

Förvaltarna har ordet

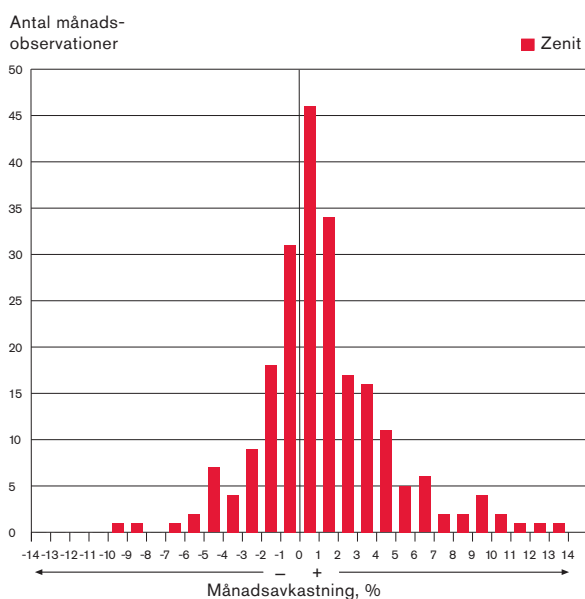
FÖRVALTNINGSFILOSOFI OCH PLACERINGS- INRIKTNING

Zenit är en absolutavkastande fond, även kallad hedgefond, med inriktning mot aktier och aktierelaterade finansiella instrument. Förvaltarna arbetar med en placeringshorisont på cirka sex till tolv månader. Basen för förvaltningsarbetet är fundamental aktieanalys av enskilda bolag, vilken kombineras med affärsorienterad makroekonomisk analys. Detta kompletteras av förvaltarnas uppfattning om marknadsutveckling, momentum och likviditetsaspekter. Fonden har en global inriktning med fokus på Europa och Norden.

Zenits förvaltningsmål är att över tiden generera en årlig positiv avkastning till sina andelsägare. Fondens avkastning ska ha låg korrelation med den allmänna utvecklingen på aktiemarknaden över tiden. Det betyder att Zenits andelsvärde kan öka eller minska oberoende av hur aktiemarknaderna utvecklas. Dessutom ska den riskjusterade avkastningen vara bättre än för en traditionell aktieportfölj.

Som hedgefond utnyttjas både långa och korta positioner i förvaltningen. Ett viktigt mål är att eventuella förluster begränsas genom en riskhantering som syftar till att det insatta kapitalet kan bevaras. Denna förvaltningsfilosofi innebär att fondens avkastningsprofil blir asymmetrisk, det vill säga fonden ska över tiden visa fler vinst- än förlustperioder och i genomsnitt större vinster än förluster.

Frekvensfördelning sedan start



Sedan starten 1996 har Zenit redovisat en månadsavkastning på mellan 1 och 2 procent vid 34 tillfällen. Två tredjedelar av Zenits månadsobservationer överstiger nollstrecket. Historiskt visar fonden därmed en asymmetrisk avkastningsprofil.

SAMMANFATTNING

Zenits avkastning 2014 var 0,50 procent efter avgifter, jämfört med 3,53 procent 2013. Avkastningen 2014 är givetvis otillfredsställande och under vårt avkastningsmål, främst till följd av fjärde kvartalets förluster på positioner inom energisegmentet vilka påverkades mycket negativt av oljeprisets snabba och stora fall (se vidare nedan). Den riskfria räntan, mätt som avkastningen på svenska 90-dagars statskuldväxlar, uppgick i genomsnitt till 0,44 procent under året.

