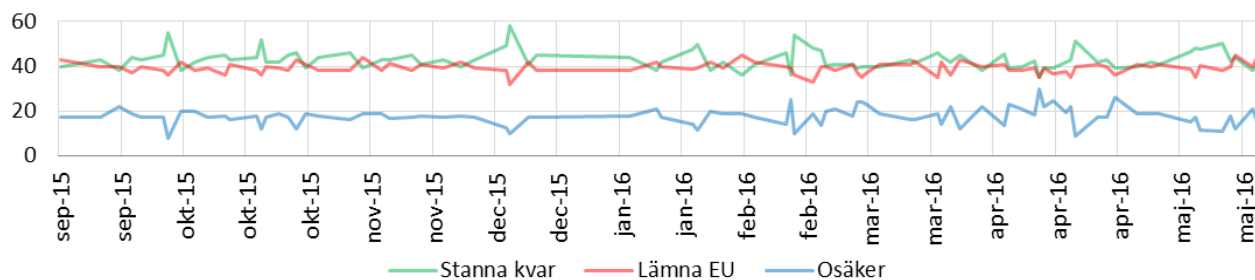


Världen håller andan i väntan på folkomröstningen i Storbritannien. Extremt låga långräntor håller i sig.

Avkastningen i Crescit var positiv under månaden och fonden steg med +0,76 %, vilket innebär att avkastningen för 2016 nu är positiv och uppgår till +0,27 %. Per den sista maj är känsligheten (beta) för de senaste 12 månaderna negativ mot alla större börser utom FTSE100 och S&P 500. De index som vi har störst positiv relativavkastning gentemot är OMX och SX5E. Detta innebär samtidigt att vi fortsätter att bygga en "bro" över de pågående fallen i borsindex för att när det väl vänder ha torrt krut kvar för borsuppgång i form av nyrullade derivatpositioner som behållit hela ursprungskapitalet under fallet, dvs. de har inte brutit sina barriärer.

Den "mittfåra" som vi beskrevs i det förra månadsbrevet har under de senaste 4-5 veckorna transformerats om till ett "vänta och se" läge där handeln på finansmarknaderna karakteriseras av stor försiktighet. Under maj 2016 kom borsutvecklingen att röra sig i paritet med väderleken, dvs. det blev bättre och bättre desto längre månaden led. Samma fenomen uppvisade de långa räntorna och föll med mellan 15-30 baspunkter beroende på vilken geografisk marknad man väljer att fokusera på. Under första veckan i juni har de fortsatt låga inflationssiffrorna tillsammans med sysselsättningssiffror från USA, "Brexit"- och annan generell oro tryckt ner långräntorna till nya bottenrekord. Ett exempel på detta är den tyska 10 åriga statsräntan som i skrivande stund ligger på omkring +0,06 %, vilket är t o m ännu lägre än rekordnivåerna som noterades under mitten av april 2015. Nu behövs det inte mycket till innan vi får se negativa 10 års räntor även i Tyskland. Det som blivit tydligt under våren, i spåren av dessa extrema räntenivåer, är att kapitalplaceringarna i Europa och norden fortsätter att revidera ner sina avkastningskrav på sina portföljer.

Mot bakgrund av tidigare historiska mönster torde vi börja se en ny uppgångsresa på börserna med start i juni – december i år, men skillnaden denna gång är som påpekats i våra tidigare månadsbrev att börserna i USA inte ens börjat gå ned än. Just nu kommer det allt mer positiva signaler från Europa med förbättrade index gällande affärsklimatet samt starka siffror från tillverkare av kapitalvaror. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin i Tyskland uppvisar också samma positiva tongångar och ekonomin ser ut att få en robustare tillväxt under sommaren och resten av året. Förväntningarna på produktion, investeringar och konsumtion är väldigt lågt ställda, vilket gör att om inget av de skrämmande scenarierna vi nu känner till materialiseras så borde aktiemarknaderna kunna överraska positivt. Det som dock inte går att bortse ifrån just nu är den stora binära händelsen som sker i Storbritannien den 23 juni då britterna går till valurnorna för att folkomrösta huruvida landet skall stanna kvar eller lämna den europeiska unionen. I opinionsundersökningarna har alternativet "stanna" ända sedan slutet av 2014 varit i majoritet, men under den senaste månaden har "lämna" sidan kommit ikapp och i vissa undersökningar även gått förbi. För en schematisk bild över utvecklingen se **figur 1**. Det är fortfarande med 2 veckor kvar till valet minst 15 % osäkra väljare. Naturligtvis skulle Brexit-utfallet kortsiktigt skapa en väldig osäkerhet inom en rad olika områden och självklart kommer ovissheten då att synas på de finansiella marknaderna i månader framöver.

