

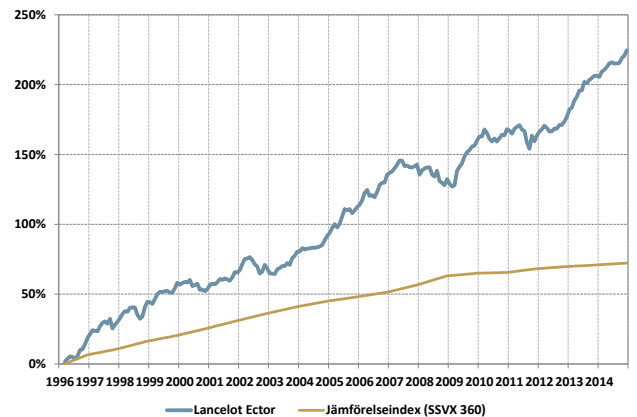


## Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

Vid ingången av 2014 var den gängse uppfattningen bland prognosmakare att världskonjunkturen var på väg att böttna ur och marknadsaktörer positionerade sig därefter. Men i slutet av oktober var bilden den motsatta och ekonomiskt exponerade sektorer föll på börserna samtidigt som marknadernas inflationsförväntningar sjönk och s.k. kreditspreadar gick isär. Obligationsräntorna föll märkbart under året, liksom oljepriset och marknadsnoterade inflationsförväntningar. Enkätundersökningar under oktober månad för såväl tillverkande som serviceföretag pekade mot en inbromsning i den globala tillväxten för tredje månaden i rad. Föga förvånande är därför konjunkturprognoserna för 2015 något mer försiktiga jämfört med dem för tolv månader sedan och globalt BNP förväntas öka med 3,1 % (2,6 % 2014). Ett positivt bidrag till tillväxten kommer, om historien upprepar sig, från det dramatiska fallet i oljepriset, som ju är en påtaglig inkomstöverföring från oljeexporterande länder till oljekonsumerande nationer. Trots de senaste årens stora oljeboom i USA, förväntas den amerikanska ekonomin fortsätta leda den globala återhämtningen. Den ekonomiska cykeln i USA breddas och accelererar och en första styrräntehöjning förväntas ske kring halvårsskiftet 2015. Europa gynnas i närtid av det fallande oljepriset, men inflationen lär falla ytterligare, vilket ökar sannolikheten för fortsatta penningpolitiska lättnader. Osäkerheten kring den japanska ekonomins utveckling ökade i och med svaga BNP-siffror som indikerade att landets recession varit djupare än förväntat. I Kina kan fallande inflation och svagare tillväxt innebära framtida räntesänkningar.

Den amerikanska centralbanken (Fed) fastslog vid sitt decembermöte att arbetsmarknaden stadigt förbättras och att övertaligheten av arbetssökanden nu successivt avtar. I nuläget är behovet av en fortsatt nollräntepolitik inte vid handen och följaktligen ströks den två gamla utfästelsen att styrräntan skulle förbli vid noll procent "under en ansenlig tidsperiod". Likväl försäkrade Fed att en omedelbar räntehöjning inte var aktuell och introducerade formuleringen att "banken kan visa tålamod innan penningpolitiken börjar normaliseras". Bakom garderingen ligger det

Procentuell utveckling efter arvoden



faktum att inflationen fallit, en stark arbetsmarknad till trots. Såväl rapporterad prisförändring som s.k. kärninflation förväntas under de tre närmaste åren hamna kring eller under bankens mål om 2 %. I eurozonen var ekonomisk statistik och enkätundersökningar under slutet av året en besvikelse och pekade mot en knappt skönjbar tillväxt. Den senaste prognosen från den europeiska centralbanken ECB indikerar lägre inflation (accentuerat av fallande oljepris), svagare real tillväxt och en dämpad krediddynamik och banken ämnar därför i början av 2015 utvärdera utfallet av sina hitintills genomförda penningpolitiska stimulanser. ECB slog fast att om denna utvärdering nödvändiggör nya åtgärder för att motverka en alltför lång period av låg inflation, är bankens beslutande medlemmar överens om att utnyttja ytterligare icke-konventionella instrument inom bankens mandat. Detta innebär att storlek, takt och typ av tillgångar som kan komma att köpas av ECB är föremål för diskussion. I Japan överraskade centralbanken Bank of Japan (BoJ) de flesta bedömare i oktober genom att utöka det redan stora stimulansprogrammet ytterligare. Protokollet från decembermötet andades en större optimism än tidigare. Även om landet befinner sig i en recession, visar den viktiga exportsektorn enligt BoJ tecken på återhämtning, medan industriproduktionen "bottnar ur". I Sverige sänkte Riksbanken reporäntan till noll procent med motiveringen att även om svensk ekonomi är relativt stark och konjunkturen fortsätter förbättras, så är inflationen för låg.



