

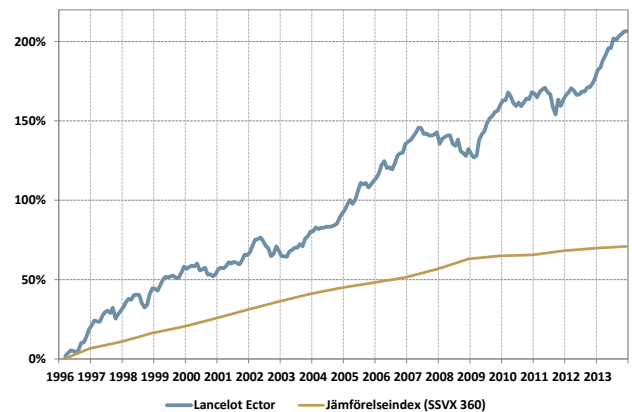


Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

Majoriteten av konjunkturprognoser pekar mot en global ekonomisk återhämtning under 2014. Många av de mer akuta riskfaktorerna som exempelvis eurokris och oro kring kinesisk tillväxt har avtagit och riskviljan har återkommit. Ekonomisk statistik har likaså bekräftat bilden. Den konjunkturkänsliga tillverkningsindustrin uppvisade i november den högsta aktivitetsnivån globalt på 18 månader. Det var främst USA, men även andra västekonomier som ledde förbättringen, medan tillväxtekonomierna stagnerade. Bakom förbättringen ligger bl.a. en långt gången skuldsanering, främst i USA, och en extremt expansiv penningpolitik i väst, vilket kortsiktigt även minskar behovet av strukturella åtgärder i många tillväxtekonomier. Västekonomierna inklusive Japan förväntas växa med 1,9 % under 2014, en förbättring från 2013 års 1,1 %. Motsvarande prognos för tillväxtekonomierna inklusive Kina är 5,0 % för år 2014, att jämföra med 4,8 % under 2013. Globalt förväntas därmed tillväxten accelerera från 2,9 % till 3,5 %. Trots en ökad ekonomisk aktivitet i världen spås inflationen förbli fortsatt låg.

Den amerikanska centralbanken (Fed) tog vid decembermötet ett första steg tillbaka från sin historiska era av expansiv penningpolitik genom att avisera neddragning av de månatliga tillgångsköpen. Samtidigt underströk Fed att styrräntan kommer att förbli nära noll ”en lång tid efter att arbetslösheten sjunkit under 6,5 %.” Vidare noterade banken att fortsatta neddragningar av tillgångsköp kommer att tas stegvis och vara avhängiga en fortsatt förbättring av arbetsmarknaden. Fed poängterade dessutom att de minskade tillgångsköpen inte utgjorde en åtstramning av penningpolitiken utan snarare var att betrakta som en mixförskjutning från tillgångsköp till att vägleda marknadens kortränteförväntningar. Den europeiska centralbanken ECB sänkte styrräntan till 0,25 % i november. Bakom beslutet låg ett fortsatt fallande inflationstryck och en svag kreditefterfrågan. ECB kommer att bibehålla en fortsatt expansiv och stödjande penningpolitik så länge det behövs. Den japanska centralbanken behöll styrränta och tillgångsköp oförändrade. Banken konstaterade att inflationen sedan föregående möte nu ökat från

Procentuell utveckling efter arvoden



intervallet 0,5-1,0 % till ca 1,0 %. Dock är uppgången nuläget främst hänförlig till importerade varor som livsmedel och energi, vilka blivit dyrare då den japanska yenen försvagats kraftigt. I Sverige sänkte Riksbanken styrräntan från 1,0 % till 0,75 %, då förväntat inflationstryck nu anses vara betydligt lägre än tidigare prognoser.

På valutamarknaden nådde euron sin högsta nivå mot den amerikanska valutan på mer än två år och var den starkaste av de större valutorna under året. Förtroendet för euroområdet framtida utveckling stärktes av uttalanden och ageranden från ECB, vilket ledde till stora internationella inflöden av kapital till området och den därmed medföljande förstärkningen av valutan. Den extremt aggressiva expansiva penningpolitiken i Japan ledde till en märkbar försvagning av den japanska yenen mot många valutor, däribland US-dollar och euron. Den svenska kronan föll visavi den gemensamma europeiska valutan, men höll nivån gentemot den amerikanska dollarn. På råvarumarknaderna föll Reuters/Jefferies råvaruindex (ca 1/3 petroleumprodukter) under året med ca 5 %. Oljepriset slutade 2013 närmast oförändrat kring USD 111 per fat. Däremot föll guldpriset dramatiskt med nära 30 %.

