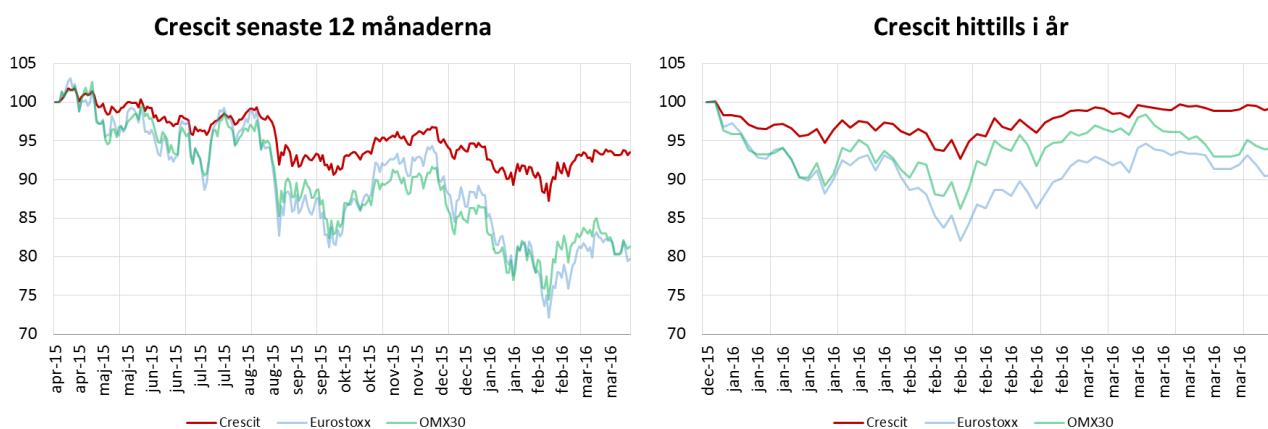


Spänd förväntan inför bolagens kvartalsbokslut, utvecklingen kring valet i UK samt Trumps framgångar

Årets första kvartal är till ända och utfallet för aktiemarknaderna blev i de allra flesta länderna negativt. Europeiska aktier uppvisar förhållandevis svaga siffror; Eurostoxx 50 indexet tappade -8,04 % samtidigt som tyska DAX indexet gick ner med -7,24 %. I Sverige föll OMX30 med -5,61 % under årets första 3 månader. Utav de stora aktiemarknaderna i världen var det endast USA som uppvisade en positiv avkastning (S&P 500 steg +0,77 %) under första kvartalet. Intressant att notera är det faktum att Europa i skrivande stund har avkastat ungefär -21 % sämre än USA under de senaste 12 månaderna. Trots detta är de aggregerade värderingarna i USA fortfarande lägre än i Europa. Oljepriset (Brent) fortsatte upp med ytterligare +10 % under mars och stängde därmed kvartalet med en uppgång på +6,22 %.

Avkastningen i Crescit var återigen stark under månaden och fonden steg med +1,19 %, vilket innebär att avkastningen för första kvartalet 2016 stannar på -0,57 %. Detta är en känslighet på endast 0,05 mot Eurostoxx och 0,07 gentemot OMX30. Detta innebär att vi för tillfället bygger en bro över de pågående fallen i index för att när det väl vänder ha torrt krut kvar för börsuppgång i form av nyrullade derivatpositioner som behållit hela kapitalet under fallet. I **figur 1** nedan ses Crescits avkastning jämfört med de två index där vi har störst exponering. När börsen fallit under den löptid som positionen levte, men den befintliga barriären inte bryts, har positionen inte förlorat några pengar (för en schematisk bild över detta fenomen när en position befinner sig mitt i en barriär hänvisar vi till januari månadsbrev).

