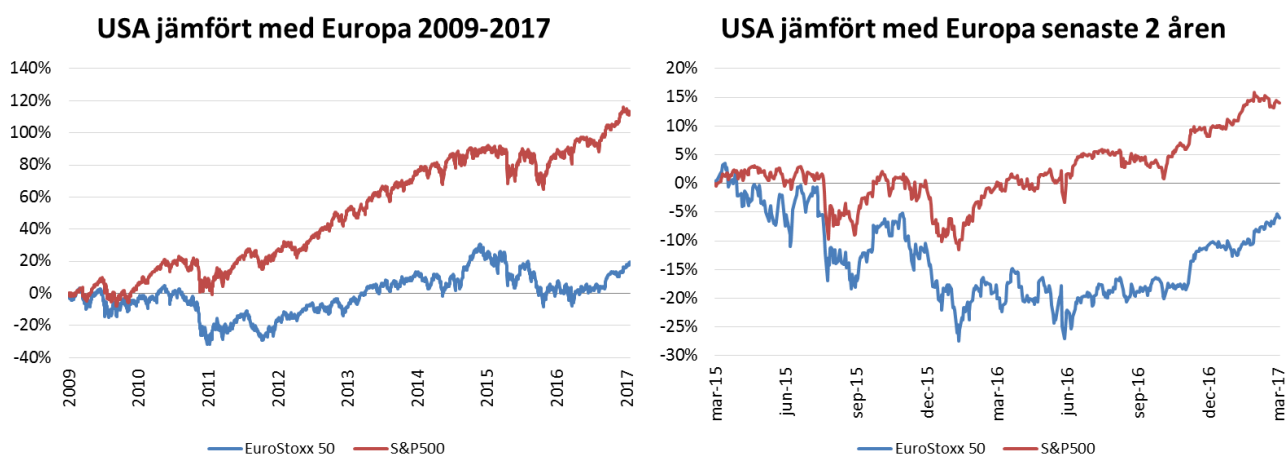


## Lugnet före stormen på världens aktiemarknader? Gryende tillväxt och stigande inflation i EU.

Avkastningen i Crescit var positiv under månaden och fonden ökade med +1,05 %, vilket innebär att avkastningen för de senaste 12 månaderna uppgår till +5,76 %. Avkastningen under årets första kvartal blev +2,67 %. Fondens samtliga avkastningsdrivare (derivat, trend samt ränta) bidrog med positiv avkastning under årets första kvartal. Volatiliteten på världens aktiemarknader ligger fortfarande på extremt låga nivåer. Både V2X-indexet (europeisk volatilitet) och VIX-indexet (amerikansk volatilitet) befinner sig nu på de nivåer där det tidigare bottnat. Dessa lågvattenmärken skedde under 2007 och i januari 1994.

I USA uppvisade aktiemarknaderna ovanligt små indexrörelser under de flesta av månadens handelsdagar och indexet slutade månaden med en liten nedgång på -0,04 %. Bolagsresultaten för fjolåret blev klart starkare än förväntat på de allra flesta håll. Den gryende optimismen som vi sett komma för Europa under de senaste månaderna stärktes ytterligare i samband med resultatet i det holländska valet. Samtidigt pekar det mesta mot att det franska presidentvalet inte kommer att vinnas av Marie Le Pen och därmed blir det inte heller den potentiella skräckhistorien som många målar upp. Det negativa bruset som uppstått omkring Le Pen kommer med stor sannolikhet att ebba ut omedelbart efter den andra valomgången i maj. Mot bakgrund av bl.a. detta men även starkare tillväxtoptimism steg aktieindexet Eurostoxx 50 kraftigt med +5,46 % under månaden. Vi skall dock komma ihåg att börsutvecklingen i Europa i jämförelse med utvecklingen i USA har varit väldigt svag både på längre sikt men även under de senaste åren, se **figur 1**. Börsen i Sverige hade en lugnare månad och OMX30-indexet steg under mars med +1,11 %. Utav de stora aktiemarknaderna i världen fortsatte bl.a. Indien att prestera fin positiv avkastning – upp +3,31 % under månaden. I Storbritannien steg börsen med +0,82 %. Hong Kong föll under mars och stängde -0,24 %, vilket ändå innebär en uppgång på 9,35 % under 2017. Oljepriset (Brent) bröt under månaden igenom spannet 53-57 USD/fat på nedsidan och föll till 50,56 USD/fat, därefter steg priset och stängde mars på 53,70 USD/fat.