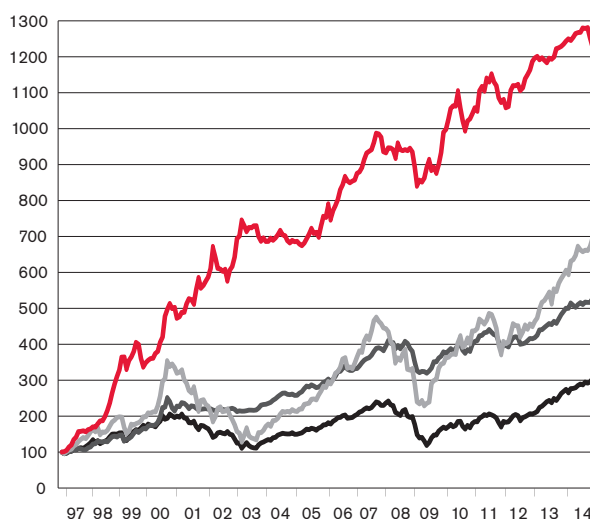
Fondens ackumulerade avkastning sedan starten den 1 juli 1996 uppgår till 1 149,71 procent vilket motsvarar en genomsnittlig årsavkastning på 14,62 procent. Zenits Sharpe-kvot mätt från fondens startdatum till och med den 31 december 2014 uppgår till 1,02 vilket visar att Zenit över tiden haft ett gott utbyte mellan avkastning och risk. För samma period har världsindexet MSCI World en Sharpe-kvot på 0,24.

Även om börsåret 2014 utvecklades positivt sett till det globala aktieindexet MSCI World som steg med 9,81 procent under året, så var den underliggande globala makroutvecklingen åter något sämre än vad de flesta ekonomer hade förväntat sig. Mot slutet av året tilltog volatiliteten för aktier och även i andra tillgångsklasser med fall i råvaror (främst olja) men även med stora rörelser i valutor samtidigt som långa räntor föll i både Europa och USA.

Värdeutveckling sedan start

— Zenit (SEK)
— SIX Return Index (SEK)
— Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund L/S Equity Index (USD)
— MSCI World Index (lokal valuta)

Index = 100 per 30 juni 1996



Med en uppgång på 1 149,71 procent sedan starten 1996 har Zenit visat en väsentligt bättre avkastning än andra hedgefonder med liknande inriktning. Credit Suisse Hedge Fund L/S Equity Index uppgång under perioden var 428,12 procent. Zenits korrelation med detta index har varit låg (0,25).

USA FÖRBÄTTRAS UNDER ÅRET

Trots sämre ekonomisk statistik än väntat under början av året utvecklades USA positivt under 2014. Det första kvartalet påverkades av den extremt kalla vintern men även av lägre investeringar inom den offentliga sektorn, svaga industriindikatorer samt svag orderstatistik och arbetsmarknadsdata. Statistiken visade på en återhämtning mot slutet av det första kvartalet och under det andra kvartalet visade den amerikanska ekonomin åter god tillväxt. Bättre statistik över huspriser, sysselsättning och högre inflation än förväntat under det andra kvartalet medförde att den amerikanska centralbanken (Federal Reserve, "Fed") fortsatte med sin strategi att månadsvis minska sina tillgångsköp.

Under det tredje kvartalet var den ekonomiska statistiken fortsatt stark. Arbetsmarknaden visade fallande arbetslöshet samtidigt som konsumtionen och konsumenternas förväntningar förbättrades. Tillväxten för det andra kvartalet reviderades uppåt samtidigt som inköpschefsindex noterade mycket höga nivåer i augusti. Däremot vände den amerikanska husmarknaden nedåt för första gången sedan inledningen av 2012. Fed kommunicerade att tillgångsköp skulle avslutas i oktober samtidigt som de upprepade att räntorna ändå skulle hållas fortsatt låga under en längre tid framöver.

Arbetsmarknaden utvecklades fortsatt positivt under fjärde kvartalet och för första gången på sex år föll arbetslösheten åter under 6 procent. Den fallande arbetslösheten tillsammans med stark tillväxtstatistik fick Fed att avsluta sina tillgångsköp i oktober som planerat. Fed fortsatte dock att signalera att räntehöjningar ej är nära förestående och långa räntor föll åter under det fjärde kvartalet. Värt att notera är att trots positiva datapunkter under främst det andra halvåret så justerades den förväntade amerikanska tillväxten ned något under helåret.

Den positiva makroekonomiska utvecklingen under året fick genomslag även i amerikanska statsfinanser. Tack vare högre skatteintäkter och lägre militärutgifter var budgetunderskottet under 3 procent för första gången sedan 2007.

