

Förvaltarna har ordet

Nektar syftar till att ge en god avkastning oberoende av utvecklingen på aktie- och obligationsmarknaderna. Samtidigt ska den risk som tas för att uppnå denna avkastning vara relativt låg. På så sätt kan en traditionell portfölj¹⁾ som kompletteras med en investering i Nektar få både högre avkastning och lägre risk. Sedan fondens start 1998 har Nektar nått sina mål med god marginal.

Nektars förvaltare använder sig av olika metoder och olika marknader för att uppnå fondens mål. Nektars förvaltare strävar efter att identifiera positioner där vinstchanserna bedöms vara större än förlustriskerna och där den förväntade avkastningen är hög i förhållande till risken. Positioner tas typiskt sett när förvaltarna anser att den relativa prissättningen mellan olika finansiella instrument inte är logisk. Detta kan exploateras genom att simultant köpa de instrument som anses vara relativt billiga och sälja dem som anses vara relativt dyra. Denna handel på relativa värderingar sker oftast i räntemarknader.

Positioner som baseras på relativa värderingar är inte beroende av att marknaderna i allmänhet rör sig upp eller ner för att generera vinster. Det kan också vara mindre svårt att bedöma den relativa utvecklingen mellan olika finansiella instrument än att bedöma hela marknadens riktning. En sådan investeringsstrategi skapar möjligheter till en avkastning som har låg korrelation med marknadsutvecklingen, vilket i sin

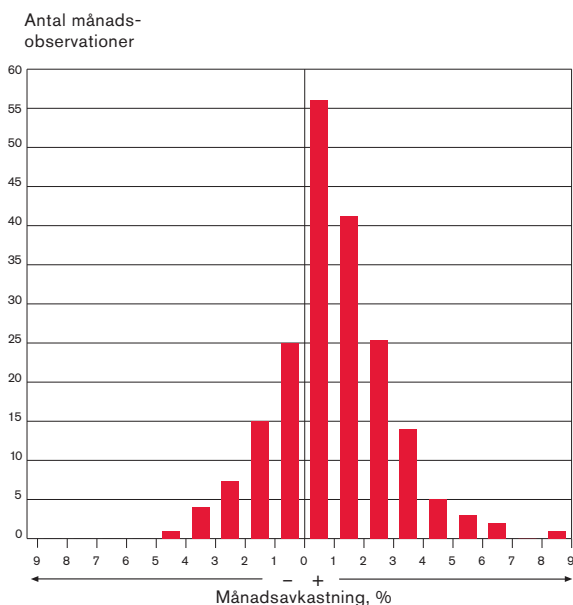
tur möjliggör en effektiv och risksänkande diversifiering av traditionella portföljer.

När fonden består av ett stort antal positioner som utvecklas oberoende av varandra förstärks denna attraktiva profil. Förvaltarna arbetar aktivt och kontinuerligt med att balansera de olika positionerna mot varandra för att vid varje tillfälle uppnå önskad riskprofil för fonden som helhet, vilket typiskt sett inkluderar skydd mot oväntade händelser. Över tiden ska denna profil vara neutral i förhållande till marknadsutvecklingen.

BESVIKELSENS ÅR

Nektars fondandelsvärde ökade med 0,85 procent under 2014. Årets resultat är en besvikelse, inte minst i relation till fondens genomsnittliga årsavkastning på 11,16 procent sedan start. I utblicken för 2014 hade vi en förhoppning om att året skulle utveckla sig annorlunda och erbjuda bättre förutsättning för ökat risktagande än vad 2013 gjorde. Därmed skulle Nektars möjligheter att skapa god avkastning förbättras. Tyvärr lyckades vi inte infria detta eftersom vi bedömde att sämre tillväxtutsikter inte skulle gå hand i hand med stigande priser på aktier och krediter. Vidare trodde vi att fortsatt fall i implicit volatilitet för optioner var osannolikt. Även här kom vår bedömning på skam. Generellt var risknivån i portföljen låg även om den sakta började skruvas upp mot slutet av året.

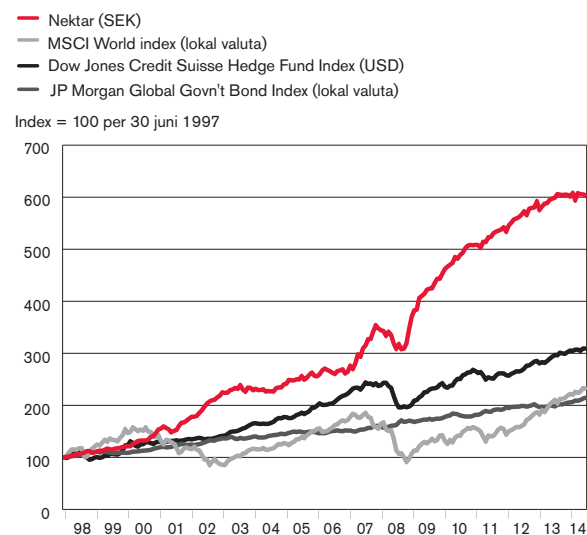
Frekvensfördelning sedan start



Sedan starten 1998 har Nektar redovisat en månadsavkastning på mellan 0 och 1 procent vid 56 tillfällen. 73 procent av Nektars månadsobservationer överstiger nollstrecket. Historiskt visar fonden därmed en asymmetrisk avkastningsprofil.

1) En portfölj bestående av aktier och obligationer.

Värdeutveckling sedan start



Sedan starten 1998 redovisar Nektar en total avkastning på 503,99 procent jämfört med 209,23 procent för ett brett hedgefondindex. Fondens riskjusterade avkastning under perioden har varit väsentligt bättre än för ett genomsnitt av andra hedgefonder. Hårtill har korrelationen med dessa varit 0,08.