**Figur 1**



När det gäller centralbankerna och deras agerande över de kommande 24 månaderna är det vedertaget i marknaden att korta räntor är på väg uppåt. Även långräntorna kommer sannolikt att stiga under de kommande åren. I Sverige steg 10 årsräntorna med nästan 30 punkter under inledningen av månaden men föll sedan tillbaka och steg med endast 8 baspunkter under mars. Svenska 10 årsräntan ligger nu på 0,60 %. I USA är FED's egen prognos att räntan kommer att höjas två gånger till under 2017 och sedan ytterligare 3 gånger under 2018. Marknaden hade kanske förväntat sig ännu lite mer och därför föll långräntan i USA med 25 baspunkter från FED's besked den 15 mars fram till månadsskiftet. ECB skruvar från och med

månadsskiftet ner sina månatliga värdepappersköp med 25 % till 60 miljarder euro. Det är fortfarande massiva stödköp; som en intressant jämförelse kan vi notera att en månads ECB-köp motsvarar vad hela EU kräver att Storbritannien ska betala i "skilsmässokostnad".

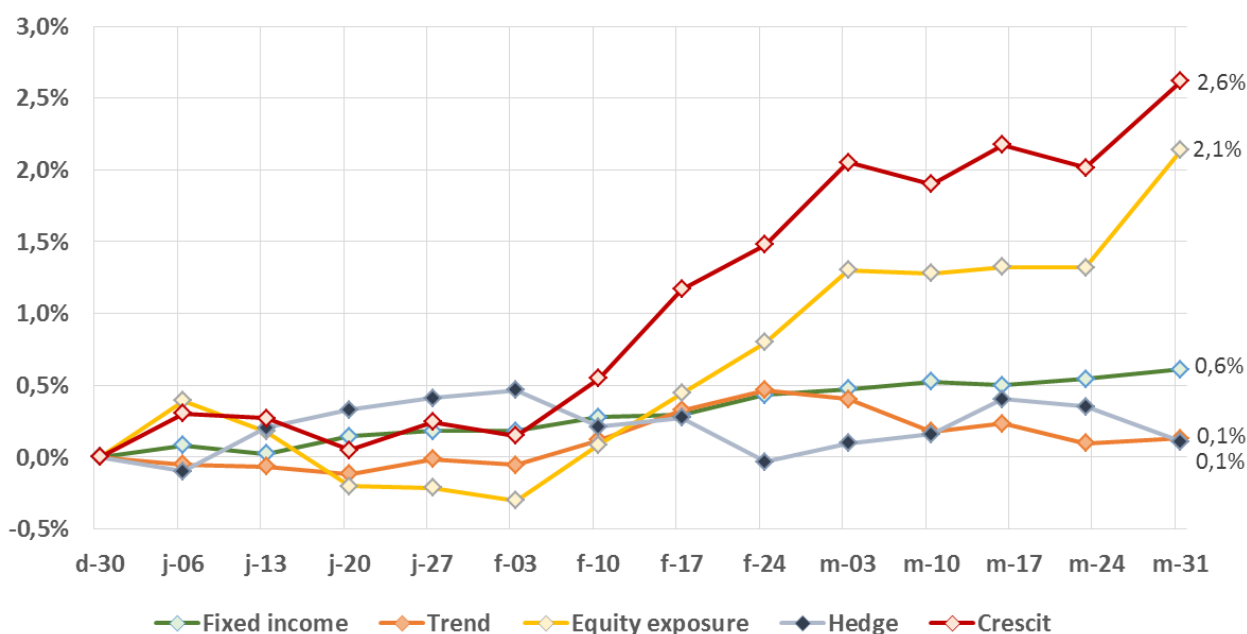
I totalkolumnen i **figur 2** ses en nedbrytning av marknadsvärdets utveckling hittills under året för respektive avkastningsdrivare i Crescit. Totalavkastningen redovisas inklusive förvaltningsavgift medan respektive avkastningsdrivare redovisas utan förvaltningsavgift.

Trendmodellernas avkastning föll under månaden och stod för ett negativt bidrag på -0,3 %. Förlusterna i trenddelen under månaden genererades främst i räntesegmentet då modellerna ligger för ränta upp. Aktieindexens korta trend fortsatte också uppåt under månaden vilket främst kan härledas till de Europeiska börserna som fortsatte upp även i mars.

