

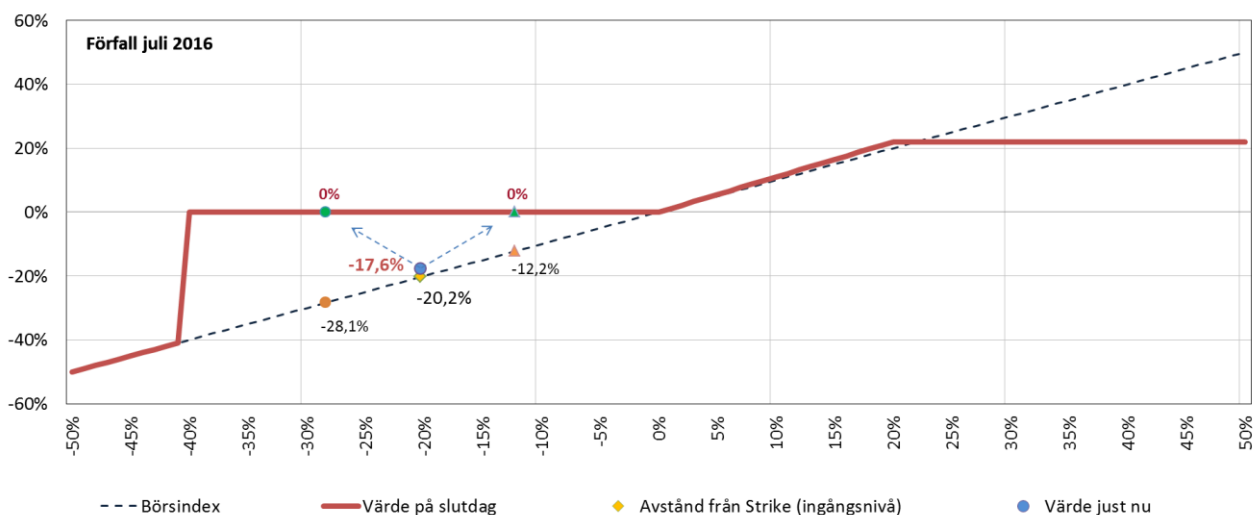
Kina fortsätter vara en "black box" och skapar tillsammans med det mycket låga oljepriset stor oro.

Avkastningen under årets första månad blev för aktiemarknaderna en av de sämsta januarimånaderna någonsin. Som mest var OMX30 indexet ner -10,8 % under månaden men repade mod i slutet av månaden och stängde på -6,3 %. Det breda globala indexet MSCI World tappade -6,1 %, medan det breda europeiska indexet Eurostoxx 50 gick ner med -6,8 % i januari. I USA fortsatte börserna också neråt med -5,1 % i spåren av FEDs påbörjade räntehöjningscykel. Många aktieindex har nu kommit in i en så kallad "bear market" vilket allmänt definieras som 20 % nedgång från toppnoteringen. Aningen förvånande är att bankaktier backade med -25 % i Europa under januari.

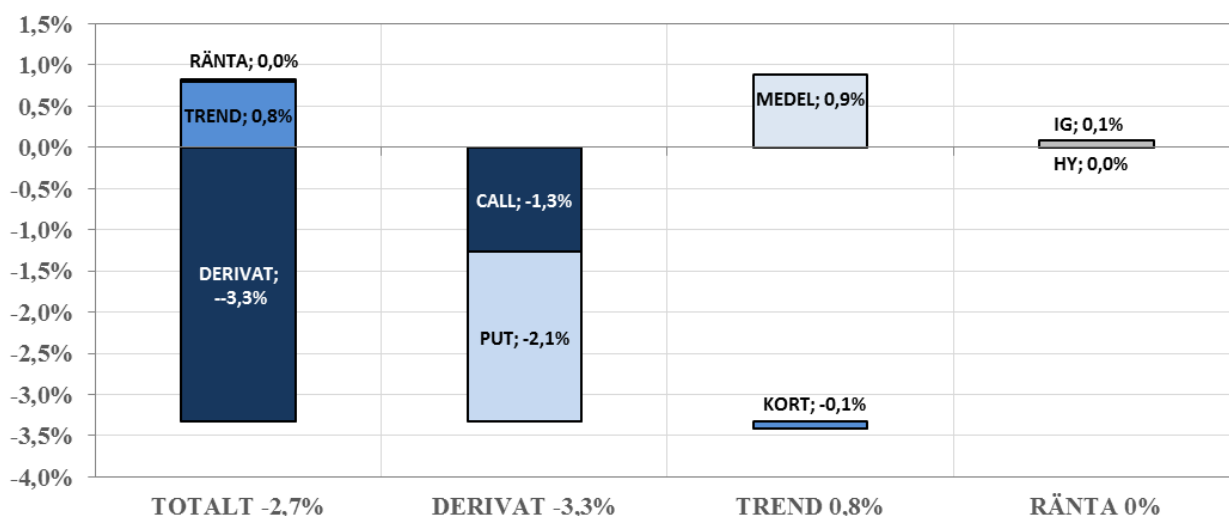
Avkastningen i Crescit minskade under månaden med -2,67 %, vilket var en känslighet på cirka 0,4 av börsernas utveckling. Trendmodellerna hade under månaden en mycket gynnsam utveckling och motsvarade precis det rörelsemönster som vi förväntar av dessa positioner under de marknadsförhållanden som nu råder. Trenddelen bidrog med +0,8 % under januari. Modellerna tjänade bra då de flesta marknader uppvisade rörelser i enlighet med den medellånga trenden. Denna del av portföljen blir nu också mer och mer kort mot aktiemarknaderna. Våra räntepositioner bidrog också positivt, +0,03 % under månaden.