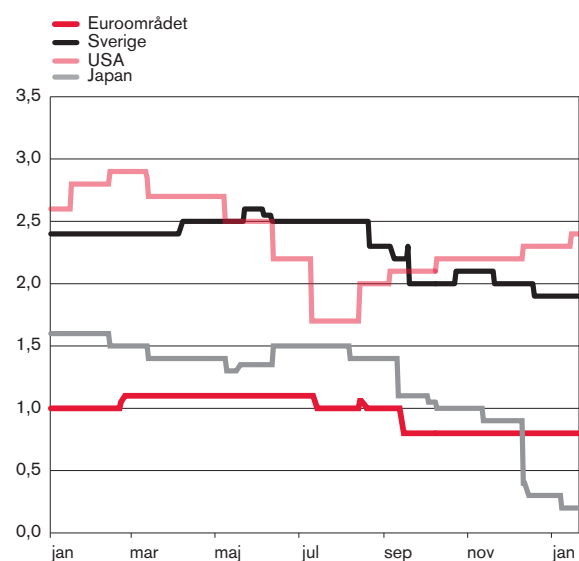
LÄGRE TILLVÄXT ÄN FÖRVÄNTAT

Under 2014 blev den globala tillväxten något lägre än vad de flesta ekonomer hade förutspått. Året inleddes betydligt svagare än förväntat, vilket till stor del berodde på att USA påverkades negativt av extrema väderförhållanden. I Japan sjönk real BNP med hela 6,7 procentenheter efter moms-höjningen under det andra kvartalet och i Kina fanns en inledande oro på grund av en något svagare tillväxttakt och en kraftig kreditexpansion via skuggbanksystemet.

Euroområdet fortsatte att växa under förväntan, men med stora regionala skillnader. Tyskland växte cirka två procent i reala termer, drivet av en stark inhemsk konsumtion. Däremot hade både Portugal och Italien negativ real tillväxt. Arbetet med strukturella reformer gick fortsatt långsamt i södra Europa och kreditefterfrågan var låg. Vidare bidrog den ukrainska konflikten till det negativa ekonomiska sentimentet. På den positiva sidan utvecklades Storbritannien och Sverige relativt sett mer gynnsamt än sina europeiska grannar.

Under andra halvåret överraskade USA positivt med en solid tillväxt och minskad arbetslöshet, medan tillväxttakten i de flesta andra länder, både bland G10- och tillväxtländer, var betydligt långsammare.

Tillväxtförväntningar för 2014 (BNP)



Källa: Bloomberg Consensus Forecasts.

EUROPA – ETT NYTT JAPAN?

Den låga inflationstakten i euroområdet överraskade både centralbankerna och marknaden. Även i Sverige överraskades marknaden och Riksbanken av den låga inflationstakten. Under början av året låg marknadens inflationsförväntningar för 2014 strax över en procent, men ser i skrivande stund ut att landa under en halv procent på årsbasis. Inflationsförväntningarna för 2015 är ännu lägre vilket visar av att marknader för inflationssvappar vid årets

utgång prisade in fallande konsumentpriser. Det kraftiga fallet i inflation kan delvis förklaras av lägre energipriser. Men även om dessa exkluderas var inflationen mycket låg, 0,66 procent på årsbasis i november, den lägsta nivån eurozonen upplevt. Också andra inflationsmått, såsom prisutvecklingen på tjänster, var extremt låga historiskt sett. Så vad förklarar dagens låga inflationstakt?

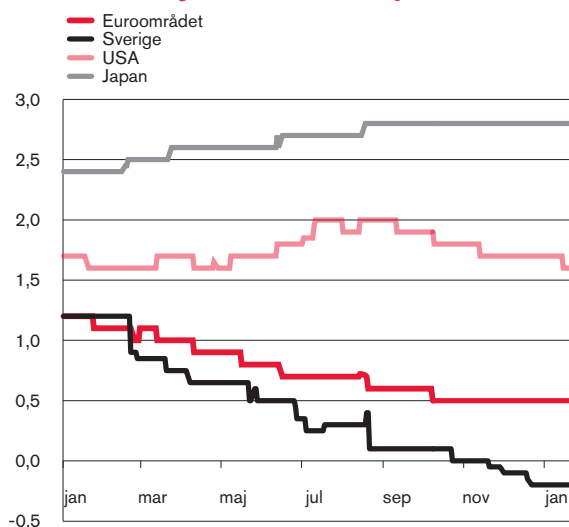
En faktor skulle kunna vara effekter av ökad produktivitet i spåren av konkurrenskraftshöjande reformer som har genomförts runtom i eurozonen. Detta motsägs dock av att den uppmätta produktiviteten fortsatte att vara låg. En kvalificerad gissning är att dagens låga inflationstakt är resultatet av överraskande låga lönekostnader. I ett flertal fall har nollavtal slutits inom den offentliga sektorn. Även om offentliganställdas lönekostnader har en marginell effekt på konsumentprisindex, har avtalen en viktig signaleffekt till övriga sektorer eftersom flera av dem är direkt eller indirekt kopplade till inflationsutfallet. Indikationer från fackföreningar och arbetsgivarorganisationer runt om i Europa visar också att förväntningarna på löneökningarna ligger på mycket låga nivåer. De låga inflationsutfallen under de senaste månaderna bidrar sannolikt till att driva ner löneförväntningarna. Sammantaget ger detta ett svagt förhandlingsläge för arbetstagarna eftersom även låga nominella lönelöften kommer att resultera i ökade kostnader för arbetsgivarna mätt i fasta priser.

Lägre löner kommer i sin tur att påverka inflationen och det finns risk för en negativ spiral där lägre inflation pressar ner löner, lägre löner pressar ner inflation och så vidare. Faran med detta, även om reallönerna är oförändrade, är att realräntan¹⁾ i ekonomin stiger, något som, allt annat lika, bidrar till en stramare penningpolitik. I normala fall är det relativt lätt för en centralbank att korrigera detta genom att sänka räntan. Men vi lever i ett onormalt läge där räntan redan är låg i utgångsläget, varför detta kan bli en utmaning för ECB, kanske även för Riksbanken. Det finns onekligen vissa likheter med Japan som trots en lång period av stimulans genom låga räntor drabbats av deflation och problem att få ekonomin att ta fart av egen kraft.