LÅG TILLVÄXT OCH RISK FÖR DEFLATION I EUROPA

Även om det under året skedde en viss återhämtning i tidigare problemtyngda perifera europeiska länder så fortsatte den svaga europeiska makroekonomiska utvecklingen under 2014 med låg tillväxt och inflation nära noll.

Under det första kvartalet var utvecklingen mer positiv. De perifera delarna av euroområdet återhämtade sig något samtidigt som Tyskland och Storbritannien utvecklades starkt. Obligationsräntorna för bland annat Spanien, Italien och Irland fortsatte att falla vilket underlättade deras fortsatta återhämtning. Under det andra kvartalet fortsatte perifera euroländer sin återhämtning och även Storbritannien utvecklades fortsatt starkt men däremot överraskade Frankrike, och till viss del även Tyskland, negativt. Inköpschefsindex som för eurozonen hade utvecklats positivt under första kvartalet föll åter tillbaka under det andra kvartalet. De geopolitiska riskerna tilltog och bolag med stor exponering mot Ryssland

och Östeuropa påverkades negativt av konflikten mellan Ryssland och Ukraina.

Chefen för den europeiska centralbanken ECB, Mario Draghi, uttryckte sin oro över den låga inflationen vilken han, tillsammans med den starka euron, såg som de största hoten mot en europeisk återhämtning. En rad åtgärder presenterades därför i samband med ECB:s räntemöte i juni, bland annat lägre reporänta, negativ inlåningsränta samt ett nytt program för billig finansiering för europeiska banker. Den sista åtgärden syftade till att stimulera en ökad kreditgivning till små och medelstora företag under de närmaste fyra åren. Draghi nämnde även att omfattande tillgångsköp skulle komma att påbörjas om den låga inflationen bestod.

De finansiella förhållandena normaliserades annars alltmer under det andra kvartalet trots den svaga tillväxten i euroområdet. Både Grekland och Portugal kunde åter emittera längre obligationer utan stöd av garantier. Svagare europeiska banker passade på att genomföra kapitalanskaffningar inför ECB:s kommande granskning av sektorns balansräkningar.

Utöver euroområdet fortsatte Storbritannien att överraska positivt med högre än förväntad tillväxt, lägre arbetslöshet och högre inflation. Bank of England signalerade att räntehöjningar skulle kunna ligga närmare i tiden än vad marknaden trodde.

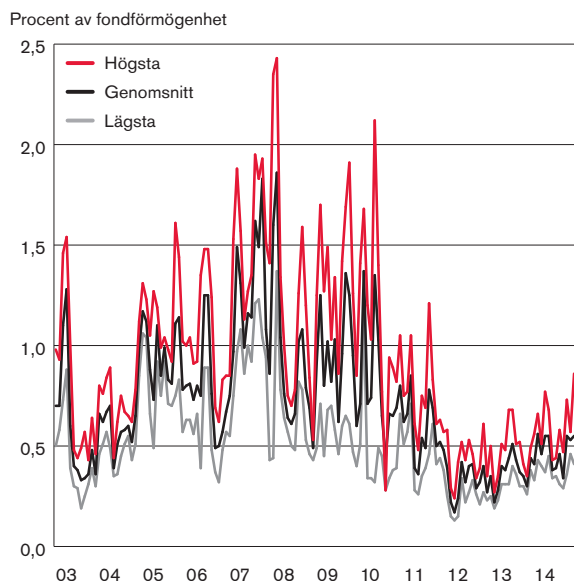
Under det tredje kvartalet var den europeiska utvecklingen fortsatt svag med en inflation nära noll och fall i inköpschefsindex. ECB:s finansieringsprogram för att öka kreditgivningen till små- och medelstora företag fick lägre efterfrågan än väntat från bankerna. I september annonserade ECB att befintliga stödprogram skulle utökas med köp av olika former av säkerställda obligationer under det fjärde kvartalet. Dessutom sänktes inlåningsräntorna som en ytterligare stimulansåtgärd. Draghi upprepade att ECB avsåg att använda alla tillgängliga verktyg för att åstadkomma prisstabilitet. Frankrike varnade för att de inte skulle komma att klara av att nå EU:s budgetunderskottsgräns på 3 procent förrän tidigast år 2017 samtidigt som finansministern menade att europeisk ekonomisk politik måste ändras för att anpassa budgetmålen till den nuvarande ekonomiska utvecklingen.

