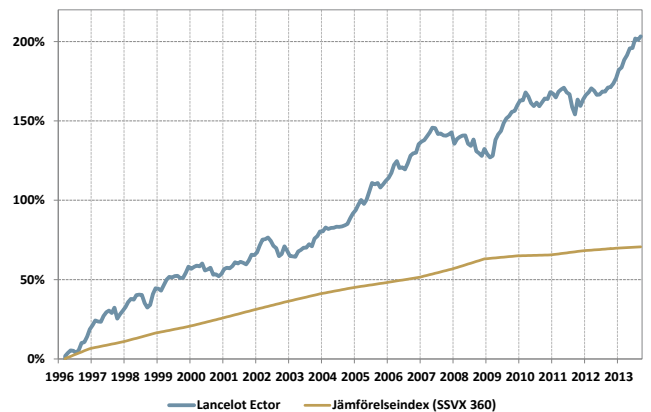




## Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

Antydning om ett första tillbakadragande av den extremt expansiva penningpolitiken i USA medförde turbulens i de finansiella marknaderna då aktörer försökte anpassa sina positioner till en mindre gynnsamma riskmiljö. Detta visar att den globala ekonomin, som i stor utsträckning är sammanflätad med finansmarknadernas utveckling, är i ett känsligt läge. Vid detta tillfälle var det främst vissa tillväxtmarknader som drabbades av turbulensen i form av fallande valutakurser, kapitalflykt och oro kring bristen på strukturella reformer. Men även obligationsräntorna i västvärlden steg kraftigt. Fortfarande är prognosen att världsekonomin accelererar under nästa år ledd av utvecklingen i USA samtidigt som Europas återhämtning fortsätter. De tidigare tillväxtlokomotiven i främst Asien spås däremot en mer dämpad utveckling. Den inbromsning som Kina genomgått, även om en stabilisering syns i den senaste officiella statistiken, bromsar exportmöjligheterna för råvaruproducenter och andra handelspartner. Det kan synas märkligt att en mindre försämring i den amerikanska penningpolitiska stimulansen ska få effekt på den reala världsekonomin. Sanningen är väl att ingen vet om så blir fallet då vi bevittnar ett makroekonomiskt experiment som saknar en historisk parallell. Dock vet vi att den amerikanska centralbanken (Fed) har köpt tillgångar i andrahandsmarknaden för närmare USD 3 biljoner under de senaste fem åren. Historien visar att en längre tid av riskaptit ofta leder till obehagliga överraskningar när väl trenden vänder. Med kapital som rör sig fritt i världen skulle förstås felaktiga positioner kunna leda till oönskade konsekvenser och förnyad turbulens. Exempelvis har billigt kapital blåst upp kreditgivning och inflation i några av tillväxtländerna, vilket ledde till kapitalutflöden från Indien och Indonesien under kvartalet. Läget är med andra ord känsligt och risken för felaktiga politiska beslut stor, samtidigt som centralbankernas förmåga att kommunicera och förbereda finansmarknaderna inför kommande förändringar är av yttersta vikt. Detta kompliceras av att centralbankerna numera försöker kombinera transparens och tydlighet med ett ökat beslutsberoende av aktuell statistik.

### Procentuell utveckling efter arvoden



Den amerikanska centralbanken (Fed) överraskade de flesta bedömare vid sitt septembermöte då man beslutade att behålla samma köpvoly av räntepapper som tidigare trots en tämligen tydlig markering under inledningen av sommaren om en nedtrappning. Detta ledde till den tidigare beskrivna turbulensen. Banken hänvisade till svagare ekonomisk statistik och högre bolåneräntor samtidigt som finanspolitiken bromsar tillväxten. Trots allt förväntar sig de flesta bedömare att Fed kommer att minska sina köp innan årsskiftet om inte ekonomin försämras märkbart. Den europeiska centralbanken ECB behöll styrräntan på 0,5 %. Banken konstaterade att tillväxten inom eurozonen var positiv under årets andra kvartal efter sex kvartal med negativ utveckling och att framåtblickande indikatorer pekar mot en fortsatt gradvis återhämtning från låga nivåer. Även Riksbanken lämnade reporäntan oförändrad på en procent.