I ett läge med mycket låga löneökningar och följd effekter av fallande energipriser, framför allt på olja, pekar det mesta på att inflationen faller ytterligare under 2015. ECB publicerade nyligen en rapport som beräknar att den ackumulerade effekten i eurozonen under tre år av ett 10-procentigt fall i oljepriserna resulterar i 0,2 procent lägre inflation, mätt som KPI exklusive energi. Givet att oljepriset sedan mitten av 2014 har fallit med närmare 50 procent kan följd effekterna bli betydande. ECB:s beräkningar ligger i linje med flera andra studier och om något finns det tecken på att effekterna skulle kunna bli ännu större.

1) Den nominella räntan minus inflationen.

Inflationsförväntningar för 2014 (konsumentprisindex)



Källa: Bloomberg Consensus Forecasts.

KINA – REFORMER OCH LIBERALISERING

Trots en svagare tillväxttakt visade politikerna i Beijing under året en ökad villighet att genomföra reformer samt trappade även upp korruptionsbekämpningen. Syftet med åtgärderna var att komma tillrätta med en utsvävande kreditexpansion och på sikt skapa förutsättningar för en mer uthållig och långsiktig tillväxt.

På de finansiella marknaderna togs flera steg för att öppna upp Kina mot den övriga finansiella världen. Handelsintervallet för den kinesiska valutan i relation till den amerikanska dollarn breddades från en till två procent. Valutakursen har därmed möjlighet att fluktuera mer från den officiella fixkursen. En annan åtgärd var att taket för vad banker får betala för inlåning höjdes. Allt detta, liksom den annonserade inlåningsgarantin som införs i början av 2015, var viktiga steg i processen mot en avreglering av räntan.

Lanseringen av Shanghai-Hong Kong Stock Connect, som gör det möjligt för kapital att flyta in i och ut ur landet via börserna, försenades något. Det är värt att notera att kapitalägare visar ett stort intresse för att investera i Kina och aktiemarknaden i Shanghai har skjutit i höjden. Tvärt emot vad många Kinakritiker förutspådde så har kineserna valt att behålla sitt kapital i landet i stället för att föra ut sina tillgångar vid första bästa tillfälle. Även de jordbruksreformer som syftar till att underlätta stordrift och göra det lättare för bönder att flytta till städer är värda att lyfta fram. Målet är att höja produktiviteten i landet och frigöra arbetskraft, som börjar bli en bristvara. Därutöver var den nya budgetlagen, som gör det möjligt för provinser att emittera obligationslån för investeringar i ekonomisk utveckling, ett viktigt reformsteg. Härigenom ökar bankernas utlåningskapacitet och marknaden får i större utsträckning bestämma priserna på dessa lån.

I slutet av året skedde en upprevidering av Kinas BNP med drygt tre procent. Revideringen berodde framför allt på

svårigheten att fastställa storleken på Kinas snabbt växande servicesektor. I dagsläget uppgår den till cirka 47 procent av BNP, vilket är ett tydligt tecken på att ekonomin är i bättre balans och redan mindre beroende av investeringar än tidigare befarat.

CENTRALBANKERNA RÖR SIG I OLIKA RIKTNING

Som konstaterats utvecklades global tillväxt och inflation svagare än vad prognosmakare förväntade sig vid årets början. Under första halvåret låg fokus på tillväxten vilken reviderades ned bland annat på grund av ett svagt första kvartal i USA. Tillväxtsiffrorna repade sig och tillväxttoron ersattes av deflationsoro framför allt i Europa. Detta medförde att världens centralbanker agerade på olika sätt för att stimulera och stabilisera ekonomierna.

Federal Reserve – sakta men säker utfasning av stimulanser

Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, kunde i jämn takt fasa ut obligationsköpen under året. Penningpolitiken är dock fortfarande stimulerande eftersom Fed bibehöll storleken på balansräkningen och lovade att inte höja räntan under överskådlig tid ("considerable time"). Arbetsmarknaden utvecklades klart starkare än förväntat och Federal Reserve kom allt närmare målen i sitt duala mandat om tillväxt och prisstabilitet. Trycket ökar därmed på Federal Reserve att normalisera penningpolitiken. I december valde Federal Reserve att ändra sin guidning och uttryckte i sin senaste kommunikation att den kunde vara tålmodig ("patient") vad gällde inledningen av en normalisering av penningpolitiken. Allt mer tyder därmed på att räntan kan komma att höjas i juni 2015. Marknaden är dock inte lika övertygad och marknadsprissättningen av framtida styrräntor låg vid årsskiftet långt under vad ledamöterna i FOMC¹⁾ prognostiserar.

Bank of Japan – allt extremare åtgärder

I Japan fortsätter strävan att höja inflationstakten i ekonomin. Den beslutade höjningen av mervärdesskatten från fem till åtta procent fick mycket större negativt genomslag på konsumtionen än väntat. I kombination med fallande råvarupriser medförde detta att målet om en inflationstakt på runt två procent föreföll avlägset. Centralbanken överraskade marknaden under oktober när centralbankschefen Kuroda med minsta möjliga marginal (5-4) lyckades genomföra ytterligare en expansion av sitt redan extrema program för penningpolitisk lättnad i syfte att skapa högre inflation. Rent konkret ökade centralbanken köpen av obligationer till en årstakt av 80 000 miljarder yen, motsvarande cirka 16,5 procent av BNP. Det är långt mer aggressiva åtgärder än vad någon annan centralbank tidigare genomfört under efterkrigstiden. Stimulansåtgärderna inkluderar även aktier och vissa fastighetsrelaterade tillgångar. I nära anslutning till att centralbanken offentliggjorde sina nya åtgärder annonserade GPIF²⁾, Asiens största statliga pensionsfond, fördelningsnycklarna för sina portföljinvesteringar. I prakti-

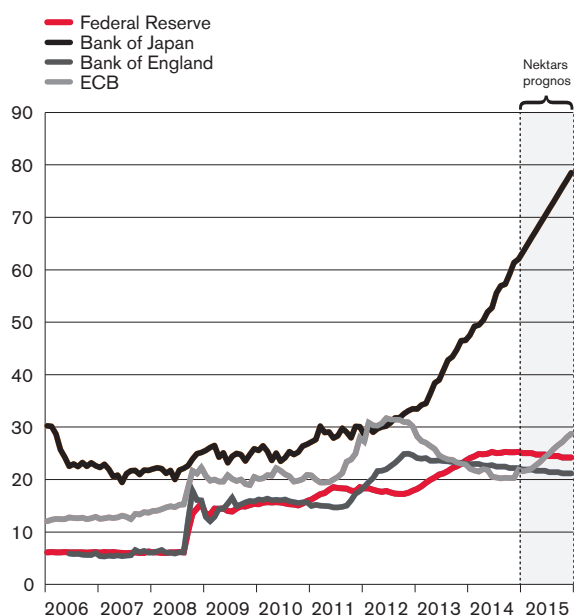
1) Federal Open Market Committee.