Figur 1



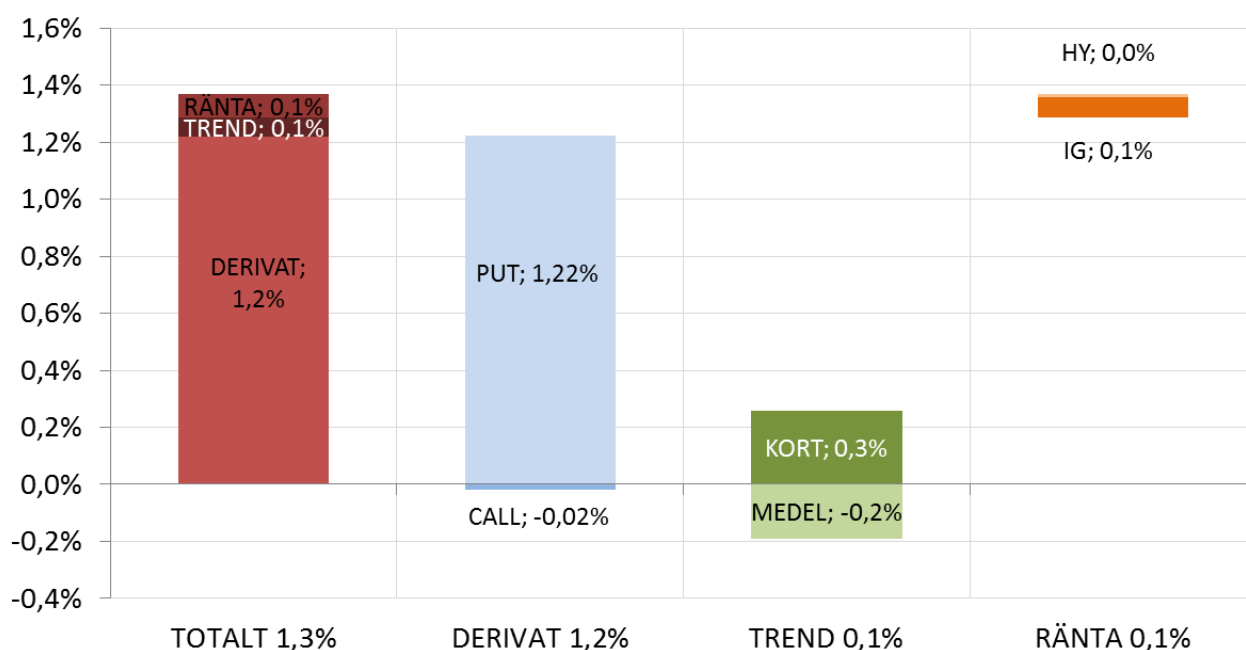
Trenddelen tillsammans med övriga skydd bidrog med +0,1 % under mars, vilket ger ett bidrag på +2,3 % hittills under 2016. Modellerna har under året tjänat bra då de flesta marknader uppvisat rörelsemönster i enlighet med den medellånga trenden. Denna del av portföljen är nu i stort sett neutral mot aktiemarknaderna. Våra räntepositioner bidrog också med positiv avkastning och steg +0,1 % under månaden.

När det gäller våra derivatpositioner var det positiva bidraget +1,2 % under mars månad. Den starka månadssiffran fick ett fint bidrag ifrån en position som legat med stort tidsvärde (dvs. nära sin barriär) som förföll under mars. Förfallet av positionen gjorde att fondens stora tidsvärde minskade lite. Även om de underliggande indexen kom tillbaka under mars så ligger vi fortfarande ungefär i mitten av våra barriärer och fonden är därmed bra positionerad för en aktiemarknad som rör sig antingen uppåt eller nedåt (dock inte mer än ca -25 %) under återstoden av detta kalenderår. Tiden blir snabbt en allt viktigare faktor för Crescit om börserna framgent fortsätter att falla, eftersom tidsvärdena då utfaller som positiv

marknadsvärdering i fonden. Går marknaderna fortsatt i sidled eller nedåt under 2016/2017 kommer vi därmed successivt att "koppla loss" än mer från börsindex och fortsatt generera positivt resultat (allt mer torrt krut för framtida uppgångar). Får vi emellertid en marknad som hastigt tappar i värde (0-3 månader) kommer också Crescit att påverkas negativt på framförallt de långa derivatpositionerna (länge än 15 månader) eftersom sannolikheten att bryta positionernas barriärer då tillfälligt speglas i priset. Om marknaderna istället går upp har vi just nu också en hög positiv känslighet mot den typen av rörelse.

Value at Risk i fonden gick ned kraftigt under mars och låg vid månadsskiftet på 0,95 % (jmf med 1,80 % i februari). SX5E är det index vi har störst risk i, följt av OMX, SPX samt UKX. I skrivande stund har ränteboken en duration på 2½ månader. Den löpande avkastningen uppgår till +1,68 % per år. Kreditbindningen är nu 1 år och 8 månader i portföljen.