Som helhet blev mars tyvärr en besvikelse för trenddelen, inte minst mot bakgrund av att februari bröt den långa förlustraden som skapats i detta segment ända sedan sommaren 2016. Bidraget under första kvartalet 2017 blev +0,1 %. Det är alltid viktigt att komma ihåg att fondens exponering mot olika trendmodeller har minskat risken väsentligt i fonden över tid, särskilt under de perioder när volatiliteten varit som allra störst. Newedge-index för trendföljande hedgefonder var ner -0,75 % under mars. Våra valutaskydd gick i sidled under månaden och stod för ett positivt portföljbidrag på +0,13 %.

Våra räntepositioner hade en positiv utveckling under månaden och bidrog med +0,09 % efter att våra innehav i High Yield obligationer avkastat +0,43 %. Våra innehav i investment grade paper hade ett positivt bidrag på +0,01 %. För året som helhet har räntepositionerna gett ett bidrag på 0,6 %. I skrivande stund har ränteboken en löpande avkastning som uppgår till +1,52 % per år. Kreditbindningen är nu 1 år och 5 månader i portföljen.

**Figur 2**



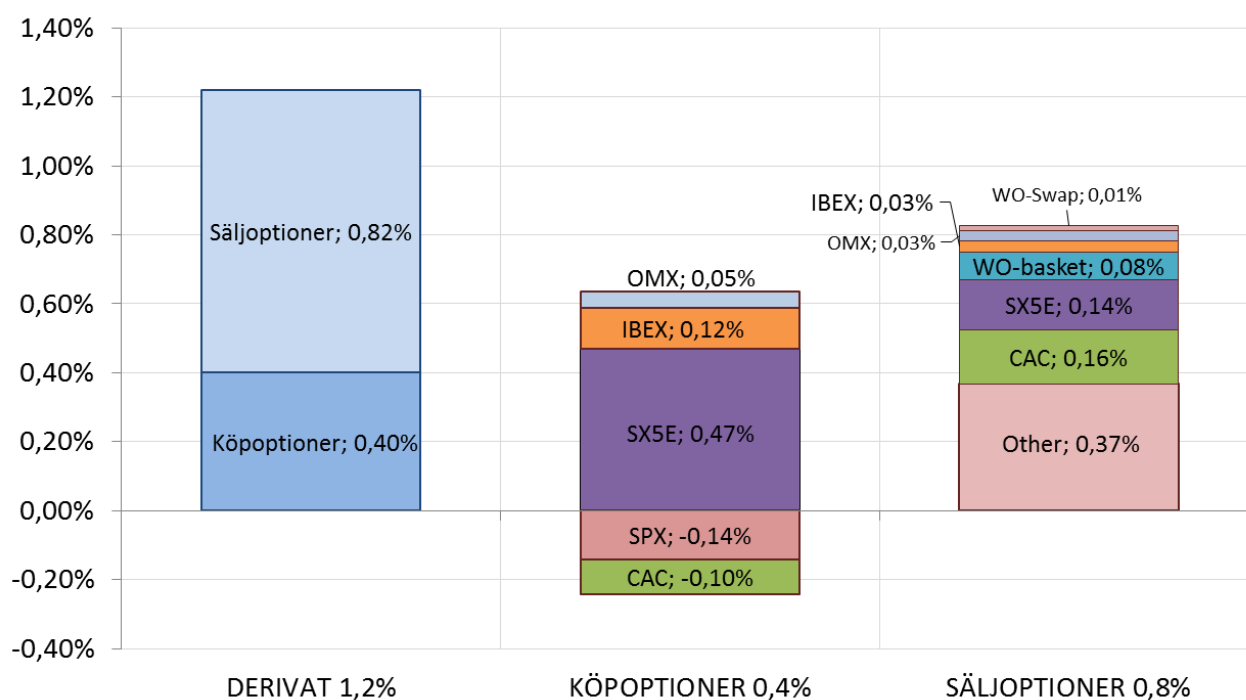
När det gäller våra derivatpositioner hade vi återigen ett starkt positivt bidrag på +1,23 % under mars månad. Månadssiffran är dels ett resultat av framförallt stark börsrörelse i EuroStoxx-indexet där vi är mest aktiva. Volatiliteten gick neråt under månaden vilket dock hade en svagt positiv inverkan på våra derivat. Under mars ökade värdet på våra köpoptioner på samtliga marknader. Vi fick även upp värderingarna på våra sålda

barrieroptioner mot framför allt EuroStoxx och OMX. Vår långa exponering mot den spanska börsen hade en stark månad.