2) Government Pension Investment Fund.

ken säljer fonden sina statsobligationer till Bank of Japan i snabb takt och ersätter dessa investeringar med aktier och utländska obligationer.

Japan kännetecknades även av politiskt rävspel när premiärminister Abe valde att utlysa nyval till underhuset. Valresultatet säkerställde hans politiska mandatperiod under ytterligare fyra år. Som ytterligare åtgärd valde regeringen även att skjuta upp den sedan tidigare planerade momshöjningen för 2015 till 2017.

Centralbankers balansräkning i procent av BNP



Europeiska centralbanken – marknaden tvingar fram lättnader

I Europa föll riskpremierna under året och bankernas villighet att låna ut pengar ökade. Trots detta reviderades tillväxtförväntningarna ned, men den låga tillväxttakten var ändå tillräcklig för att stabilisera arbetsmarknaden. Arbetslösheten visade tecken på att minska samtidigt som lönetillväxten fortsatte att avta.

Som en konsekvens av svagare efterfrågan och allt lägre inflation valde ECB att sänka styrräntan ett antal gånger och introducera flera program för att öka likviditeten i banksystemet. Trots en stor uppfinningsrikedom när det gäller att introducera olika program ökade inte likviditeten i den utsträckning som ECB räknat med. Mot slutet av året signalerades allt tydligare att ytterligare stimulansåtgärder kan förväntas i form av kvantitativa lättnader genom köp av statsobligationer.

Riksbanken – ökat fokus på inflationsmålet

Trots svag internationell efterfrågan utvecklades både svensk inhemsk efterfrågan och sysselsättning väl med en tillväxt långt över det historiska genomsnittet. Denna utveckling kunde dock inte hindra inflationen från att hamna långt

under Riksbankens och marknads förväntningar. Sällan har en centralbank utsatts för så hård kritik som Riksbanken under det gångna året. Kritikerna har med få undantag ansett att Riksbanken bedrivit en alltför stram penningpolitik, vilket enligt deras mening har haft negativa effekter på svensk arbetsmarknad och bidragit till hög arbetslöshet. Riksbanken har försvarat sig med att dagens låga inflation varken var förväntad av dem eller övriga prognosmakare samt att de har ansvaret för finansiell stabilitet. Särskilt pekade Riksbanken på hushållens ökade skuldsättning.

Under året fick Finansinspektionen huvudansvaret för finansiell stabilitet och den tydligare ansvarsfördelningen medförde att Riksbanken kunde fokusera på inflationsproblematiken. Riksbanken fick samtidigt allt svårare att förklara varför inflationen avvek så kraftigt från inflationsmålet. Sammantaget resulterade detta i att Riksbanken, något överraskande, beslutade att sänka räntan till noll procent i slutet av oktober.

DOLLARN RESER SIG

Efter att den amerikanska dollarn under första halvåret legat i ett förhållandevis stabilt handelsintervall, inleddes i början av juli en närmast linjär trendförstärkning vilket resulterade i en dollaruppgång om hela 12 procent under året. Dollarns frammarsch kan förklaras av att investerare har fått större förtroende för den amerikanska ekonomin vilken började ta fart, inte minst i jämförelse med flertalet G10- och tillväxtländer. Till det ökade förtroendet bidrog även att de amerikanska konsumenterna, liksom banksystemet, sanerat sina balansräkningar. Även USA:s förbättrade bytesbalans vittnade om en starkare utveckling.

Både tjänste- och tillverkningsindustrin såg en ljusare framtid än under 2013 och vinstutvecklingen på den amerikanska aktiemarknaden var betydligt bättre än på de europeiska börserna, där egentligen bara den tyska börsen haft god vinsttillväxt under de senaste åren. Till dollarns fördel talade även Federal Reserves minskade obligationsköp varvid förväntningarna på räntehöjningar därmed börjat komma allt närmare i tiden. Detta stod i bjärt kontrast till euroområdet, vars banksystem var betydligt bräckligare, och där ekonomin gick på sparlåga med fallande investeringar, lägre inflation och en arbetslöshet som bitit sig fast på en hög nivå.

Dollarförstärkningen drevs också av att dollarn övergick från att vara världens upplåningsvaluta till att vara världens investeringsvaluta. Investerare bedömde att avkastningen framöver skulle vara bättre eller åtminstone mindre negativ för placeringar i dollar än för andra valutor. Efter att den europeiska centralbanken infört negativa räntor, och förväntas vidta ytterligare penningpolitiska stimulansåtgärder för att hålla nere eurokursen, förefaller euron i stället ha blivit den nya lånevalutan. Investerare föredrar nu att sälja euros för att i stället investera i valutor med högre avkastning, precis som man tidigare sålde japanska yen och amerikanska dollar. Dollarn gynnades även av att president Obama kan komma att

besluta om en andra "Homeland Investment Act". En sådan lag skulle tillåta amerikanska företag verksamma utanför USA att föra hem likvida tillgångar som hållits utanför USA av skatteskal. Erfarenheterna av den tidigare Homeland Investment Act från 2004-2005 innebar att dollarn stärktes med 10 procent.

Den största kursrörelsen mot dollarn skedde i japanska yen. Det var en effekt av att Bank of Japan beslutade sig för att genomföra ytterligare kraftfulla stimulanser under hösten. Den stora deprecieringen av yenen står i stark kontrast till andra asiatiska valutor, däribland den kinesiska yuanen och koreanska wonen, vilka legat relativt stabila mot dollarn. Valutakursrörelserna har skapat friktioner mellan länderna i Asien och det finns risk för att ytterligare försvagning av yenkursen kan utlösa ett regionalt valutakrig.

