

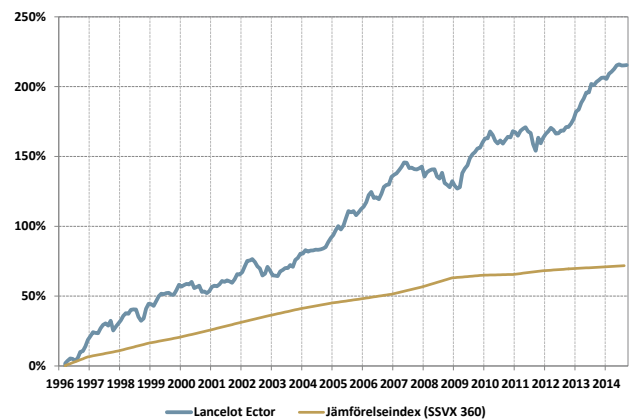


## Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

Den globala ekonomin fortsätter att expandera i måttlig takt men med divergerande utveckling i olika regioner enligt prognos från OECD. Samtidigt pekar organisationen på flertalet risker för en sämre utveckling. Huvudscenariot är dock ett något bättre andra halvår 2014 och helår 2015 tack vare fortsatt policystöd (penning/finanspolitik), gynnsamma finansiella förhållanden, förbättrat framtidssentiment och ökad sysselsättning. Den långsamma ekonomiska återhämtningen sedan finanskrisen 2008 medför enligt OECD att det finns ampelt med ledig kapacitet på arbetskraftsområdet, och då främst inom euroområdet. Den osynkroniserade globala tillväxten under det första halvåret berodde delvis på engångsfaktorer som ovanligt dåligt väder i främst USA och momshöjning i Japan. Tillväxttakten var ändå på ungefär samma nivå som de tre senaste åren, men klart under aktivitetsnivån innan finanskrisen. Återhämtningen i USA betecknas som stadig med en tillväxtprognos för innevarande år på 2,1 % och 3,1 % för 2015. BNP-tillväxten ligger enligt OECD kring trend i Japan (0,9 % 2015, 1,1 % 2015) och Kina (7,4 % 2014, 7,3 % 2015), samtidigt som Indiens ekonomi stärks efter en tid med svagare utveckling. Däremot förväntas aktiviteten inom euroområdet förbli dämpad på kort sikt (0,8 % 2014, 1,1 % 2015). I Latinamerika väntas en försiktig och svag brasiliansk återhämtning efter den senaste recessionen.

Den amerikanska centralbanken (Fed) behöll styrräntan i intervallet 0-0,25 % samtidigt som man konstaterade att ekonomin fortsätter sin långsamma återhämtning. Därutöver noterade banken att inflationstakten i nuläget ligger under det långsiktiga målet om 2 % och att det antagligen finns gott om ledig kapacitet på arbetsmarknaden. Detta tolkades som en fortsatt kortsiktig försiktighet vad gäller tidpunkten för den första räntehöjningen, men att det trots detta finns en ökad samsyn att påbörja processen mot en normalisering av räntenivån. Detta manifesterade sig i de individuella ledamöternas egna prognoser för den framtida styrräntan som höjdes jämfört med tidigare. En normaliserad styrränta på 3,75 % förväntas nu under 2017. Den europeiska

### Procentuell utveckling efter arvoden



centralbanken ECB sänkte styrräntan till 0,05 % och inlåningsräntan för kommersiella banker till -0,20 %. Dessutom sjuöskades ett köpprogram av räntepapper utgivna av icke-finansiella företag med främst fastigheter som säkerhet för att förbättra kreditgivning inom euroområdet. I nuläget faller inflationstakten inom eurozonen och även de långsiktiga förväntningarna ligger under målsättningen på 2 % och ECB söker motverka denna utveckling via en mängd åtgärder. Banken har signalerat att ytterligare köp av ränteinstrument, oklart vilka, kommer framöver. I Sverige sänkte Riksbanken som väntat reporäntan i juli även om storleken på sänkningen överraskade. Riksbanken valde att sänka med en halv procentenhet till 0,25 % med motiveringen att inflationstrycket bedöms vara tydligt lägre än motsvarande bedömningen i april.

På valutamarknaden stärktes US-dollar markant under kvartalet. Den allt tydligare skillnaden i förväntad och faktisk ekonomisk utveckling mellan USA och eurozonen samt Japan drev till slut valutakurserna. Till detta kom givetvis förväntningar om framtida ränteskillnader mellan ekonomierna, vilket likaså är dollarstödande. Även den svenska kronan försvagades mot US-dollar och det engelska pundet. Dessutom föll kronan gentemot den norska kronan då överraskande höga inflationssiffror i Norge eliminerade förväntade framtida räntesänkningar i vårt västra grannland. Thomson Reuters råvaruindex (ca 1/3 petroleumprodukter) sjönk tillbaka med 10 %.



# LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 1 OKTOBER 2014

Även oljepriset försvagades, sannolikt till del en effekt av dollarstyrkan, och noterade en nedgång på hela 16 %. Guldpriset slutade kvartalet med en nedgång på ca 9 %. Världens aktiemarknader uppvisade en blandad utveckling under kvartalet. En viss tillväxtoro kring den kinesiska ekonomin och den svaga utvecklingen inom eurozonen tyngde flertalet börser. Därtill uppmärksammades det geopolitiska läget med oro kring situationen i Ukraina och våldsamt hetererna i Mellan Östern. I EU-området föll kurserna med en procent i lokal valuta (MSCI) medan börserna i Norden ökade med 2 % (Sverige + 1,6 %). Börserna i Nordamerika var i stort oförändrade (USA 0,5 %). Stilla Havs-regionen exklusive Japan uppvisade en kursnedgång på 2 %, medan den japanska börserna utvecklades väl och steg med drygt 5 %. Världsindeks i lokal valuta steg under årets tredje kvartal med 0,39 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 5,11 %, en effekt av den svagare svenska kronan.

Kortsiktigt finns en viss oro för den globala konjunkturen, den tidigare nämnda OECD-prognosen till trots. Flera investmentbanker har löpande justerat ned sina tillväxtförväntningar på global nivå främst för innevarande år, men även för 2015. Exempelvis tror Citigroup att den globala tillväxten blir 2,8 % 2014, följt av en förbättring till 3,3 % nästa år. Banken justerar ned förväntningarna för bl.a. Argentina, Brasilien, Kina, Japan, Ryssland, Sydafrika och Schweiz, medan USA delvis balanserar med en viss prognosförbättring. Därtill närmar sig den första räntehöjningen i USA. Om de framtida räntehöjningarna blir fler och snabbare kan de finansiella marknaderna drabbas negativt. Historiskt har aktiemarknader reagerat positivt när räntehöjningsfasen inletts från extremt låga nivåer, vilket möjligen talar emot ett större kursfall i risktillgångar även vid en tidigare start av höjningscykeln. Dock har de finansiella marknaderna under de senaste fem åren vant sig vid mycket god likviditet och ett allt högre risktagande. Om räntehöjningar får till följd att likviditeten minskar lär kursrörligheten (volatiliteten) öka och risk kanske prissättas mindre aggressivt. Hur bolag är finansierade (balansräkningen) lär i ett sådant scenario få ett större genomslag. Detta förhållande gäller även vissa enskilda länder (Brasilien, Turkiet och Sydafrika) som utnyttjat de goda kredit-

möjligheterna under de senare åren och som i sin tur resulterat i underskott och därmed en ökad sårbarhet för eventuell reversering av internationella kapitalflöden. Med ett redan högt inflationstryck finns lite utrymme att föra en expansivare penningpolitik för att motverka en stigande global ränteutveckling.

ECTOR uppvisade en något svag utveckling under det tredje kvartalet. Fondens NAV-värde sjönk med 0,19 % och har därmed ökat med 2,90 % under året. Fondens aktieandel sänktes från 32 % till 29,5 %. Innehavet i **Ford** såldes i sin helhet. Försäljningen i USA av bilar och s.k. pickup trucks har varit god under de senaste åren och säkert hjälpts av billig finansiering. Känsligheten för en framtida högre ränta, även om räntenivån säkert kommer att fortsätta vara relativt låg, är svår att sia om, men volymerna är som sagt redan höga i utgångsläget. Även om 60 % av bolagets försäljning sker i Nordamerika innebär dessutom en starkare dollar en försämrad konkurrenssituation. Placeringen som initierades i slutet av januari förra året gav en årlig totalavkastning på 16 %. Nytt innehav är **Volvo** vars aktiekurs utvecklats märkbart negativt. Förklaringen står att finna i en lång räkka av vinstbesvikelser trots att ett stort besparingsprogram sjuösattes i slutet av 2012. Programmet har inte kunnat parera svaga avnämarmarknader i bl.a. Brasilien och Kina. När efterfrågan vänder är svårt att sia om, men med dagens värdering, lägre kostnader för nya modeller och full effekt av de ovan nämnda besparingarna är riskpremien i aktien tillräcklig för att motivera ett köp.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,4 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under årets tredje kvartal.

*Med vänlig hälsning*

*Ulf Hansson  
Lancelot Asset Management*