På valutamarknaden föll US-dollar under det tredje kvartalet mot såväl euron som den svenska kronan, medan den amerikanska valutan i stort var oförändrad gentemot den japanska yenen. Givetvis låg den fortsatta expansiva amerikanska penningpolitiken bakom försvagningen, men även stora kapitalflyttningar från asiatiska marknader till de allt populärare finansmarknaderna i Europa tryckte upp värdet på den gemensamma eurovalutan. Reuters/Jefferies råvaruindex (ca 1/3 petroleumprodukter) steg närmare 4 % under kvartalet,



# LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 1 OKTOBER 2013

samtidigt som oljepriset ökade till USD 108 per fat. Guldpriset ökade med ca 8 %.

Under kvartalet åtnjöt världens aktiemarknader en potent blandning av fortsatt expansiv penningpolitik och tecken på förbättrad världskonjunktur. Inom EU-området steg kurserna med 8 % i lokal valuta (MSCI), medan börserna i Norden ökade med knappt 11 % (Sverige 10 %). Börserna i Nordamerika utvecklades något sämre men steg ändå med drygt 5 % (USA +5 %). Stilla Havs-regionen exklusive Japan uppvisade en kursstegring på 7 %, medan den japanska börserna ökade med 5 %. Världsindex i lokal valuta steg under årets andra kvartal med 5,92 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 2,82 %, en effekt av en starkare svensk krona.

Västvärldens aktiemarknader har efter årets kraftiga kursstegringar i stor utsträckning intecknat en kommande konjunkturförbättring. Som brukligt är vid konjunkturbottnar har kurserna stigit utan att vinstprognoserna ännu börjat justeras upp. Nästa fas är att tillväxten förbättras och att bolagsvinsterna ”växer in” i värderingen. Detta resonemang bygger givetvis på att den globala aktiviteten faktiskt blir allt bättre. Som tidigare noterats är dagens förutsättningar unika med en världsekonomi som bygger på extremt expansiv penningpolitik, stram finanspolitik, stigande tillgångsvärden och fortsatt hög belåning. Klarar de reala ekonomierna en neddragning av de penningpolitiska stimulanserna utan att tillväxten drabbas och arbetslösheten åter börjar stiga? Fed synes vara mer avvaktande än de finansiella marknaderna vad gäller en rikttningsförändring och pekar återigen på att ett neddragningsbeslut är beroende av aktuell makrostatistik utan hänsyn till någon fast tidpunkt. Utvecklingen i vissa tillväxtländer under kvartalet visar dessutom på att en neddragning av stimulanser kan skapa oväntad turbulens och skada den ekonomiska återhämtningen. Fem års köp av tillgångar kan givetvis ha lagt grunden till ett alltför stort risktagande i det finansiella systemet. Delar av kreditmarknaden ser onekligen ansträngt värderad ut i och med att många aktörer ”tvingats” ut ur riskfria statsobligationer och ersatt dessa med företagsobligationer med kreditrisk. Om kassaflödena som i dagsläget stödjer värderingen av någon anledning skulle falla, lär det uppstå marknadsoro när många aktörer söker sälja för att

omplacera i det enda riktigt riskfria alternativet, d.v.s. statspapper. Med denna bakgrund torde en avvaktande och försiktig inställning för tillfället vara lämplig.

ECTOR:s NAV-värde steg under kvartalet med 2,50 % och har därmed ökat med 9,53 % under året. Fondens aktieandel sänktes marginellt till ca 25 %. Innehavet i Berkshire Hathaway såldes efter en kursuppgång på 50 % sedan inköpstillfällena i mars/april 2012. Vidare reducerades innehaven i Bank of America och Britvic. En mindre position i amerikanska John Deere (tillverkare av främst jordbruksmaskiner) köptes.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,85 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under årets tredje kvartal.

*Med vänlig hälsning*

*Ulf Hansson*

*Lancelot Asset Management*