Storbritannien fortsatte att dra ifrån övriga Europa och chefen för Bank of England, Mark Carney, markerade än en gång att nästa steg skulle bli höjda räntor samtidigt som han uttryckte oro över att de finansiella marknaderna inte tog höjd för de risker som jakten på avkastning i en lågräntemiljö hade medfört.

Det fjärde kvartalet bjöd på fortsatt svag europeisk utveckling med både inflation och tillväxt nära noll samt svaga inköpschefsindex för eurozonen. Tyskland visade allt fler tecken på inbromsning och Greklands politiska oenighet ledde till förnyad oro kring landets vilja att leva upp till dess långivares villkor. Nyval utlystes och kommer att hållas den 25 januari med troligt regimskifte som följd.

Den svaga tillväxten och risken för deflation fick ECB att genomföra köp av statspapper och säkerställda obligatio-

Value-at-Risk¹⁾ sedan 2003



1) VaR-måttet speglar den förlustnivå som Zenit förväntas överskrida 1 dag av 20 eller i 5 procent av fallen.

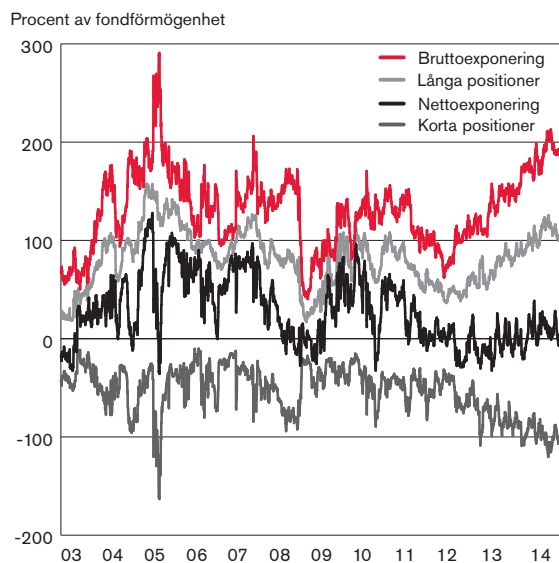
ner. Banken kommenterade också att tillgångsköpen skulle kunna komma att utökas avseende storlek, vilken takt köpen genomförs i, samt vilka tillgångar som är aktuella för stödköp.

Storbritannien fortsatte att växa mer än övriga Europa men givet situationen i resten av Europa samt fallande råvarupriser reviderades prognoser för inflation och tillväxt ned samtidigt som tidigare uttalanden från Bank of England om kommande räntehöjningar tonades ned.

OSÄKERT I KINA, STIMULANSER I JAPAN, FALLANDE RÅVARUPRISER

I början av året rådde osäkerhet om huruvida Kinas tillväxtmål på 7,5 procent för helåret 2014 skulle kunna infrias. Trots att den kinesiska ledningen höll fast vid målet tvekade olika bedömare på grund av svag exportstatistik, sämre industriindikatorer och fortsatt fokus på riskerna i lån förmedlade av icke reglerade finansiella institutioner. Osäkerheten fortsatte in i det andra kvartalet men i juni kom vissa tecken på att stimulanspaket som lanserats tidigare under våren började få effekt. Inköpschefsindex stärktes samtidigt som tillväxttakten i den oregerade finansiella sektorn minskade till förmån för den reglerade banksektorn. Under det andra halvåret försämrades dock åter merparten av den ekonomiska statistiken. Lägre inhemsk efterfrågan drog ner importen, industriproduktionen minskade, huspriser och antalet transaktioner föll. Under det sista kvartalet föll även inflationen till nytt femårslägsta på 1,4 procent. I Japan fortsatte försöken att stimulera den japanska ekonomin under året men ekonomin föll åter in i recession med negativ tillväxt under det andra och tredje kvartalet. Stimulanserna utökades under

Brutto- och nettoexponering sedan 2003



året och omfattar nu bland annat köp av tillgångar för mer än 750 miljarder dollar per år.