IMPLIKATIONER AV FALLANDE OLJEPRISER

Årets kraftigt fallande oljepriser kan ses som en korrektion orsakad av ett överutbud som uppstått efter flera år av kapacitetshöjande investeringar inom oljebranschen. Samtidigt har efterfrågan mattats av, inte minst från stora oljekonsumenter som Kina. Det stora och snabba prisfallet kan också förklaras av att energipriserna var överdrivet höga i samband med sommarens Mellanösternkris och att likviditeten i terminkontrakten var mycket låg.

Fallande oljepriser innebär en jättelik inkomsttransferering från oljeproducenter till oljekonsumenter i världen. Detta kommer primärt att få stor betydelse för ekonomin framöver på två sätt. För det första är det positivt för tillväxten, inte minst för länder med stor energiimport, men även för ett land som USA med stor inhemsk produktion. För det andra innebär oljeprisfallet att inflationen faller globalt. Samtidigt som de flesta länder välkomnar skattesänkningseffekten för konsumenterna, är de bekymrade över desinflationseffekten. Inte minst i euroområdet, som redan tidigare hade låga inflationsförväntningar, kan centralbanken bli tvingad att vidta ytterligare åtgärder för att inte hamna i deflation.

Kombinationen av starkare dollar och lägre oljepriser har haft och kommer att ha förödande effekter på valutan för flera energiexporterande länder, exempelvis Australien och Ryssland. Många av dessa länders valutor var populära destinationer för "carry trades" där investerare sålde dollar för att köpa mer högavkastande valutor. I Ryssland har en stor del av olje- och gasproducenternas finansiering skett i dollar. Vi kan därför vänta oss en signifikant omprissättning av valutor när dessa aktörer måste ändra sina positioner eller säkra sin finansiering. Ett fortsatt fall i oljepriserna kan medföra ökad stress i valutamarknaderna på grund av valutakursjusteringar ("competitive devaluations"), men även aktiemarknaderna påverkas när kapitalflödena till energisektorn minskar. Ytterligare en effekt är ökade geopolitiska risker.

MINSKADE RÄNTESKILLNADER INOM EUROOMRÅDET

Den europeiska centralbankens kvantitativa lättnader har till stor del fått önskad effekt eftersom Italiens, Spaniens, Irlands och andra så kallade perifera euroländers obligationsräntor har fortsatt att handlas ned under 2014 vilket lett till minskade länder- och creditspreadar. Dessa länders räntor nådde både sina lägsta absoluta nivåer och mycket låga spreadnivåer mot Tyskland. Vid årets utgång handlades till exempel de italienska tioårsräntorna på 1,95 procent jämfört med fyra procent i början av året och fem procent under sommaren 2013. Dessa kraftiga räntefall kan tyckas märkliga när ländernas ekonomiska fundamenta inte varit speciellt övertygande. I stället har de kännetecknats av stora budgetunderskott, höga statsskulder i relation till BNP, låg tillväxt, problematisk demografisk utveckling och, i många fall, brist på ekonomiska reformer. För drygt två år sedan tvekade därför många bedömare över de perifera ländernas förmåga att betala tillbaka utestående skulder till investerare och räntorna sköt i höjden. Så vad har förändrats?

Svaret på den frågan kan sammanfattas: allt och inget. Marknaden hade ingen anledning att tvivla på den europeiska centralbankens löfte att göra vad som krävs ("do whatever it takes"). Löftet blev startskottet på ett magnifikt rally på marknaden, även om förbättringarna av ekonomiska fundamenta än så länge varit marginella. Men även andra faktorer har betydelse. Viktigast är sannolikt förväntningarna om att ECB kan tvingas ta till kvantitativa lättnader och köpa euroobligationer för att förhindra deflation i euroområdet. Givet vår inflationsprognos för 2015 bedömer vi att sannolikheten för detta är hög. En annan drivande faktor är att det fortfarande finns stora volymer likviditet i marknaden som jagar avkastning.

Med negativa korträntor på flera håll är de perifera ländernas räntor alltför attraktiva placeringsalternativ för många. Mot bakgrund av årets utveckling anser vi i dagsläget att perifera länders obligationsmarknader ser oattraktiva ut eftersom de kvantitativa lättnaderna i stort sett är diskonterade i nuvarande räntenivåer. Kvantitativa lättnader löser inte heller de långsiktiga strukturella problemen i euroområdet vad gäller låg tillväxt och ogynnsam demografi. Sannolikheten för att vissa länders skulder måste omstruktureras i framtiden har enligt vår uppfattning inte minskat.

ÖKADE GEOPOLITISKA RISKER

De geopolitiska spänningarna ökade under 2014 och mycket talar för att den extrema situationen med låg volatilitet som har rått sedan finanskrisen har bottnat ur. Mycket kan skrivas om de olika geopolitiska riskerna, men vi väljer här att kortfattat nämna några som vi bedömer kunna driva finansmarknaderna framöver:

- ökade spänningar mellan Ryssland och västvärlden
- Kinas ambition att bli världens ledande ekonomiska supermakt

- Islamic States (IS) ambitioner utgör ett hot mot Mellanösterns nuvarande statsskick
- ökad nationalism i spåren av global utveckling kommer till uttryck såväl i regioner som vill bli självständiga som i stark ökning av missnöjes- och EU-kritiska partier i Europa
- inkomst- och förmögenhetsskillnader inom och mellan länder har aldrig varit större och ökar dessutom
- risk för spridning av dödliga virus, exempelvis en pandemi med hög dödlighet
- extrema klimat- och vädereffekter
- volatila råvarupriser.

PORTFÖLJARBETET

Nektars fondandelsvärde steg med 0,85 procent under året. Resultatet är en besvikelse och förklaras huvudsakligen av antagandet om att lägre räntor vid lägre tillväxtförväntningar inte längre skulle sammanfalla med stigande priser på aktier och fallande kreditspreadar. Vidare trodde vi att prissättningen av implicit volatilitet inte skulle fortsätta falla. Där hade vi fel.

