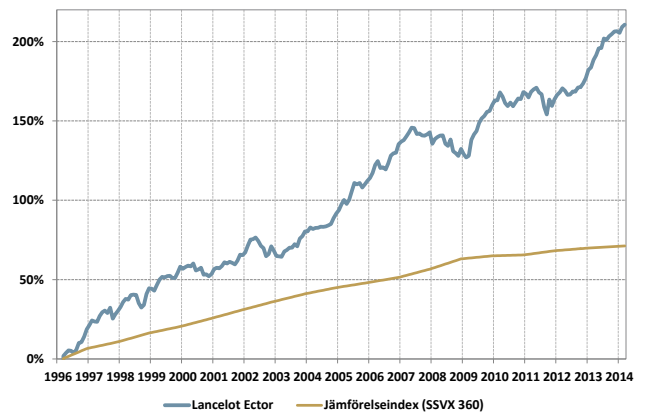




Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

Trots en trög ekonomisk utveckling i USA under inledningen av året och en hel rad av relativt svag kinesisk statistik (industriproduktion, detaljhandel och investeringar), visade enkäter på en alltmer tilltagande framtidsoptimism bland världens företag. Den förväntade aktivitetsförbättringen för det närmaste året steg kraftigt jämfört med slutet av förra året bland företag i USA, Storbritannien och i euroområdet. Glädjande nog planerar bolagen även för ökade investeringar och nyanställningar. Även om optimismen i Europa nådde ett treårs högsta, är nivån lägre än i USA och Storbritannien. Förväntansbilden förbättrades emellertid i tre av de fyra största länderna inom valutaunionen, nämligen Spanien, Tyskland och något överraskande Frankrike. I Japan var motsvarande data oförändrad jämfört med slutet av förra året och framtidsförväntan har nu sjunkit till den lägsta nivån sedan slutet av 2012. Däremot uppvisade företagen i de s.k. tillväxtländerna i genomsnitt en osäkerhet inför framtida tillväxt, investeringar och nyanställningar som t.o.m. överträffar motsvarande data från 2009, då den finansiella finanskrisen var som akutast. Förutom sekundära effekter av en mindre expansiv amerikansk penningpolitik i form av viss kapitalflykt, fallande valutor och efterföljande räntehöjningar i vissa sårbara tillväxtländer, är en viktig del av osäkerheten om framtiden rimligen hänförlig till utvecklingen i Kina. Inbromsningen av den kinesiska tillväxten reflekterar till stor del myndigheternas försök att begränsa risken för en större finanskris efter de senaste fem årens kraftiga skulduppbyggnad. Kortsiktigt är frågan hur det nya kinesiska ledarskapet navigerar mellan två motstridiga målsättningar: acceptabel tillväxt och/eller strukturella reformer. Kommer man återigen välja att sätta en mer expansiv politik för att hålla upp tillväxten eller prioriteras strukturella reformer för att växla över till en mer konsumentorienterad tillväxt från dagens, ofta lånefinansierade, export- och investeringsinriktad modell? Ett viktigt steg i detta reformarbete togs under kvartalet när bl. a. ett stålbolag ställde in betalningarna på lån. Men det fanns även tecken på tillväxtfrämjande åtgärder för att uppnå tillväxtmålet på 7,5 % för helåret, som påskyndande av byggprojekt. En lyckad och

Procentuell utveckling efter arvoden



kontrollerad transformering av tillväxtmodell lär ändå innebära deflationistiska impulser (lägre priser) in i den globala ekonomin när all överkapacitet elimineras.

Den amerikanska centralbanken (Fed) under ledning av den nya ordföranden Yellen behöll styrräntan i intervallet 0-0,25 %, men slopade den 6,5-procentiga tröskeln för arbetslösheten som tidigare utgjort nivån då den första räntehöjningen skulle bli aktuell. I stället återopades en mängd ekonomisk data kring allt från arbetsmarknad till inflation och finansiella marknader som nu kommer att sammanvägas innan ett höjningsbeslut tas. Då dagens arbetslöshet redan är 6,7 % var beslutet inte helt oväntat, men den explicita tröskeln blev ersatt med något som marknaden uppfattade som vagt och ledde initialt till såväl stigande räntor och dollar som fallande börser. Den europeiska centralbanken ECB behöll styrräntan på 0,25 %. Banken tror nu på en längre period av (för) låg inflation som dock över tid kommer att röra sig uppåt mot målsättningen ”under, men nära två procent”. För att stödja denna utveckling fortsätter ECB att bedriva en expansiv penningpolitik så länge man anser det behövs och man förväntar sig att styrräntan kommer att vara kvar på dagens nivå eller lägre under en längre tid (s.k. forward guidance). Även Riksbanken behöll styrräntan på en oförändrad nivå, 0,75 %. Likaså behöll Bank of Japan (BoJ) sitt köpprogram av tillgångar på oförändrad nivå. Majoriteten av bedömare tror att BoJ behöver utöka



LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 1 APRIL 2014

sin stimulans senare under året då vårens momshöjning förväntas bromsa ekonomin.