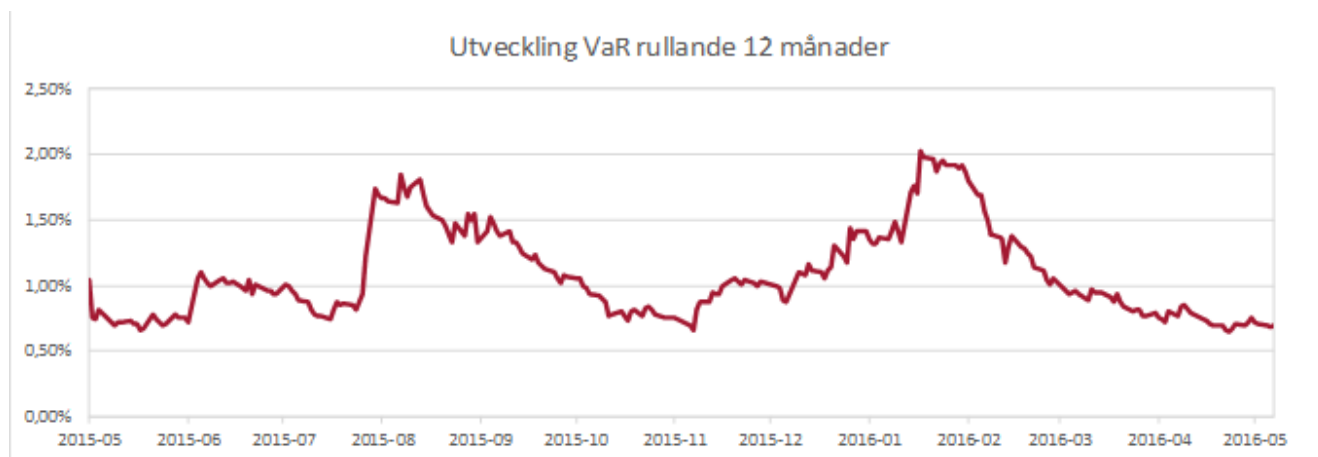
Figur 1


Trendmodellerna bidrog negativt under månaden men motsvarade det rörelsemönster som vi förväntar oss av dessa positioner i de marknadsförhållanden som rådde under månaden. Trenddelen tillsammans med övriga skydd tappade -0,6 % under maj. Modellerna tjänade under årets 2 första månader mycket bra då de flesta marknader uppvisade rörelsemönster i enlighet med den medellånga trenden. Denna del av portföljen är nu neutral till svagt negativ mot aktiemarknaderna. Våra räntepositioner bidrog positivt även denna månad med en avkastning på +0,2 % under månaden.