På valutamarknaden fortsatte US dollarn att stärkas. Bakom uppgången låg framförallt divergensen mellan Feds förväntade penningpolitiska agerande, d.v.s. allt närmare en höjning, och de övriga större centralbankernas allt tydligare inriktning mot fortsatta stimulanser. Den amerikanska valutan förstärktes med dryga 12 % gentemot euron och med närmare 14 % visavi yenen. Den svenska kronan befann sig i en fallande trend under den största delen av året. Förutom att Riksbanken fortsatte med räntesänkningar ned till noll procent, tyngdes möjligen kronan av såväl en försämrad världskonjunktur som politisk osäkerhet. Det riktigt stora dramat på valutamarknaden utspelade sig dock i den ryska rubeln som förlorade närmare 77 % gentemot USD under 2014. Bakom kollapsen låg oljeprisfallet, då Ryssland har stora intäkter från oljeexport, men även västs sanktioner mot landet p.g.a. konflikten i Ukraina. Mycket talar förstås för en rysk recession under 2015. Även om landet byggt upp stora reserver sedan tidigare, innebär de fallande oljeintäkterna en ökad press på många ryska bolag då sanktionerna utestänger juridiska personer och bolag från de internationella kapitalmarknaderna. Thomson Reuters råvaruindex (ca 1/3 petroleumprodukter) föll kraftigt med 18 %. Som redan nämnts havererade oljepriset när Opec:s ledande medlem Saudi-Arabien vägrade minska produktionen trots det redan fallande oljepriset. Under året sjönk oljepriset med hela 48 %. Guldpriset var stabilare och slutade året med en nedgång på 2 %.

De större globala aktiebörserna arbetade sig sakta uppåt under året med en snabb och kraftfull korrigerings under oktober som det noterbara undantaget. Den positiva utvecklingen var främst hänförlig till stabila sektorer som läkemedel/sjukvård och teknologi. Däremot var oljebolag och dess underleverantörer svaga i och med fallande oljepris och den därmed medföljande aktivitetsminskningen. Även andra råvaruproducenter utvecklades svagt. I EU-området steg kurserna under 2014 med endast en procent i lokal valuta (MSCI), medan uppgången i Norden var 9 % (Sverige +10 %). Börserna i Nordamerika steg med 11 % (USA + 11 %). Samtidigt uppvisade Stilla Havs-regionen en kursuppgång på knappa 2 % och den japanska börsen ökade med 8 %. Världsindex i lokal valuta steg under

året med 7,71 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 24,94 %, en effekt av den svagare svenska kronan.

Med en inflationstakt i de större ekonomierna (och flertalet andra) som understiger centralbankernas målsättning, har deflationsrisken oroad beslutsfattare och marknadsaktörer. I USA och Storbritannien, där fallande priser synes minst troligt, har ändå den generella löneutvecklingen varit svag under en längre tid. Denna utveckling syns även i andra delar av västvärlden och tillsammans med den fortsatt stora skuldbördan skulle en mer utspridd deflation skapa osäkerhet gällande möjligheterna att betala av på skulderna. Ett dylikt scenario skulle med säkerhet också hota börsvärderingarna och andra riskfyllda placeringar. Med denna bakgrund är och förblir en rimligt hög tillväxt av yttersta vikt. I sin oktoberprognos var IMF, liksom flertalet privata prognosmakare, tämligen övertygade att tillväxtutsikterna för USA och Storbritannien rör sig åt rätt håll, samtidigt som man var hoppfull om den japanska utvecklingen, inte alltför oroad över Kinas förväntade 7-procentiga tillväxt och optimistisk gällande tillväxtekonomiernas möjligheter att bidra till den globala återhämtningen. Men inga prognoser lämnas utan att poängtera riskerna. Osäkerhet finns kring eventuella negativa (marknads)konsekvenser av den ändrade amerikanska penningpolitiska inriktningen, den fortsatt låga tillväxten i västvärlden, en hög sannolikhet att eurozonen hamnar i recession och därmed sammanhängande deflationistisk miljö, en nedåtgående trend avseende tillväxtekonomiernas ekonomiska utveckling och, inte minst, risker i samband med Kinas byte av tillväxtmodell från kapitalintensiv till konsumentledd tillväxt. Även om centralbanker kortsiktigt kan gjuta olja på vågorna vid eventuella marknadskorregeringar, visar dagens försiktiga globala tillväxt att bevisen inte entydigt pekar mot att enkom penningpolitisk stimulans, utan finanspolitiskt stöd, räcker för att generera acceptabel tillväxt. Även om utgångspunkten är en fortsättning på den inslagna vägen och en tillväxt i världen på ca 3 %, delvis tack vare ett lägre oljepris, torde 2015 innehålla perioder av hög volatilitet, d.v.s. stora kursrörelser, då de finansiella marknaderna återigen oroar sig för balansen mellan inflation och deflation, den generella tillväxten och en mindre ackommoderande amerikansk centralbank.



# LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 2 JANUARI 2015

Lancelot Ector:s NAV steg under det fjärde kvartalet med 2,92 %. Fondens NAV-värde steg därmed med 5,91 % under 2014. Fondens aktieandel höjdes under kvartalet till ca 35 % från knappt 30 %, delvis en följd av ett uttag ur fonden. Nytt innehav i aktieportföljen är svenska SKF, som köptes till en attraktiv kurs. Aktiekursen var delvis pressad av den osäkerhet som uppstod vid VD-bytet och risken för sänkta lönsamhetsmål. Detta visade sig obefogat och kursen, på vad vi bedömer vara ett kvalitetsbolag, rekylerade. SKF har en målsättning avseende rörelsemarginalen på 15 % (12-13 % i dagsläget), vilket på sikt kan ge ytterligare kurspotential. Hela innehavet i Securitas såldes då vi bedömde aktien som fullvärderad. Under året har Walgreen, Securitas och Bank of America stått för de största positiva bidragen till aktieportföljen. Positionen i Lanxess var å andra sidan en belastning.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,3 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under årets fjärde kvartal.

*Med vänlig hälsning*

*Ulf Hansson  
Lancelot Asset Management*