Under månaden utnyttjade vi den extremt låga volatiliteten i Europa för att köpa tillbaka sålda barriärer och köpa köpoptioner. Den historiskt låga realiserade såväl som implicita volatiliteten har medfört att vi fortsatt kunnat ta hem vinst i optionskontrakt med kort löptid och rulla om optionerna till låga premier utan att behöva ställa någon risk (sälja optioner/barriärer). Utrymmet att addera mera risk finns fortsatt och vi ser med tillförsikt fram emot att viss riskaversion framöver skall infinna sig på aktiemarknaden och då föra med sig bättre premienivåer för sålda optioner. På trendsidan fortsätter vårt idoga arbete med att omstrukturera boken utifrån den befintliga risken vilket tydligt har betalat sig såhär långt under innevarande år. De traditionella trendmodellerna vände åter nedåt under mars och gör därmed ett svagt kvartal medan andra modeller klarat sig betydligt bättre. Fortsatt omstrukturering är att vänta under våren och sommaren. Exponeringsmässigt har vi i nuläget mest derivatrisk mot det breda SX5E-indexet och svenska OMX, följt av franska CAC.

Om vi fokuserar på derivaten i **figur 3** kan vi konstatera att bidraget under mars var starkt. Marknadsvärdet för säljoptionerna ökade med +0,8 % och köpoptionerna med +0,4 % under månaden.

**Figur 3**



Fokuserar vi på enskilda index så är den enskilt största bidraget från EuroStoxx (SX5E-index). När det gäller säljoptionerna som sålt är det intressant att konstatera att alla index tjänade pengar under månaden. En stark bidragande orsak till detta är den fortsatt fallande volatiliteten som gör att värderingarna stiger. Å andra sidan är premierna vi erhåller för att sälja risk fortsatt väldigt låga som en konsekvens av den fallande volatiliteten och ligger klart under sina historiska snittnivåer. Vi bedömer att det i närtid finns en fortsatt stor sannolikhet att vi återigen, i samband med något av de kommande valen i Europa, kommer att få stigande volatilitet på marknaden och vid det tillfället kunna erhålla bättre betalt för att sälja t.ex. barrieroptioner än vad som nu är möjligt.

Våra barriärer för de sålda optionspositionerna ökade ytterligare under mars och ligger just nu på betryggande avstånd och kan i detalj studeras i **figur 4**. Snittbarriären ligger per sista mars på -37,1 %. Således kan börserna vi är exponerade emot i snitt tappa mer än -37 % under de kommande 18 månaderna och fonden kan ändå tillgodoräkna sig en positiv avkastning från derivaten. Vi har även ett antal sålda barriärer på så kallade "worst-of korgar". Dessa korgar består av ett antal olika index (normalt 2-4 stycken), där man tar utgångspunkt i det index som presterat sämst. När man identifierat det index som gått sämst görs mätningen ner till barriärnivån. Vi arbetar även här endast med de största likvida indexen som vi redan har exponering emot i övriga derivatboken. Vilka index det handlar om specificeras i figur 4 under WO-korg och WO-swap.

Fonden är just nu väl balanserad för flertalet möjliga marknadsutvecklingar under innevarande kalenderår. Får vi en nedåtgående eller ihållande sidledes rörelse på börserna framöver kommer våra tidsvärden att ticka in allteftersom. Merparten av känsligheten mot aktiemarknaden härrör från köpta optioner. Detta begränsar fondens känslighet vid kraftiga börsfall mer än normalt. Vi har följaktligen också mer utrymme än tidigare att ta risk genom att sälja säljoptioner utifall att vi får fallande börser. I ett scenario med stigande aktiemarknader kommer vi att ha en positiv avkastning eftersom en majoritet av alla positioner i fonden då kommer att tjäna mer pengar utöver de tidsvärden som erhålls från premierna på befintliga barriär- och säljoptioner.

**Figur 4**
**Snittavstånd för sålda barrieroptioner i Crescit 2017-03-31**


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%	3,00%	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%	-0,66%	1,91%	0,18%	-0,23%	-0,21%	-0,31%	1,51%	2,46%
2017	-0,27%	1,88%	1,05%										2,67%

Jonas &amp; Gustav

Stockholm den 6 april 2017