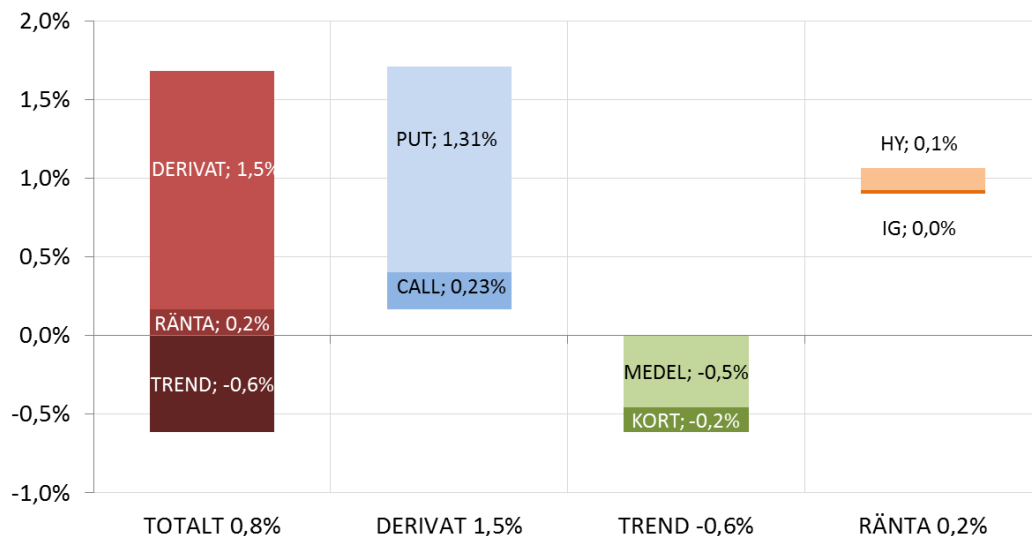
När det gäller våra derivatpositioner var det positiva bidraget ganska stort; +1,6 % under maj månad. Den starka månadssiffran fick främst understöd från kraftigt fallande volatilitet men även det faktum att positionerna i derivatboken ligger med tidsvärden där ytterligare 1 månad med positiva börser passerat. Att tiden går innebär för dessa positioner att en del av det negativa marknadsvärdet (tidsvärdet) kommer tillbaka in i boken då värdet på slutdagen söker sig mot noll från ett negativt värde. Eftersom de underliggande indexen för våra derivatpositioner på aggregerad nivå gick i sidled under maj så ligger vi kvar ungefär i mitten av våra barriärer och fonden är därmed väldigt bra positionerad för en aktiemarknad som rör sig antingen uppåt eller nedåt (dock inte större fall än drygt -25 %) under återstoden av detta kalenderår.

Då en hel del av de tidsvärden fonden hade i mitten av februari tagits tillbaka och osäkerheten inför valet i Storbritannien är betydande har vi successivt sålt mindre barriärer den senaste tiden. Detta för att minska risken inför valet. Vi har även köpt tillbaka några barriärer där vi bedömer att avkastningen i förhållande till risken är alldeles för låg. På detta sätt skapar vi också utrymme i fonden för att ta mer risk om marknaden skulle fortsätta att falla under sommaren. Går marknaderna fortsatt i sidled eller nedåt under 2016/2017 kommer vi med nuvarande derivatbok att successivt "koppla loss" allt mer från börsindex och generera ett mycket positivt resultat relativt börserna (vi får även allt mer "torrt krut" för framtida uppgångar). Bli det istället en marknad som hastigt ökar i värde (t.ex. +5 % på 0-3 månader) kommer Crescit inte att påverkas så mycket eftersom derivatpositionerna har i snitt 8 % upp till startvärdena, värdet kommer istället från det insamlade tidsvärdet. Sannolikheten att bryta positionernas barriärer i nuvarande portfölj bedömer vi som mycket osannolikt.

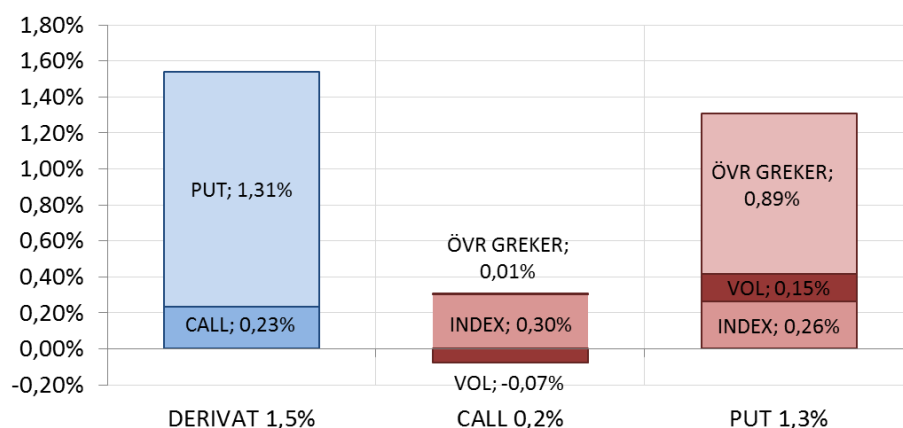
Value at Risk i fonden fortsatte ner även i maj trots den kraftiga nergången under mars och april. VaR låg vid månadskiftet på endast 0,68 % (jmf med 0,80 i april). För en bild över faktisk VaR-utvecklingen sedan starten av fonden se **figur 2** nedan.