När det gäller våra derivatpositioner så var det negativa bidraget -3,3 % under månaden och hela beloppet transformerades om till s.k. tidsvärde i fonden. Rörelserna på börserna innebär i sin tur att vi nu 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. Går marknaderna fortsatt nedåt under 2016 kommer vi framöver successivt att "koppla loss" från index och börja 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 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 också. I **figur 1** ses en schematisk bild över detta fenomen. I figuren kan vi se att värdet av just denna enskilda position nu är -17,6%, vilket innebär att tidsvärdet är detsamma. Denna kommer förfalla till 0 % på slutdagen om barriären inte bryts eller om indexet stänger på en nivå som är lägre än ingångsnivån. Om indexet stänger högre än ingångsvärdet så erhålls börsavkastningen räknat från startpunkten upp till +20%.

Figur 1



Value at Risk i fonden steg kraftigt under januari och låg vid månadskiftet på 1,37 % (jmf med 0,88 % i december). I skrivande stund har ränteboken en duration på drygt 4 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,71 % per år. Kreditbindningen är nu 2 år och 9 månader i portföljen. I totalkolumnen i **figur 2** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling under januari för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

Figur 2


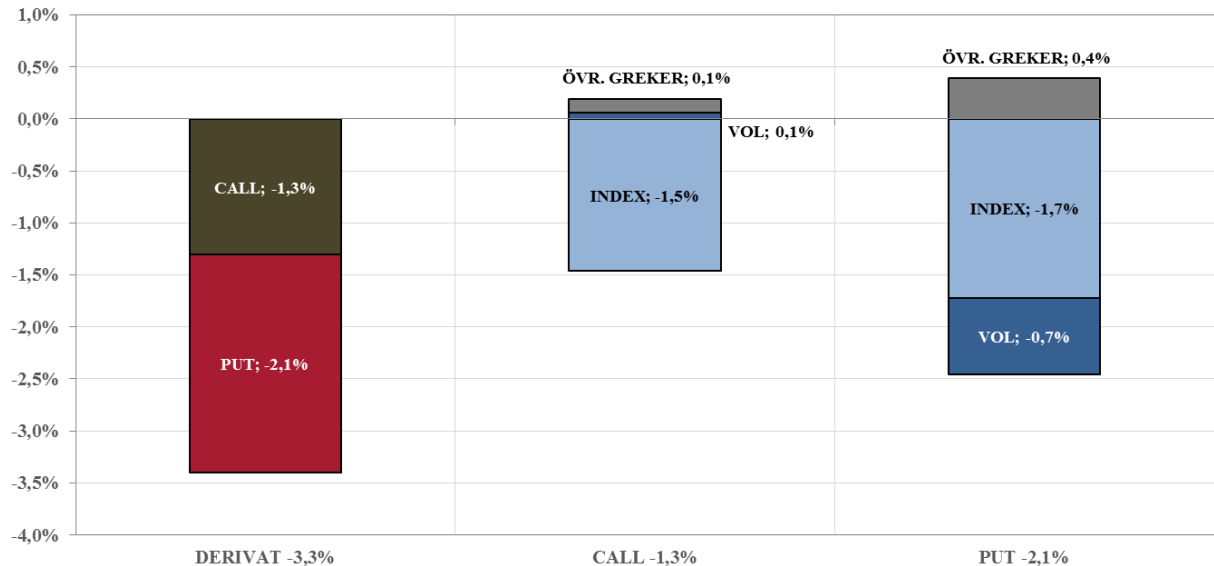
De kraftiga börsfallen under senaste månaderna har lett till ett konstant prat om recession, eller snarare rädsla för densamma. Mot bakgrund av detta faktum kan vi konstatera att arbetslösheten i de flesta länder t.ex. USA är mycket låg för tillfället och inga tidiga tecken på att den skulle börja gå åt andra hållet går att skönja. Tillväxten i BNP backade i och för sig under Q4 för en del länder, men är fortsatt starkare eller i linje med 2014 i de allra flesta länderna. Tittar vi på klassiska mått såsom privatkonsumtion, tillväxt i reallöner och sparandekvot är recessionslampan släkt. Här servi tveklöst mer och mer effekt av det historiskt låga oljepriset. Addera därtill centralbanker som verkligen står på tå och är livrädda för recession. Som om detta inte vore nog så har en stor majoritet av bolagsrapporterna för 2015 inte varit någon katastrof utan snarare har de visat sig vara klart bättre än förväntningarna.