Positionstagandet skiftade karaktär under året. Första halvåret kännetecknades av hög omsättningshastighet och många positioner. Andra halvåret arbetade vi med färre positioner, längre placeringshorisont och det räntebaserade risktagandet var inte lika dominerande som tidigare. Detta var dels en funktion av de allt lägre räntorna, som i många fall nått sitt golv och inte längre rör sig, dels att möjligheterna för att skapa god riskjusterad avkastning försämrades. I stället skiftade portföljens aktivitet och risktagande gradvis mot valutamarknaden.

Uppdelat per valutaområde kan vi konstatera att Sverige bidrog med 2,5 procent till fondandelsvärdet. Positionstagandet var primärt drivet av vår makroekonomiska uppfattning att Riksbanken skulle tvingas sänka räntan på grund av det låga inflationstrycket i ekonomin. Positioner för lägre svenska räntor och svagare krona, framför allt mot den amerikanska dollarn, var de mest vinstgivande.

Verksamheten i Asien utvecklades väl och positionstagandet bidrog med drygt 3 procent till fondförmögenheten. Vinsterna genererades framför allt i Kina, där vi genom exponeringar i räntor och valutor positionerade Nektar för en fortsatt liberalisering och global anpassning av det kinesiska finansiella systemet. Även valutaoptionsstrategier i både CNH och CNY¹⁾ genererade god avkastning. Under större delen av året var Nektar dessutom positionerat för en försvagning av den japanska yenen och efter beskedet om ytterligare stimulansåtgärder från Bank of Japan i oktober återfanns dessa positioner bland årets vinnare. Den tredje jättemarknaden i Asien, Indien, var också en gynnsam marknad för fonden. Vår bedömning att det nya starka ledarskapet, ekonomiska reformer och fallande råvarupriser skulle få positiva effekter resulterade i positioner för fallande räntor, vilka genererade god avkastning.

Den stora besvikelsen var fondens aktiviteter i Europa där

4 procent av fondförmögenheten förlorades. Allt för tidigt under året ansåg Nektar att den svaga ekonomiska utvecklingen i euroområdet var inprisad och att riskpremierna var obefintliga. Vår ompositionering i motsatt riktning visade sig vara ett felaktigt och kostsamt beslut. Fonden valde även att hålla en större del av portföljskyddet i Europa. Dessa positioner, som byggde på högre aktievolatilitet och ökade kreditspreadar, var kostsamma. Fonden positionerade sig även ett par gånger under året för ökade ränteskillnader mellan starka och svaga ekonomier inom euroområdet. En verksamhet som visade sig vara fruktlös.

Verksamheten i USA bidrog negativt med drygt en procent. Relativvärdering mellan statsobligationer och ränteswappar var vinstgivande under årets början, men senare under året uppstod stora förluster i positioner för stigande amerikanska räntor.

Vid en analys av resultatbidragen uppdelade per tillgångsklass och strategi kan verksamheten sammanfattas med negativa bidrag från aktiehandel och kredithandel. Här återfinns även delar av fondens portföljskydd som mestadels bestod av optionspremier som förföll värdelösa.

Räntehandeln som historiskt sett stått för huvuddelen av fondens intjäning belastade i år resultatet negativt. Den mer makrobetonade handeln, med fokus på riktning och inflation, förlorade tillsammans drygt 2 procent. Den stabila intjäningen inom handel baserad på relativvärdering kunde inte väga upp förlusterna fullt ut. Yttre omständigheter som hög inblandning av centralbanker och låg volatilitet gjorde det svårare att identifiera positioner som genererar god riskjusterad avkastning, speciellt i Europa där verksamheten var mest omfattande. Risktagandet inom denna strategi minskade något.

Den gradvis ökande andelen risktagande inom valutahandel föll väl ut och resultatbidraget motsvarade cirka 3 procent. Det var framför allt styrkan i den amerikanska dollarn mot euro, japanska yen och svenska kronor, som bidrog till resultatet under andra halvåret. Vid utgången av året motsvarade risktagandet inom valutahandel cirka 40 procent av det totala riskutnyttjandet.

Det svaga resultatet medförde att riskutnyttjandet var lågt under året och uppgick till endast 0,36 procent mätt som Value-at-Risk (VaR). Det är lägre än vad Nektar eftersträvar över tid. Risktagandet trappades dock gradvis upp och vid utgången av året uppgick fondens VaR till 0,63 procent.

Fonden ägde i genomsnitt obligationer för 355 procent av fondförmögenheten. Justerat för sålda obligationer fås ett mått som återspeglar fondens nettofinansieringsbehov som uppgick till 192 procent av fondförmögenheten. Vid årets utgång var utnyttjandet som störst då fonden ägde obligationer för 444 procent med ett nettofinansieringsbehov om 338 procent av fondförmögenheten. Ökningen i samband med årsskiftet förklaras av att vissa positionstyper typiskt uppvisar mycket god riskjusterad avkastning om man har möjlighet att finansiera dem över årsskiftet. Nektars stora antal motparter och goda repofaciliteter gör att vi kan bära

1) CNY och CNH är förkortningar på den kinesiska yuanen med skillnaden att CNH handlas på Hong Kong-börsen.

en sådan exponering till låg risk. Förhoppningsvis kan dessa realiseras under början av 2015 med god förtjänst.

Balansräkningen mätt som tioårsekvivalenter och som även inkluderar derivat, var vid årets utgång drygt 13 gånger fondförmögenheten. Den gradvisa minskningen av detta mått under året reflekterar att aktiviteten inom handel baserat på relativvärdering har minskat.

ORGANISATION, REKRYTERINGAR OCH PERSONALFÖRÄNDRINGAR

Nektar har under året anställt nio personer medan två personer har slutat. Vid årets utgång hade Nektar 33 anställda inklusive verksamheterna i London och Singapore, varav tretton portföljförvaltare.

I november bestämde sig fondens förvaltningsansvarige Kent Janér för att från årsskiftet ta ledigt under minst åtta månader av hälsoskäl. Kent kommer under sin ledighet att fortsätta som styrelseledamot i Nektar Asset Management AB men i övrigt inte vara aktiv i bolaget. Bolaget utsåg därför Martin Larsén och Patrik Olsson till ansvariga för förvaltningen. Martin har varit på Nektar sedan 2001 och arbetat som portföljförvaltare sedan 2003. I augusti 2013 blev Martin vice förvaltningsansvarig för Nektar. Patrik började som portföljförvaltare på Nektar 2011 och är ansvarig för Nektars Londonkontor.

