

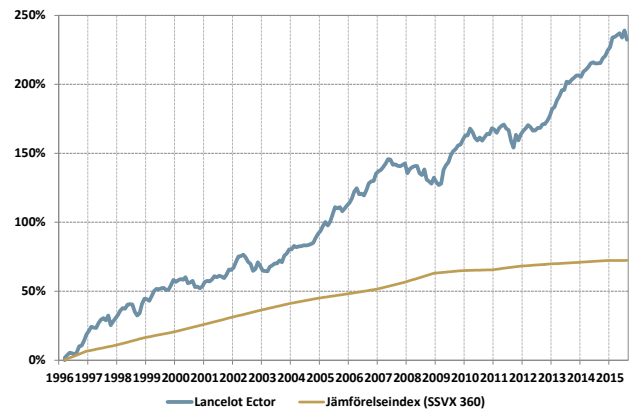


## Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

OECD sänkte i september sin prognos för den globala tillväxten. Även om organisationen ser en fortsatt återhämtning i stora delar av västvärlden, har utsikterna för många s.k. tillväxtländer försämrats. Kapitalutflöden leder i flera fall till åtstramande kreditförhållanden och i länder som Brasilien och Turkiet ökar dessutom den politiska risken. Oro finns likaså för att de stora lån i USD som många företag tagit blir allt svårare att hantera då den amerikanska valutan generellt stärkts samtidigt som ekonomierna försvagats. De fallande råvarupriserna och inbromsningen i Kina är kanske inte ett lika allvarligt hot mot de mer mogna ekonomierna, som ju oftast är råvaruimportörer. Men trots allt stod Kina under förra året för ca 40 % av den globala tillväxten. Utvecklingen under september ledde även till att den expansiva penningpolitiken i väst helt eller delvis motverkades av turbulensen i de finansiella marknaderna via vidgade s.k. räntespreadar och stigande reala långräntor och växelkurser (fallande inflationsförväntningar), samt fallande aktiekurser. OECD förväntar sig nu att den globala tillväxten 2015 blir 3,0 % och 3,6 % under nästa år.

Den amerikanska centralbanken (Fed) behöll styrräntan i intervallet 0-0,25 % Banken bedömer arbetsmarknaden som tillräckligt stark för en räntehöjning, men det andra delmålet om prisstabilitet kring två procent har ännu inte uppnåtts. Fed hänvisades till att förhöjd internationell ekonomisk osäkerhet tillsammans med en stark amerikansk valuta ökat riskerna kring inflationsutvecklingen. Därutöver sänkte de beslutande ledamöterna i Fed sina prognoser för både arbetslösheten och inflationen under de närmaste åren, en något motsägelsefull förändring. Även den europeiska centralbanken ECB lämnade styrränta och storleken på pågående tillgångsköp oförändrade. Dock pekade fler tal av ledamöter i ECB, inte minst ordförande Draghi själv, på en beredskap till utökade monetära stimulansåtgärder om det visar sig att signalerna om en svagare konjunktur fundamentalt försvårar bankens måluppfyllelse om en inflationstakt kring två procent i det medellånga perspektivet. Sveriges Riksbank sänkte reporäntan med 0,10 % till minus 0,35 % och utökade samtidigt köpen av statsobligationer med SEK 45 miljarder. Ökad osäkerhet

### Procentuell utveckling efter arvoden



i omvärlden i kombination med en starkare svensk krona riskerar enligt Riksbankens att försvåra uppnåendet av det tvåprocentiga inflationsmålet. Bank of Japan (BoJ) lämnade penningpolitiken oförändrad vid sitt möte i september. BoJ konstaterade att den måttliga återhämtningen i Japans ekonomi fortsätter, men att exporten påverkats av inbromsningen i tillväxtekonomierna. Även om inflationen ligger kring noll hävdar banken att de långsiktiga inflationsförväntningarna verkar stiga mot det tvåprocentiga målet, något som BoJ upprepat sedan åtminstone 2013. Även exkluderat oljeprisfall finns det få tecken som pekar mot en underliggande stigande pristrend via högre löner och konsumtion och/eller stigande företagsvinster och investeringar. Många ekonomer förväntar sig nya stimulanser i slutet av oktober då BoJ publicerar sina nya prognoser för ekonomin.