Figur 2


SX5E och OMX är de index vi har störst risk i, följt av CAC, IBEX samt SPX. Risken i UKX är medvetet mycket låg i och med osäkerheten kring valet att stanna i EU den 23 juni. I skrivande stund har ränteboken en duration på 1 år och 5 månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,43 % per år. Kreditbindningen är nu 2 år och 4 månader i portföljen. I totalkolumnen i **figur 3** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling under maj för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

Figur 3


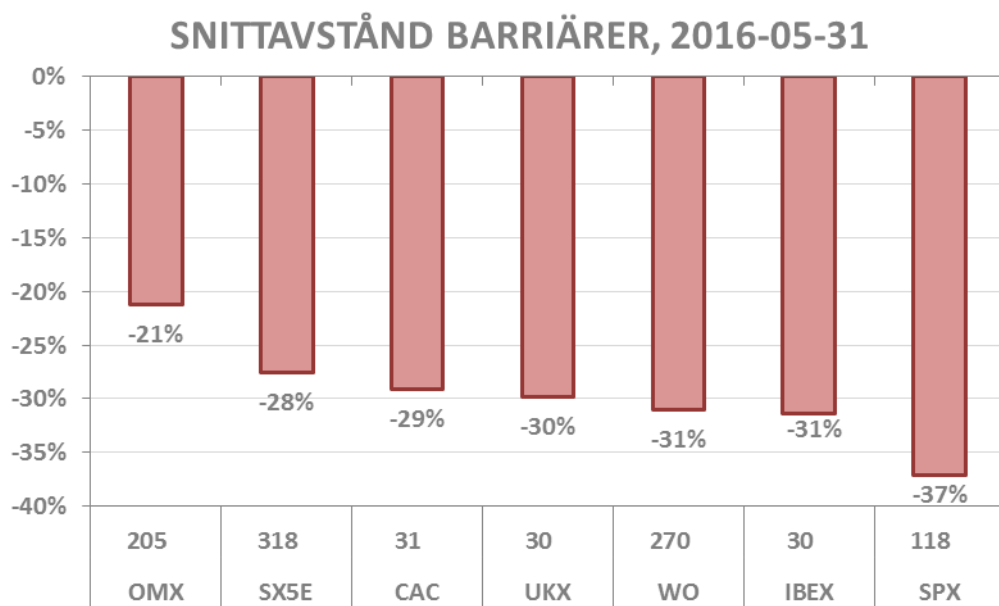
Om vi fokuserar på puttarna i Crescit kan vi se i **figur 4** att de steg med 1,3 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av +0,15 % vol (volatiliteten sjönk under maj månad), +0,26 % i indexrörelse samt +0,89 % "övriga greker", dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc. Premierna vi erhåller för att sälja barrieroptioner har fortsatt kommit ner en del under maj, men är fortfarande högre än jämfört med när börsen toppade i april ifjol. Vi bedömer att det, under en inte alldeles för avlägsen framtid, finns stor sannolikhet att vi återigen kommer att få stigande volatilitet i marknaden och då kunna erhålla riktigt bra betalt genom att sälja barrieroptioner.

Figur 4


När det gäller calls gäller samma principer. "Övriga greker" steg under månaden med +0,01 %. För majoriteten av calls-positionerna måste dock börserna gå upp rejält för att fonden skall kunna ta tillbaka det förlorade indexvärdet. Indexvärdet steg med +0,30 % som en följd av att callsen kom närmare sitt ursprungliga startvärde i och med stigande börser.

Det sista stora bidraget i puttarna, dvs. indexrörelsen kom också delvis tillbaka på fondens NAV under månaden. Här ligger dock fortsatt tidsvärden och bryter vi inte de sålda barriärnivåerna kommer även denna del att ticka in i NAV:et under kommande år. Dessa barriärer ligger just nu på betryggande avstånd och kan i detalj studeras i **figur 5**. Snittbarriären ligger per månadskiftet på -28,5 % (i april låg den på -28 %). Detta innebär att börserna i snitt kan falla med -28,5 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan fortfarande tillgodoräkna sig en avkastning på omkring +3 %.

Sammantaget är fonden nu precis som tidigare under året 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. Vid kraftig börsuppgång kommer även samtliga köpoptioner att bli värdefulla.

Figur 5


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%	1,19%	0,09%	0,76%								0,27%

Jonas & Gustav

Stockholm den 5 juni 2016