesta länder är mycket låg eller fortsatt fallande för tillfället och inga tidiga tecken på att den skulle börja gå åt andra hållet går att skönja än. Förra helgens G20 möte gav inga avgörande resultat och man kunde inte alls enas om en gemensam "plan" för att stötta global ekonomi via ökad finanspolitisk stimulans. Förhoppningen var att G20 kunnat enas om att beredskapen måste höjas för att kunna hantera "japanliknande" tillväxtförlopp de närmaste åren. Just nu råder dock inget sådant scenario i Sverige, där tillväxten just nu 4,5 % i årstakt. Trots denna starka tillväxt fortsätter riksbankens direktions sitt budskap att de kan sänka räntan mer och göra mer kvantitativa lättnader så länge som inte inflationen tar fart. Paradoxalt nog kan vi få se fortsatta stimulansåtgärder under 2016 trots den starka ekonomiska tillväxten.

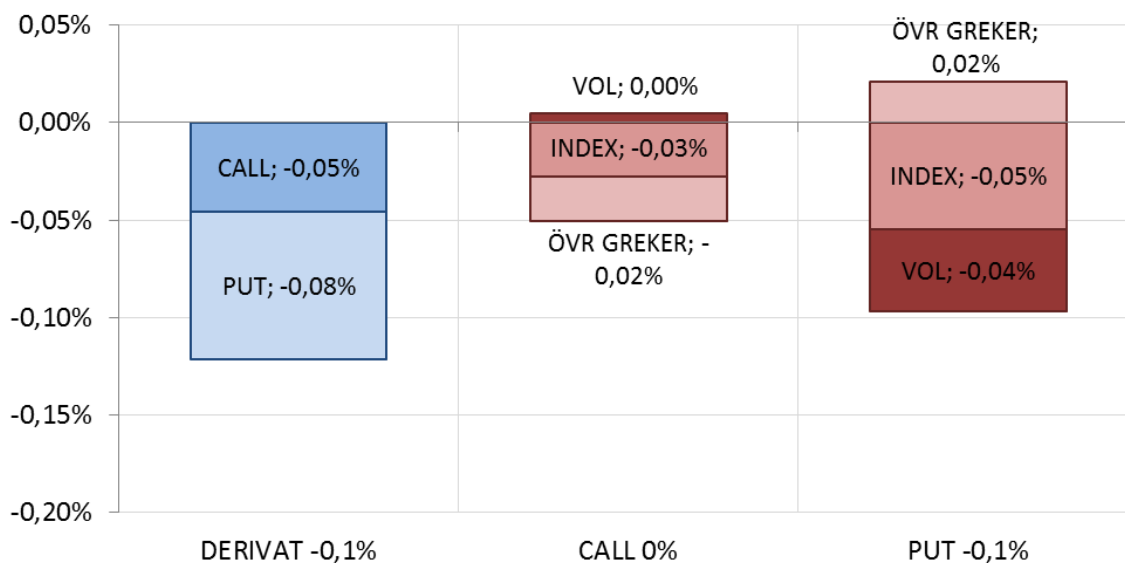
När det gäller Brexit har all världens analyser duggat tätt under de senaste veckorna efter att Storbritannien fastställde datum för folkomröstningen om fortsatt EU-medlemskap till den 23 juni 2016. Naturligtvis ser de finansiella marknaderna betydande risker med ett utträde. Det är dock omöjligt att idag sätta siffror på de olika konsekvenser som kan uppstå pga Brexit, inte minst för att det finns så många olika scenarier för vad som i slutänden kommer att bli resultatet. Det gäller såväl Storbritanniens framtida relationer med EU som konsekvenserna för europasamarbetet i allmänhet. Cameron själv säger att det bästa för Storbritannien är en framtid i ett förändrat EU och således inte i dagens EU. Frågan är då om väljarna anser att man nådde tillräckligt långt fram under förra veckans omförhandlingar. En sak är säker – det är ovisst.