Världens aktiemarknader uppvisade generellt en mycket god utveckling. Främst speglade detta



LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 3 JANUARI 2014

förväntningarna om en ekonomisk återhämtning i västekonomierna och Japan tillsammans med fortsatt expansiv penningpolitik, d.v.s. mycket låga räntor. Kurserna steg dock till största delen tack vare investerarens vilja att betala ett högre pris för kommande vinster, s.k. multipelexpansion. Vinstprognoserna i sin tur sänktes i accelererad takt under året. Vissa tillväxtländernas aktiemarknader hade däremot ett svagt år bl.a. Brasilien, Chile och Turkiet. I EU-området steg kurserna under 2013 med 17 % i lokal valuta (MSCI), medan uppgången i Norden var 21 % (Sverige +20 %). Börserna i Nordamerika steg med 28 % (USA + 30 %). Samtidigt uppvisade Stilla Havs-regionen en kursuppgång på 35 %. Den japanska börsen ökade med hela 52 %. Världsindex i lokal valuta steg under året med 26,25 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 22,61x %.

Det finns tydliga tecken på att världskonjunkturen bottenar ur och att en cyklisk återhämtning pågår. Som brukligt är, har aktiemarknaderna redan föregripit detta förlopp genom börsuppgången under 2013. Som redan nämnts har kursuppgången bestått av multipelexpansion, medan vinstprognoserna löpande justerats ned under året. Denna utveckling är dock vanligt förekommande i samband med cykliska återhämtningar och har många historiska paralleller. Med fortsatt låga räntor kan den riskvillige t.o.m. hävda att vinstmultiplarna bör vara högre än i dagsläget. Detta resonemang förutsätter emellertid att den globala ekonomins strukturella problem med obalanser och hög skuldsättning är ett passerat kapitel, vilket knappast är fallet. Därmed återstår kommande vinstutveckling som än viktigare för att understödja en fortsatt positiv börsutveckling. Aktuella vinstprognoser för de större marknaderna visar på en förbättring under 2014 med 5-20 % drivet av försäljningstillväxt och därmed medföljande marginalförbättringar. Detta kontrasterar mot senare tids utveckling då vinstförbättringarna främst baserats på kostnadskontroll och stora återköpsprogram av aktier. Vid årsskiftet tenderar dock prognoser att vara ensidigt optimistiska. Det är inte första gången som världsekonomin spås vända upp för att sedan få tillväxten nedreviderad, precis som i Japan under 1990-talet. Även om så inte blir fallet denna gång, vet ingen om den globala tillväxten kan bli uthållig med normaliserade realräntor. Hela den industrialiserade världen har inflationsnivåer som ligger under centralbankerna mål och inga tecken pekar mot en förändring uppåt. Detta kan vara ett tecken på en

underliggande svag efterfrågan.

De stora riskpremier som uppstod i flertalet marknader efter den globala krisen 2007-08 har fallit tillbaka under de senaste åren och är i många fall nu lägre än långsiktiga genomsnitt. Även med ett positivt tillväxtscenario och stödjande penningpolitik bör därför framtida avkastning bli lägre än tidigare och sannolikheten för en högre volatilitet, läs tvära kurskast, högre.

Lancelot ECTOR:s NAV steg under det fjärde kvartalet med 1,06 %. Fondens NAV-värde steg därmed med 10,69 % under 2013. Fondens aktieandel var oförändrad under kvartalet, dryga 25 %. Nytt innehav är amerikanska John Deere, som främst tillverkar jordbruksmaskiner, men även har en division för anläggningsmaskiner. Dessutom har bolaget en verksamhet som finansierar kundernas köp av Deeres produkter. Aktien handlas i nuläget till låg multipel då förväntan är att priser för grödor och därmed inkomsterna för de amerikanska jordbruken sjunker. Det finns dock motverkande faktorer som kan hjälpa bolaget att klara en försämrad cykel bättre än tidigare. Ökad volym kan delvis kompensera jordbrukare för fallande priser. Total prognosticeras efterfrågan på majs i USA växa med 9 % efter de senaste två årens fall på 4,4 % respektive 2,1 %. Därutöver finns stora möjligheter avseende export av jordbruksmaskiner till flera tillväxtländer som nu ökar mekaniseringen av sina jordbruk. Divisionen för anläggningsmaskiner, som utgör 19 % av försäljningen, förväntas växa under 2014. Innehavet i Unilever utökades efter en vinstvarning. Under året har Britvic, Intrum Justitia och Walgreen stått för de största positiva bidragen till aktieportföljen, medan kursutvecklingen för Electrolux varit relativt svag.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,99 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under årets fjärde kvartal.

Med vänlig hälsning

Ulf Hansson

Lancelot Asset Management