I april började Jonas Andersson Tuomaala som kvantanalytiker. Jonas är teknologie doktor i produktionsekonomi från Lunds universitet och arbetade som portföljförvaltare för Nektar 2003 till 2008. Därefter drev han en egen CTA-fond, Density, tillsammans med en annan före detta Nektarkollega.

I maj började Rodney Ho Degen som portföljförvaltare på Nektars Singaporekontor. Rodney, som har en ekonomiexamen från Nanyang Technological University of Singapore, kom från Monetary Authority of Singapore där han var förvaltare med fokus på valutamarknader.

Kristofer Östberg började i juni som tradinganalytiker på Nektars Londonkontor. Kristofer, som tog examen vid Lunds universitet 2005 och har en Master i finans från London School of Economics, kom senast från Bank of America Merrill Lynch där han under åren axlade olika roller, bland annat som kundhandlare och strateg.

Under senare år har Nektars organisation vuxit i takt med en allt större förvaltningsportfölj och omfattar nu tre kontor med sammanlagt tretton portföljförvaltare. För att stärka supportfunktionerna till Nektars portföljförvaltning bildade Nektar under våren en ny grupp för front office-risk, med nya specialistroller inom risk, värdering och systemutveckling. I denna grupp arbetar Rickard Kjellin, Yijin Zhou och Rasmus Olsson, alla interna rekryteringar från B & P Fund Services ("BFS"). Rickard har en examen i industriell ekonomi och nationalekonomi från Chalmers och Göteborgs universitet och var senast kvantanalytiker i BFS riskkontroll- och utvecklingsgrupp. Yijin har examen från KTH och var teknisk analytiker i Calypsoprojektet hos BFS. Rasmus har

en civilingenjörsexamen i teknisk fysik och elektroteknik från Linköpings universitet och var även han kvantanalytiker i BFS riskkontroll och utvecklingsgrupp.

I augusti började Joel Rossier som tradingassistent. Funktionen syftar främst till att avlasta våra portföljförvaltare. Joel Rossier har en magisterexamen i Bank och Finans från Zürichs universitet och rekryterades ur BFS middle office-grupp.

Under året lämnade även ett par medarbetare Nektar. I somras bestämde sig Fredrik Attefall för att lämna sin tjänst som portföljförvaltare för Nektar, en roll han haft sedan 2005. Vid årsskiftet lämnade även Erik Brodin efter att ha arbetat som kvantanalytiker hos oss sedan 2011.

INTERNATIONELLA UTMÄRKELSER

Nektar tilldelades under året flera internationella utmärkelser för sitt förvaltningsresultat. I maj utnämndes Nektar till "Best Non-directional Hedge Fund Over Three Years" när branschtidskriften Hedge Funds Review delade ut sina priser under tillställningen "The 14th Annual European Single Manager Awards 2014". Det var tredje året i rad som Nektar tilldelades priset efter att även ha varit nominerad 2011. Nektar vann också pris som bästa "Macro over \$500m" vid branschtidningen HFMWeeks årliga "European Performance Awards" i London. Vi är lite extra glada och stolta över de utmärkelser som uppmärksammar och premierar Nektars affärsidé – att erbjuda en långsiktigt god riskjusterad avkastning.

Under våren nominerades Nektar även till priset som bästa europeiska hedgefond inom kategorin "Fixed Income" av branschtidningen EuroHedge, men vann inte. Det var femte året i rad som Nektar var nominerad, och 2010 vann vi priset. Nektar nominerades även till priset som bästa makrofond sett över fem år vid HFMWeeks prisceremoni, dock utan att vinna.

FÖRVALTNINGSVOLYM

Det förvaltade kapitalet var tämligen oförändrat under större delen av året för att sjunka något under årets sista månader. Vid årsskiftet uppgick den förvaltade volymen till 27,8 miljarder kronor, jämfört med 30,8 miljarder kronor vid föregående årsskifte.

OPERA-RAPPORTERING

I slutet av året kunde Nektar börja publicera en Open Protocol Enabling Risk Aggregation ("OPERA")-rapport. OPERA är en standardiserad kvartalsrapport vars definitioner bestäms av en arbetsgrupp bestående av både investerare, investeringskonsulter och fondförvaltare. För mer information se www.theopenprotocol.org.

REGELVERKEN FORTSÄTTER ATT RULLAS UT

I december erhöll Nektar ett förnyat verksamhetstillstånd från Finansinspektionen som en följd av att lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder trädde i kraft i juli 2013. Den nya lagstiftningen baseras på ett europeiskt regelverk,

AIFMD (Alternative Investment Fund Manager Directive). I de flesta avseenden innebär de nya reglerna inga materiella förändringar för Nektars verksamhet.

EMIR-förordningen (European Market Infrastructure Regulation) fortsatte att fasas in under året. Under februari blev rapportering av affärer i derivatinstrument obligatoriskt i Europa under förordningen och sedan augusti omfattar rapportering även värdering och säkerheter. Nektar clearar sedan början av 2014 så gott som alla clearingbara ränteswappar på LCH.Clearnet. Fonden är därmed redo att möta EMIR-förordningens kommande krav på clearing av OTC-derivat, något som inte väntas träffa finansiella aktörer som Nektar förrän under 2016.

UTSIKTER FÖR 2015

Global tillväxt, inflation och räntor

Efter ett år med fallande räntor, stigande aktiekurser och medioker tillväxt, där USA:s utveckling under andra halvåret var det lysande undantaget, går vi in i 2015 med fortsatt låg inflation globalt. Speciellt prekär är situationen i euroområdet med deflationsimpulser från lägre oljepriser, tillväxt under potentiell nivå och omfattande skulder. Dessutom har det grekiska dramat återigen satt eurosamarbetet (läs: "grecxit") på agendan vid utgången av året.