I totalkolumnen i **figur 2** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling under februari för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

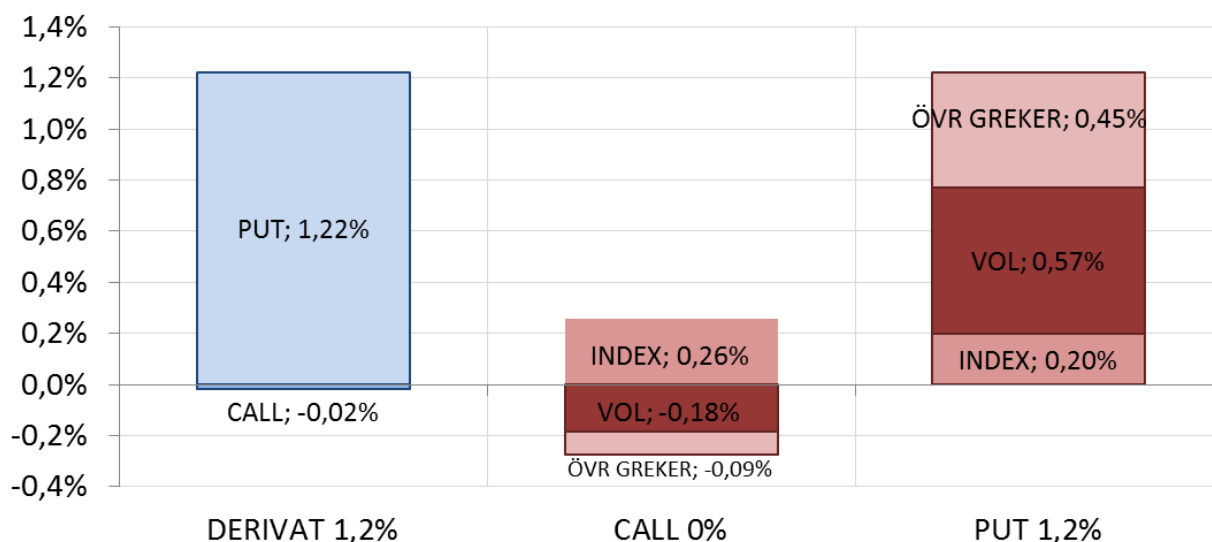
Figur 2


Den nedåtgående trenden på världens börser under de senaste månaderna 12 månaderna fortsatte på en del börser under mars. Börserna i USA steg dock relativt mycket efter att FED levererat mjuka besked under mitten av månaden (bl a tror amerikanska centralbanken inte att inflationen når målet innan 2018). Detta ledde till en svagare US-dollar under månaden, vilket gör läget för en kronfokuserad Riksbank knepigare igen. Dock verkar allt mer tyda på att riksbanken plötsligt börjat tveka kring sin tidigare kommunikation om att göra mer kvantitativa lättnader så länge som inte inflationen tar fart. Det känns som att reträtten från den superexpansiva penningpolitiken med lägre och lägre räntor börjar närmar sig. Därmed kommer det att bli väldigt intressant att se vad Ingves tar upp i sitt tal "Tid för omprövning – i huvudet på en centralbankschef" under inledningen av april. Liknande signaler skickade även Mario Draghi vid presskonferensen efter ECBs senaste möte genom att säga att ECB just nu inte räknar med att sänka räntan ytterligare. Han ville skicka en tydlig signal till marknaden: det finns en räntebotten eftersom kraftigt negativa räntor är mycket skadligt för banksystemet. Andra tolkningar som gavs utrymme i debatten är att

även ECB börjar komma till insikten att penningpolitiken har nått vägs ände och att de problem som återstår för ekonomin måste lösas på andra sätt. Det känns lite oroande om penningpolitiken över världen snart nått vägs ände.