De större valutorna utvecklades tämligen trendlöst under kvartalet även om det fanns inslag av volatilitet. Det engelska pundet försvagades dock visavi USD och även gentemot EUR. Svagare makrostatistik minskade sannolikheten för en kommande engelsk räntehöjning. Den japanska yenen stärktes som brukligt vid ökad riskaversion. Vår svenska krona var svagare mot de stora valutorna, det brittiska pundet undantaget. Thomson Reuters råvaruindex (ca 1/3 petroleumprodukter) föll med knappa 15 %. Nedgången för oljepriset tog åter ny fart och priset föll med mer än 20 %. Priset på guld



noterade en prisnedgång på knappt 5 %.

Den tidigare nämnda oron kring den globala ekonomin och effekter av en eventuell amerikansk räntehöjning ledde till en mycket svag utveckling för världens aktiemarknader under kvartalet. I EU-området föll kurserna med 8 procent i lokal valuta (MSCI), medan börserna i Norden backade med knappt 7 % (Sverige -8 %). Börserna i Nordamerika sjönk med 7 % (USA - 7 %). Stilla Havs-regionen exklusive Japan uppvisade en kursnedgång på 12 %, medan den japanska börserna sjönk med hela 14 %. Världsindex i lokal valuta föll under årets tredje kvartal med 8,13 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursnedgången till 7,86 %.

Västvärldens stora ekonomier går i otakt samtidigt som det är stora skillnader i ekonomisk utveckling i flertalet s.k. utvecklingsländer. Sedan 2009 har USA och Storbritannien återhämtat sig efter finanskrisen, troligen tack vare tidigt iscensatt penningpolitisk stimulans (program av tillgångsköp, s.k. QE). Den långsamma reaktionen från ECB, som liksom Riksbanken t.o.m. höjde styrräntan 2011, har å andra sidan fördröjt en ekonomisk återhämtning. Tillväxt-ekonomierna klarade krisen relativt väl och fortsatte sin tillväxt drivet av finanspolitisk stimulans i Kina och i många fall kraftigt växande belåning (främst i USD). Med försök till systemskifte i den kinesiska ekonomiska politiken från investeringar mot konsumtion, vilket av nödvändighet bromsar tillväxten, har även den höga belåningen bidragit till en svagare utveckling. Med detta utgångsläge är riskerna för den globala ekonomin närmast att betrakta som asymmetriska, d.v.s. riskerna överväger möjligheterna. Som nämnts i tidigare kvartalsrapporter är möjligen den bästa utvecklingen för aktiemarknader en fortsatt modest global ekonomisk aktivitet, vilket skulle möjliggöra en längre period av förhöjd effektivitet, god intjäning, förvärv och, eventuellt, högre värdering. Å andra sidan är många centralbankens möjlighet att ytterligare stimulera ekonomier på ett verksamt sätt vid en eventuell konjunktursvacka begränsade. QE synes ha en mindre påverkan ju mer fullvärderade tillgångspriser blir (=låga riskpremier). I stället har penningpolitikens effekter letat sig till valutornas relativa utveckling, vilket i en värld med fria

kapitalflöden innebär att investerare söker högre riskpremier i utländska marknader och därmed stimulerar eller stramar åt de finansiella förhållandena via förändringar i valutakurser. Å andra sidan är det troligt att känsligheten för stramare penningpolitik (via räntor, valutor, s.k. räntespreadar etc.) är större då skulderna fortfarande är stora i aggregerad form. En rimlig slutsats under rådande förhållanden är att den framtida genomsnittliga avkastningen för flertalet tillgångsslag blir lägre än tidigare.

ECTOR utvecklades svagt under årets tredje kvartal och fondens NAV-värde föll med 2,01. Sedan årsskiftet har därmed NAV-värdet ökat med 0,80 %. Fondens aktieandel sänktes något under perioden till ca 27 %. Den tidigare gjorda försäljningen av ca två procentenheter i Volvo köptes tillbaka till en 8 % lägre kurs, men i efterhand tyvärr för tidigt. Placeringen bygger fortfarande på bolagets omstruktureringsprogram och möjlighet att förbättra lönsamheten, men förutsätter att den globala lastvagnsmarknaden inte står inför ett större volymtapp. Innehavet i Unilever såldes i samband med turbulensen kring tillväxtmarknadernas utveckling. Bolaget har ca 60 % av sin omsättning i just dessa områden och är därför sårbart för en svagare efterfrågan. Värderingen är i detta läge neutral, men risk finns att vinstestimaten behöver justeras ned. Bolaget är välskött och vi är beredda att åter köpa vid eventuella negativa kursreaktioner.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 0,9 år.

*Med vänlig hälsning*

*Ulf Hansson*

*Lancelot Asset Management*