2014 var ytterligare ett år med extremt lätt penningpolitik och nollräntor. Centralbankernas tillgångar närmar sig 23 000 miljarder dollar globalt och deras sammanlagda balansräkningar kommer att växa i rask takt även under 2015. Inte minst kommer den europeiska centralbanken, ECB, och Bank of Japan att fortsätta expandera sina balansräkningar genom olika penningpolitiska stimulansåtgärder.

2015 är året då vi också kan förvänta oss att Federal Reserve i sin ambition att normalisera penningpolitiken börjar höja sina styrräntor även om inflationstakten på grund av oljeprisfallet fortsätter att vara låg. Skälen till detta är flera. Efter flera år av nollränta vill Federal Reserve börja ta tillbaka en del av stimulanserna för att komma närmare sin ränte- och tillväxtprognos. Dessutom har arbetslöshetsmålet nåtts och det finns tecken på lönetillväxt. Vidare har både bank- och husmarknaden återhämtat sig och hushållen skuldsättningsgrad har minskat. Därutöver syns tecken på bubblor i vissa tillgångsmarknader som därför kan behöva kylas ned med hjälp av högre räntor.

I euroområdet har återhämtningen varit långsam sedan finanskrisen inleddes och situationen har blivit ytterligare komplicerad i flera länder i takt med att EU-kritiska missnöjespartier ökat i popularitet. Även den låga inflationen kommer att vara ett problem på kort sikt och det finns risk för deflation. Europeiska centralbanken har tydligt signalerat att den kommer att vidta åtgärder och givet vår egen inflationsprognos bedömer vi att den kommer att starta ett program med kvantitativa lättnader i början av året. Trots betydande problem är vår syn på euroområdet inte alltför negativ. Svagare valuta, lägre energipriser och vissa strukturella reformer börjar få effekt. Vi ser också vissa tecken

på att kreditefterfrågan börjar återhämta sig. Även bland börsbolagen har positiva överraskningar redovisats. Vi ser en möjlighet att euroområdet kan komma att växa bättre än marknadens mycket negativa förväntansbild.

I Asien riktar vi blickarna framför allt mot Japan och Kina. Premiärminister Abe fortsätter på samma kurs som tidigare och beslutet att skjuta upp momshöjningen är positivt för konsumtionen och därmed för tillväxten. Problemet är att japansk export inte har ökat trots den kraftiga yenförsvagning som skedde under 2014. De extrema stimulanserna fortsätter där Bank of Japan nu köper hela bruttoemissionsvolymerna av statsobligationer samtidigt som pensionsfonden GPIF ökar sin aktieandel. Utländska investerare fortsätter dock att vara skeptiska. Inflödena till den japanska aktiemarknaden från utländska investerare minskade under 2014 med mer än 90 procent jämfört med 2013. Det kan tolkas som att marknaden vill se den tredje pilen (strukture reformer) i premiärminister Abes ekonomiska program skjutas iväg. För att locka investerare krävs således långsiktiga strukture reformer för tillväxt som inte är beroende av Bank of Japan och ytterligare penningpolitiska lättnader.

Den kinesiska ekonomin väntas stå för en tredjedel av den globala tillväxten under 2015, men även Kina har ett antal problemområden att tackla i form av svag kredittillväxt, låg inflation och försämrad konkurrenskraft. Även företagets vinstmarginaler minskar. Det största hotet mot den kinesiska ekonomin, med implikationer för global tillväxt, är dock den vikande fastighetsmarknaden. Med detta sagt och den förstärkning som skett av valutan gentemot viktiga handelspartners, kan det inte uteslutas att centralbanken genomför ytterligare räntesänkningar under 2015.

Risker i kreditmarknaderna

En effekt av de kvantitativa lättnaderna under senare år är att räntorna på riskfria statsobligationer (i den mån de kan betraktas som riskfria) fallit samtidigt som kreditspreadarna minskat. Det har medfört rekordstora emissionsvolymerna från företag och andra emittenter till rekordlåga räntenivåer. På investerarsidan följer många sina benchmarks och tvingas därför köpa kreditprodukter till allt lägre nivåer för att inte tappa mot benchmark och konkurrenter. Alternativet att ligga likvid när räntorna är runt noll är dyrt. På Nektar har vi börjat oro oss för detta, då vi sett tecken på en begynnande stress i vissa kreditmarknader. Det finns olika förklaringar till denna stress. Sällan har likviditeten och riskabsorberingsförmågan hos bankerna varit lägre. Detta beror på nya regleringar som gör det kostsamt för bankerna att ligga med innehav i dessa finansiella instrument. Därför agerar många banker idag mer som mäklare än market makers. Eftersom även bankernas treasuryavdelningar omfattas av samma regelverk, har ytterligare en viktig likviditetskälla försvunnit. Situationen liknar den vi såg under 2006, men med färre derivatprodukter i omlopp. Skillnaden är att det idag finns mer risk i investerandet än hos bankerna och att likviditeten i dessa

tillgångar är betydligt sämre. Detta förhållande gör också att vi kan förvänta oss att Federal Reserve höjer räntorna under 2015 för att motverka fortsatt stretchade värderingar i dessa tillgångsmarknader.

Sammanfattningsvis går vi alltså in i 2015 med nollräntepolitik från de största centralbankerna inom G10 som med sin politik stödjer alla tillgångsmarknader. Samtidigt befinner sig statsobligationsräntorna på rekordlåga nivåer. Marknadsprissättningen kommer att präglas mycket av detta också framöver. Det senaste årets kombination av låg volatilitet och trendlösa marknader var mindre gynnsamt för Nektar, men vi tror att volatiliteten kommer tillbaka. För detta talar bland annat att olika regioner i den globala ekonomin befinner sig i olika faser av konjunkturcykeln. Vi ser också ökade geopolitiska spänningar. Många tillgångsmarknader är i dagsläget övervärderade och likviditeten är på sina håll bristfällig.

På Nektar står vi väl rustade med seniora förvaltare i Stockholm, London och Singapore som kommer att ta tillvara de möjligheter som dyker upp på de marknader där vi är aktiva. Det finns således goda förutsättningar för att vi ska kunna leva upp till målet att erbjuda en långsiktigt god riskjusterad avkastning.

Martin Larsén
Förvaltningsansvarig Nektar

Patrik Olsson
Förvaltningsansvarig Nektar