Osäkerheten kring Kina satte under året press på råvaror, främst järnmalm, som föll med 47 procent¹⁾ under året. Den sämre globala makroekonomiska utvecklingen satte även press på oljepriset som under året föll med 49 procent¹⁾, ett fall som tilltog under det fjärde kvartalet efter det att ledande OPEC-länder kommunicerat att de ej avsåg att justera sitt utbud trots fallande priser.

STARKA BÖRSER, TILLTAGANDE VOLATILITET

Den starka börsutvecklingen som inleddes 2012 fortsatte under det första halvåret i Norden. De danska och svenska börserna ledde utvecklingen under det första kvartalet medan de norska och finska börserna gick bäst under det andra kvartalet. På den svenska börsen inleddes verkstadsbolag och banker halvåret bäst medan tjänsteföretag och läkemedelsbolag gick starkast under den senare delen av halvåret. I USA var det främst defensiva sektorer som kraftförsörjning och läkemedelsbolag tillsammans med IT som gick starkt. Långa marknadsräntor föll i USA men även i eurozonen och i de nordiska länderna.

I Europa var bolagens rapporter något sämre än väntat, både för det fjärde kvartalet 2013 och för det första kvartalet 2014, vilket medförde fortsatta nedrevideringar av vinstestimater. Kvartalsresultaten i USA var mer i linje med förväntningarna och aggregerade amerikanska vinstestimater var därför i stort sett oförändrade under det första halvåret 2014.

Under det tredje kvartalet mattades den starka börsutvecklingen av samtidigt som volatiliteten tilltog. Även globalt var

1) Mätt i dollar.

börsutvecklingen svagare med amerikanska teknikaktier och Nikkei som starka undantag. I USA var det främst IT-aktier och läkemedelsbolag som utvecklades starkt samtidigt som främst operatörer gick starkt på den svenska börsen. De långa marknadsräntorna fortsatte att falla i Europa men var något stabilare i USA.

Det fjärde kvartalet inleddes med breda börsfall när europeiska börser snabbt föll med 11 procent för att därefter stiga och avsluta oktober svagt positivt. November och december var också volatila månader drivet av sämre europeisk utveckling med påföljande kommentarer om kommande stimulansåtgärder. Oljans snabba prisfall ökade på osäkerheten även om det på sikt bör stimulera oljekonsumenter. Kinesiska, japanska och amerikanska börser utvecklades bäst samtidigt som franska och spanska börser föll. I Norden var det fortsatt positiv kursutveckling i Sverige och Finland samtidigt som börser föll i Norge och Danmark. I USA var det mest defensiva bolag, exempelvis kraftbolag, som steg samtidigt som fastighetsbolag gick mycket starkt på den svenska börsen. Långa marknadsräntor fortsatte att falla i både Europa och USA och i Sverige förstärktes den trenden av att Riksbanken beslutade att sänka den svenska reporäntan till noll procent och kommunicera senare möjliga räntehöjningar. Dollarn stärktes med 9 procent mot den svenska kronan och med 4 procent mot euron under det fjärde kvartalet. Den stora förloraren vad gäller valutan var dock Norge vars krona föll med 17 procent mot dollarn under kvartalet.

Risikexponering per 31 december 2014¹⁾

	Brutto- exponering	VaR	Delta vid 1 % kurs- uppgång ²⁾
BRANSCH			
Bank och finans	33,68	0,20	0,10
Sällanköpsvaror	16,84	0,11	0,04
Informationsteknik	14,17	0,08	0,01
Industrivaror	12,48	0,09	0,04
Övrigt	25,46	-	0,00
Index ³⁾	34,96	0,24	-0,18
Totalt	137,59	0,53	0,02
LAND			
USA	61,77	0,45	-0,19
Storbritannien	11,02	0,17	0,10
Tyskland	9,91	0,15	0,07
Sverige	9,90	0,07	-0,03
Norge	5,33	0,11	0,02
Övriga	39,67	-	0,05
Totalt	137,59	0,53	0,02

1) Samtliga mått uttrycks som procent av fondförmögenheten före teckning och inlösen. Vid beräkning av fondens bruttoexponering bidrar positioner i samma underliggande värdepapper enbart med sin nettoexponering. VaR-måttet avser portföljen vid utgången av månaden. VaR är ett subadditivt mått, vilket innebär att risken i den totala portföljen normalt sett är mindre än summan av dess delportföljer. VaR mäts för alla enskilda branscher och länder samt på total fondivnivå. Begreppet "Övriga" avser de branscher och länder som inte säredovisas här. För definition av övriga begrepp, se ordlistan.