Denna ovisshet i kombination med att Europas tillväxt inte tar sig och inflationen fortsätter vara rekordlåg talar för att Draghi kommer att agera med lägre ränta och mer stimulansåtgärder på mötet den 10 mars. Det som gör det mer svårbedömt är att fallande råvarupriser och bankoron i Europa som under inledningen av året bekymrat ECB mycket nu stabiliserats sedan Draghi inför Europaparlamentet sa att "om någon av

dessa två faktorer fortsätter att utgöra en nersidesrisk för prisstabiliteten som kommer ECB inte att dra sig för att agera”. Detta uttalande eldade på marknadens förväntningar om ny ECB-stimulans vid mötet i mars.

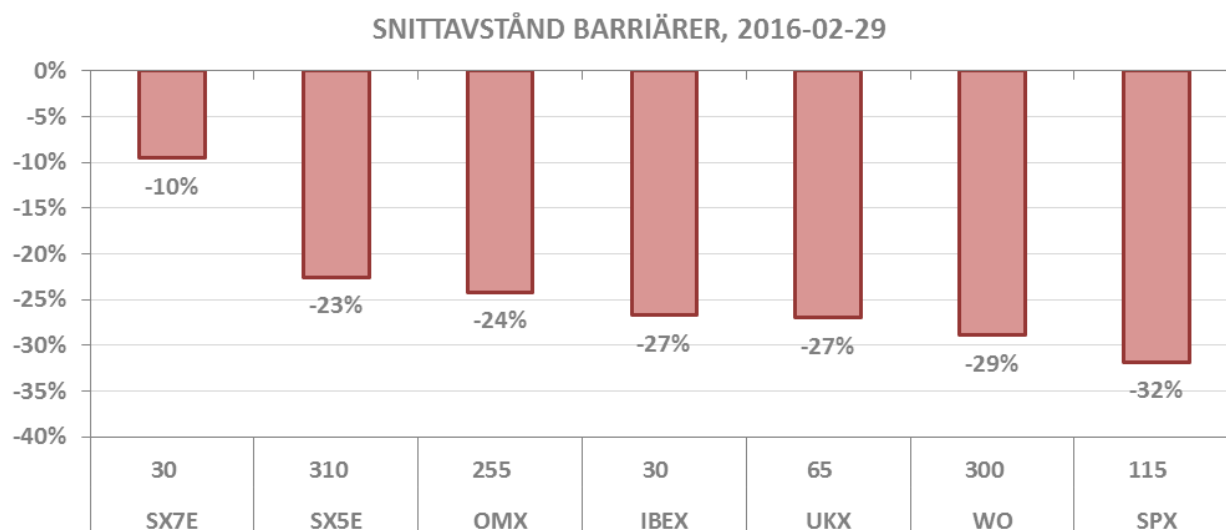
Om vi fokuserar på puttarna i Crescit så kan vi se i **figur 2** att de tappade -0,1 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av -0,04 % vol (volatilitet), -0,05 % indexrörelse samt +0,02 % ”övriga greker”, dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc. Det viktiga med detta värde är att vol och ”övriga greker”, oavsett börsrörelser fram tills när derivaten förfaller, kommer tillbaka på fondens NAV. Det är därtill mycket tillfredsställande att konstatera att premierna vi erhåller för att sälja barrieroptioner idag jämfört när börsen toppade i april ifjol är nära på dubbelt så stora.

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 -25 % (i januari låg den också på -25 %). Detta innebär att börserna i snitt kan falla med cirka -25 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan fortfarande tillgodoräkna sig en avkastning på drygt +6,3 %.

**Figur 2**


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

Som fondandelsägare i Crescit har man alltså fortsättningsvis stora upparbetade tidsvärden som vart efter tiden går kommer att komma tillbaka på fondens NAV förutsatt att inte de sålda barriärnivåerna bryts. Nära 70 % 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 3**


Sammantaget är fonden nu mycket 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 säljoptionerna. Även köpoptionerna kommer då bli värdefulla.

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%											-1,74%

Jonas &amp; Gustav

Stockholm den 4 mars 2016