På valutamarknaden försvagades US-dollar något mot yenen efter den tidigare kraftiga förstärkningen. Dollarn sjönk även visavi euron även om en viss förstärkning inträffade under slutet av kvartalet då finansmarknaderna tyckte sig skönja en första amerikansk räntehöjning under nästa år. Den kinesiska centralbanken lät renminbin (valutan) successivt försvagas från mitten av februari. Olika teorier florerade om orsaken bakom myndigheternas beslut. Den svenska kronan var i stort oförändrad under kvartalet. Reuters/Jefferies råvaruindex (ca 1/3 petroleum-produkter) steg med närmare 9 %. Oljepriset föll medan priset på guld noterade en uppgång på knappt 7 %.

Världens aktiemarknader uppvisade en blandad utveckling under årets första kvartal. I EU-området steg kurserna med en procent i lokal valuta (MSCI), medan börserna i Norden ökade med 4 % (Sverige + 2,5 %). Börserna i Nordamerika steg med 1,6 % (USA +1,3 %). Stilla Havs-regionen exklusive Japan uppvisade en kursnedgång på 0,4 %, medan den japanska börsen rekylade efter den tidigare uppgången och föll med 8 %. Världsindex i lokal valuta steg under årets första kvartal med 0,53 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursnedgången till 1,58 %, en effekt av en något svagare svensk krona.

Riskpremier har reducerats på ett markant sätt i de flesta finansiella marknader. Kursuppgångar på många aktiebörser har fortsatt trots ihållande nedjusteringar av vinstprognoser och den samlade värderingen är på många håll hög. Bakgrunden i form av den globala bank- och finanskrisen spelar säkert en roll i denna utveckling. Efter kraftiga kursfall i samband med krisen skapade riskoviljan en alltför stor ”rabatt”, vilken nu eliminerats bl.a. då risken för en global systematisk kollaps i det finansiella systemet undvikits. I Europa har likaså sannolikheten för ett sammanbrott av valutaunionen förhindrats av den enda paneuropeiska institutionen, nämligen ECB och dess trovärdiga interventioner. Men fortfarande är den globala ekonomin på en svag tillväxtkurva och osäkerheten kring när och effekterna av tillbaka-

dragandet av tillgångsköp från centralbanker stor. Detta har säkert bidragit till att ”trygga” bolag med stabil intjäning och god historik värderats upp. Samtidigt har jakten på tillväxt drivit många s.k. tillväxtaktier till höga nivåer (Tesla, Amazon, Netflix, bioteknik). Däremot har bolag som handlas till lägre värderingsmultiplar utvecklats sämre, vilket visar att den övergripande marknadsvärderingen döljer stora skillnader. Selektivitet blir m.a.o. viktigt.

ECTOR:s NAV-värde steg under kvartalet med 1,34 %. Fondens aktieandel ökade från 25 % till knappt 29 %. Nytt innehav i fonden är den tyska specialkemiska koncernen Lanxess som knoppades av från Bayer 2005. Sedan dess har ledningen renodlat bolaget och fokuserat på premiumprodukter som innehar ledande marknadspositioner. Aktien föll med dryga 20 % efter en vinstvarning för ett år sedan och kursen har inte återhämtat sig. Bolaget är indelat i tre segment varav det största i huvudsak är inriktat mot syntetiskt gummi till däck. Överkapacitet har präglat delar av verksamheten under 2013 och även innevarande år blir besvärligt. Förhoppningsvis blir 2015 ett avstamp för en bättre vinstkurva. Hela innehavet i Intrum Justitia såldes då värderingen knappast tål någon negativ avvikelset. Aktien, som först köptes i februari 2005, utvecklades väl under innehavartiden och genererade en årlig totalavkastning på 18,5 %.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,16 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under årets första kvartal.

Med vänlig hälsning

Ulf Hansson

Lancelot Asset Management