Om vi fokuserar på puttarna i Crescit kan vi se i **figur 3** att de steg med +1,22 % i marknadsvärde under månaden. Denna värdeförändring består i sin tur av +0,57 % vol (volatiliteten sjönk markant under mars månad), +0,20 % indexrörelse samt +0,45 % "övriga greker", dvs. parametrar såsom tid, ränta, etc. Detta påvisar att fonden tjänar pengar vartefter tiden går, förutsatt att inga barriärbrott inträffar, samt att förfall i enskilda positioner som legat med stora negativa tidsvärden bidrar till totalen på ett positivt sätt. När volatiliteten sjunker såsom i mars ger även den en markant påverkan på avkastningen. Det är därtill mycket tillfredsställande att konstatera att premierna vi erhåller för att sälja barriäroptioner idag jämfört när börserna toppade i april ifjol är över dubbelt så stora. I vissa index börjar vi närma oss nivåer som sågs strax innan finanskrisen 2008.

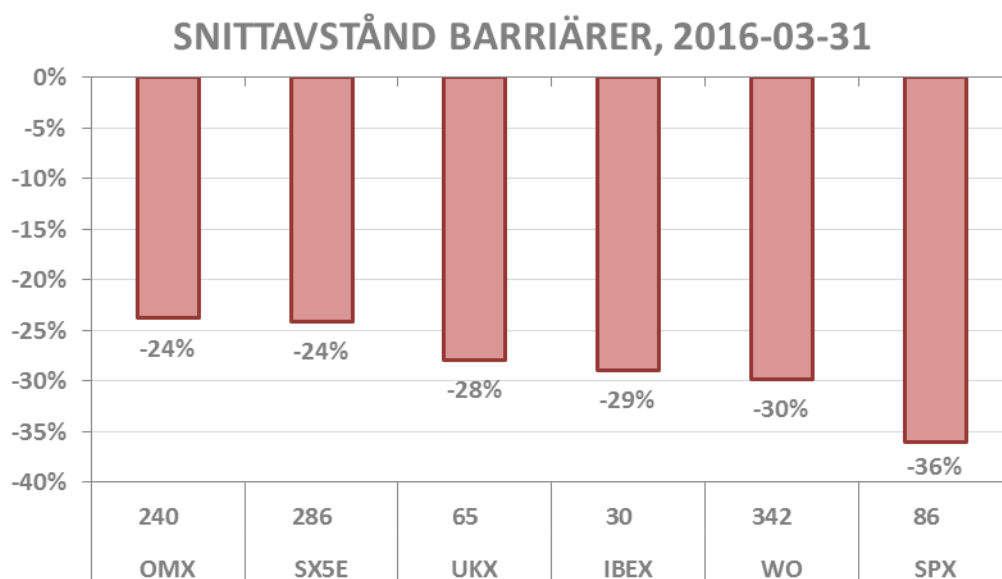
Det sista stora bidraget i puttarna, dvs. indexrörelsen kom också delvis tillbaka på fondens NAV under månaden. Här ligger dock fortsatt stora tidsvärden och bryter vi inte de sålda barriärnivåerna kommer även denna del att ticka in i NAV:et under kommande år. Dessa barriärer ligger just nu på betryggande avstånd och kan i detalj studeras i **figur 4**. Snittbarriären ligger per månadskiftet på -27 % (i februari låg den på -25 %). Detta innebär att börserna i snitt kan falla med -27 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan fortfarande tillgodoräkna sig en avkastning på drygt +5,1 %.

Figur 3


När det gäller calls gäller samma principer. Vol samt "övriga greker" kommer att materialiseras vid förfall. För majoriteten av calls-positionerna måste börserna dock gå upp rejält för att fonden skall kunna ta tillbaka det förlorade indexvärdet.

Som fondandelsägare i Crescit har man fortsättningsvis upparbetade tidsvärden som vart efter tiden går kommer att komma tillbaka på fondens NAV förutsatt att inte de sålda barriärnivåerna bryts. Cirka 65 % 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. 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 köpoptionerna då att bli värdefulla.

I och med detta månadsbrev har Crescit nu funnits i 3 år. Tiden har gått otroligt snabbt och fonden har sakta men säkert vuxit till det dubbla sedan starten. Vi har även dubblat antalet anställda och satsat mycket kapital på att skapa en organisationsstruktur som nu är väl rustad för att fortsätta växa i storlek under de kommande åren. Den typ av marknad som vi nu ser samt den stora ovissheten som råder på finansmarknaden kommer under de kommande åren att verka gynnsamt för de strategier som Crescit använder för att söka avkastning.

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%										-0,57%

Jonas & Gustav

Stockholm den 5 april 2016