2) Ej betajusterat.

3) Derivat som används för att modifiera fondens övergripande riskprofil.

Nedrevideringarna av de europeiska vinstestimaten för 2014 fortsatte under det andra halvåret trots att rapporterna för det tredje kvartalet var mer i linje med förväntningarna. Oljeprisets snabba fall hade mot slutet av året en positiv påverkan på vinstestimat. I USA fortsatte den mer positiva trenden med kvartalsrapporter för det tredje kvartalet som var något bättre än förväntningarna. För amerikanska bolag reviderades dock framtida vinstestimat ned mot slutet av året när oljeprisfallet påverkade amerikanska energibolag samtidigt som den stärkta dollarn påverkade amerikanska exportföretag negativt. Förväntad vinsttillväxt för europeiska bolag för helåret 2015 ligger nu på 11 procent och för amerikanska på 9 procent. Vid utgången av det fjärde kvartalet värderades europeiska aktier till P/E-tal 14,0 och amerikanska till P/E tal 16,4 baserat på de förväntade vinstnivåerna för 2015.

ZENIT – SVAGT POSITIVT RESULTAT EFTER FÖRLUSTER INOM ENERGI

Under inledningen av året fortsatte arbetet med att öka risktagandet i Zenits portfölj, både genom ett utökat brutto men också genom högre portföljkoncentration. Vid slutet av det första halvåret var Zenits bruttoexponering 202 procent samtidigt som 20 större kärninnehav motsvarade cirka 45 procent av Zenits tillgångar. Riktningensrisken varierades men var mestadels positiv.

Första kvartalets positiva resultat genererades av ett positivt beta (riktningensrisk) samt ett svagt negativt resultat från bolagsurval, alfa. Ett par av Zenits större långa positioner hade ett negativt utfall under rapportssäsongen samtidigt som innehav med östeuropeisk inriktning påverkades negativt av konflikten i Ukraina. Positioner inom verkstad och shipping gav de största positiva bidragen medan positioner inom handel och banker bidrog negativt. Verkstad och shipping fortsatte att generera de största positiva bidragen även

Värdepappersresultat 2014

Fördelning per bransch	Värdepappers- resultat (tkr)
Informationsteknik	366 865 244
Finans och fastighet	278 716 899
Sällanköpsvaror	229 644 323
Telekomoperatörer	102 843 088
Industrivaror	100 337 730
Råvaror	66 449 447
Dagligvaror	14 123 635
Hälsovård	2 455 668
Kraftförsörjning	-9 491 604
Energi	-514 414 698
Index *	-297 136 220
Övrigt	-112 057 318
TOTALT VÄRDEPAPPERSRESULTAT	228 336 193

* Derivat som används för att modifiera fondens övergripande riskprofil.

under det andra kvartalet då både alfa och beta bidrog till fondens positiva avkastning. Negativa bidrag genererades från positioner inom internet och banker.

Under det tredje kvartalet hade Zenit lägre bruttoexponering men en fortsatt hög portföljkoncentration. Riktningensrisken varierade men var mestadels nära noll. Det tredje kvartalets svaga resultat genererades av ungefär lika stora delar bolagsurval och riktningensrisk.

Även under det fjärde kvartalet hade Zenit en lägre bruttoexponering men även en något lägre portföljkoncentration till följd av att energiinnehav reducerades och en ny förvaltare började på Londonkontoret. Riktningensrisken varierade åter men var mestadels nära noll. Det snabba och stora fallet i oljepriset påverkade Zenits positioner inom energisegmentet mycket negativt och mer än hela kvartalets förlust på -2,44 procent var hänförlig till energipositionerna. Även om nettoexponeringen mot energi inte var så stor hade ett par av Zenits större långa positioner en långt sämre utveckling än motsvarande hedgar.