Om vi fokuserar på puttarna så kan vi se i **figur 3** att de tappade -2,1 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av -0,7 % vol (volatilitet), -1,7 % indexrörelse samt +0,4 % "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 4**. Snittbarriären ligger per månadskiftet på -25 % (i december låg den på -30 %). 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 +4,9 %. Utöver detta tillkommer ca +1,5 % i vanliga säljoptioner.

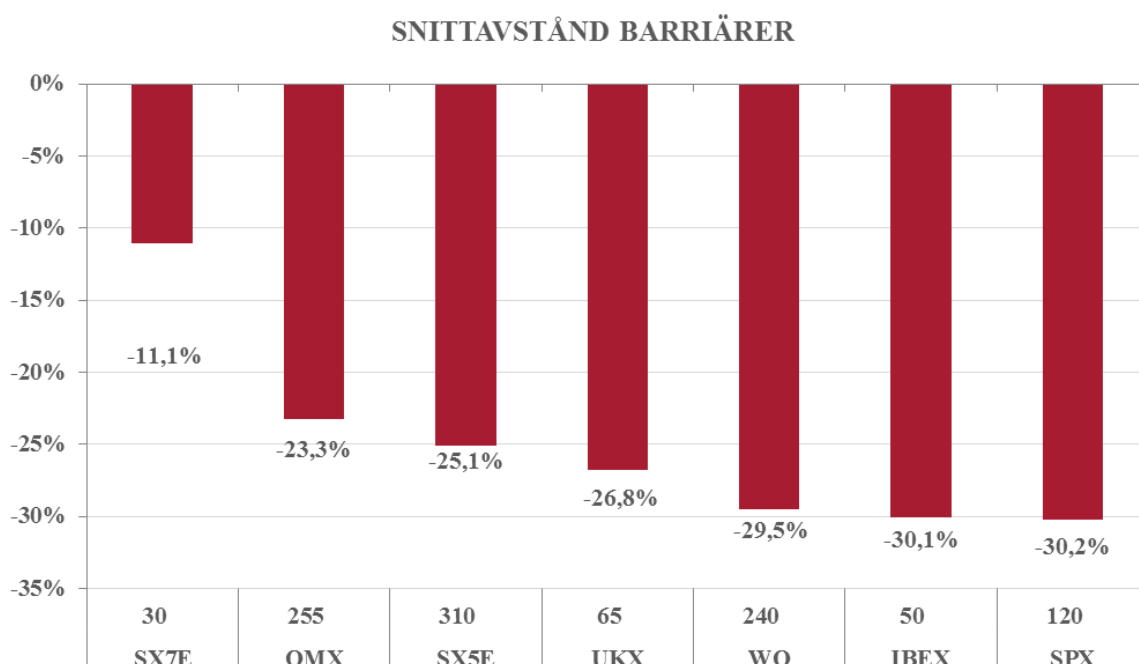
Figur 3



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 stora upparbetade tidsvärden som vart efter tiden går kommer att komma tillbaka på fondens NAV förutsatt att inte de sålda barriärnivåerna bryts. Mer än hälften 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 mycket väl positionerad för flertalet marknadsutvecklingar. Får vi en nedåtgående/sidledes börs under året kommer våra tidsvärden att ticka in (se figur 1). 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.

Under månaden hade Crescit fortsatt inflöde av nytt kapital till fonden. Under januari flyttade bolaget till större lokaler 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%
2016	-2,67%												-2,67%

Jonas & Gustav

Stockholm den 4 februari 2016