Den enskilt största förlusten genererades av Talisman Energy, en Kanadabaserad global integrerad oljeproducent. Positionen initierades i april 2013 och växte till att bli en av fondens största innehav. Vår uppfattning var att bolaget hade betydande övervärden som skulle kunna realiserars genom en försäljning av delar av eller hela bolaget. Vi stärktes till viss del i vår tro när den amerikanska aktieinvesteraren Carl Icahn köpte 7,3 procent av bolaget och erhöll två styrelseplatser, i synnerhet vad gällde möjligheten att driva igenom försäljningar av bolagets tillgångar. Fundamentalt utvecklades bolaget först något sämre än våra förväntningar till följd av produktionsproblem i Nordsjön men samtidigt började bolaget leverera gällande avyttringar av tillgångar i linje med våra förväntningar. Under sommaren 2014 stärktes vår tro på positionen ytterligare när produktionsresultat förbättrades vilket medförde positiva revideringar av vinstestimat samtidigt som spanska Repsol offentligt bekräftade sitt intresse av att köpa hela eller delar av Talisman. När oljepriset började falla i samma veva som planerade försäljningar försenades så förändrades situationen drastiskt. Kursen föll med nästan 70 procent och vi stoppade gradvis ur positionen för att begränsa vår nedsida. Den 16 december beslutade styrelsen för Talisman att rekommendera ett uppköpsbud från Repsol på 8 dollar per aktie, en premie på 117 procent mot aktiens lägsta notering den 11 december på 3,69 dollar per aktie men ändå avsevärt lägre än de 10 dollar som aktien handlades på innan oljeprisrasen inleddes. Vid tiden för uppköpserbjudandet ägde Zenit cirka 4,8 miljoner aktier i Talisman vilket var något mindre än hälften av vad fonden ägde innan riskreduceringen inleddes.

Zenits innehav inom energisegmentet minskades kraftigt under det fjärde kvartalet och vi avser framöver att ändra inriktningen på eventuella positioner till bolag inom oljetjänster samt kraftförsörjning. Med facit i hand är det uppenbart

att vi underskattade sannolikheten och effekterna av ett stort oljeprisfall samtidigt som bolagsurvalet i energiportföljen var mycket ogynnsamt. Till följd av förlusterna inom energi hade Zenit för helåret 2014 ett negativt resultatbidrag från bolagsurval (alfa) men ett positivt bidrag från vald riktningensrisk (beta). Uppdelat per segment och sett över hela året har positioner inom verkstad, internet/media samt bank och försäkring bidragit mest under året. De största negativa bidragen kom under året från energi samt shipping. Det enskilt största positiva bidraget från en aktieposition under 2014 uppgick till 1,44 procent samtidigt som det enskilt största negativa bidraget var 2,63 procent (mätt i förhållande till fondförmögenheten vid periodens utgång).

Uppdelat på enskilda bolag kom de största bidragen från:

Fondens bästa och sämsta positioner under året

<i>Bästa positioner</i>	<i>Sämsta positioner</i>
Navient	Talisman Energy
Yahoo	Scorpio Bulkers
MercadoLibre	MEG Energy
AP MoellerMaersk	Arkema
DNB	Africa Oil

PORTFÖLJRISKER OCH RISKHANTERING

Bruttoexponeringen, som mäter omfattningen av Zenits aktierelaterade aktiva positioner, var vid utgången av året 138 procent av fondförmögenheten. Zenits nettoexponering¹⁾ varierade under året mellan -13 och +39 procent och uppgick vid årets slut till +2 procent. Vid samma tidpunkt var Zenits beta, mätt som känsligheten mot S&P 500 Index, noll. Value-at-Risk har under året varierat mellan 0,29 och 0,86 procent och uppgick till 0,53 procent vid årets slut. Derivatinstrument har använts aktivt i Zenits riskhantering för att löpan- de anpassa Zenits långa och korta positioner samt fondens övergripande risknivå till önskad storlek. Zenit hade inga svårvärderade tillgångar vid årets slut.

ORGANISATION

I juli valde Stephen Irvine, som varit portföljförvaltare för Zenit sedan 2011 med inriktning på verkstad, råvaror och energi, att gå vidare till en annan verksamhet. Robert Donald, med över 25 års erfarenhet av portföljförvaltning och aktieanalys, rekryterades under sommaren och började som portföljförvaltare den 1 oktober. Robert kommer närmast från Soros Fund Management och har haft en bra start i sin förvaltarroll hos Zenit.

Under det fjärde kvartalet anställdes Richard Hockings som analytiker på Zenits Londonkontor. Han kommer närmast från hedgefonden TT International där han arbetat med konsument- och tjänsterelaterade bolag. Hockings kommer att arbeta tillsammans med Robert som han tidigare samarbetat med på Soros Fund Management.

1) Marknadsvärdet av fondens långa minus korta aktiepositioner samt exponering via derivat i förhållande till fondförmögenheten

UTSIKTER

Vårt grundscenari är för något starkare global tillväxt detta år drivet av lägre räntenivåer och fallande råvarupriser. Dock är drivkrafterna för en högre tillväxttakt 2015 svagare än inför 2014 då konjunkturen hade kraftig medvind från nedtrappade finanspolitiska åtstramningar men också en gynnsammare räntemiljö, precis som 2015. Vi bedömer således att nedåtriskerna är större än uppåtriskerna vad avser tillväxt för 2015.

Lägre energi- och råvarupriser är inte enbart till glädje. De positiva effekterna kan delvis utebli genom högre sparkvoter i oljekonsumerande länder medan de negativa effekterna på tillväxten i oljeproducerande länder är givna. Investeringar inom olje- och gasindustrin väntas falla med upp till 20 procent och ännu mer i skiffergasindustrin i USA som varit en motor för arbetsmarknaden de senaste åren. Det dramatiska fallet i oljepriset kan ha geopolitiska förklaringar men kan också skvallra om djupare deflationistiska tendenser.

I kontrast med gängse uppfattningar kan man notera att investeringsnivån i förhållande till global BNP under de senaste åren aldrig varit högre under efterkrigstiden. Kanske kan det vara så att rekordlåga räntor och överinvesteringar har lånat tillväxt från framtiden och att vi nu får betala på skulden genom tillväxt under trend för en kortare eller längre period.

De marknadsscenarioer vi arbetar med inför det kommande året ser naturligtvis olika ut beroende på om grundscenariot för ekonomisk tillväxt infrias eller om riskalternativet med försvagad tillväxt spelas ut. I nuläget är portföljen försiktigt exponerad mot grundscenariot framför allt genom bolags- och sektorurval snarare än marknadsriktning. Vid en omsvängning till ett mer negativt scenario har vi identifierat förändringar vi anser vara nödvändiga.

I grundscenariot ser vi positiv vinsttillväxt och oförändrade till svagt stigande multiplar där Europa som region för första gången på fem år har möjlighet att ge en bättre avkastning än USA. Vi har under lång tid varit skeptiska till möjligheterna för Europas ekonomi samt den förväntade vinsttillväxten för europeiska bolag. Givet kontinuerlig euroförsvagning så tror vi att estimatrevideringarna kan svänga till Europas fördel de närmaste tre till sex månaderna. ECB kommer inte att lyckas stärka den inhemska ekonomin i valutaunionen men euron bör man kunna försvaga ytterligare, särskilt mot den amerikanska dollarn när Federal Reserve inom kort påbörjar sin process för att normalisera amerikanska räntor. I grundscenariot bör också cykliska aktier efter en lång period av svag relativ avkastning utvecklas bättre än defensiva segment.

I riskscenariot förändras åtskilligt. Volatiliteten som redan visar tecken på att tillta kommer att öka med betydande korrekationer som resultat. Räntehöjningar i USA uteblir sannolikt medan Europa riskerar en ny recession med ökad misstro mot svagare euroländer som resultat. Vinsttillväxten i Europa blir i ett sådant scenario troligen negativ och likaså börsutvecklingen.

Vi är mycket nöjda med den delvis förnyade och framför

allt förstärkta organisation som satts på plats under året. Efter två svaga år ser vi fram emot att arbeta hårt för att infria våra och era förväntningar om god avkastning under 2015.

Stockholm den 12 januari 2015

Martin Jonsson
Förvaltningsansvarig