



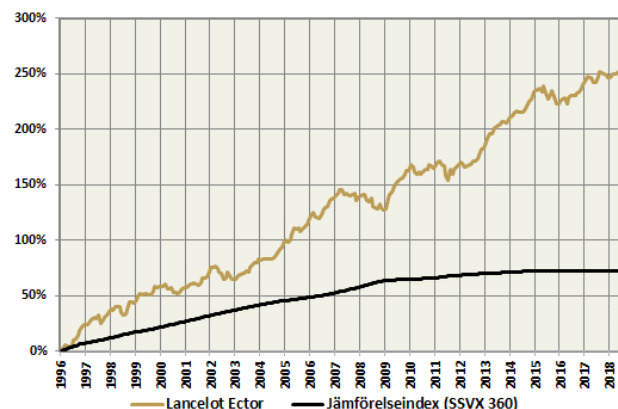
## Till aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

Enligt OECD har den globala tillväxtykeln toppat ut. I sin novemberrapport förutspådde organisationen att globalt BNP gradvis bromsar in från 2018 nivå på 3,7 % till 3,5 % under såväl 2019 som 2020.

Kortsiktigt gynnas många länders privatkonsumtion av låga räntor och en stark arbetsmarknad, men den nuvarande penningpolitiken förväntas bli mindre expansiv framgent samtidigt som återkommande handelskonflikter adderar till osäkerheten. Inom OECD-området faller tillväxten gradvis från dagens 2,5 % till strax under 2 % år 2020, till största delen beroende på en svagare amerikansk ekonomi. Både löner och inflation tros öka, men i måttlig takt. De största tillväxtrisker är enligt OECD en utökad handelskonflikt mellan USA och Kina, finansiell oro i tillväxtmarknader och/eller en tydlig kinesisk ekonomisk inbromsning. Om världsekonomin skulle tappa fart på ett mer påtagligt sätt förordar OECD samordnade finanspolitiska stödåtgärder. Även om vissa delar av världen redan nu har hög offentlig skuldsättning, menar organisationen att ett gemensamt agerande skulle reducera risken för dessa länder.

Den amerikanska centralbanken (Fed) höjde i december som väntat styrräntebandet med 0,25 % till 2,25–2,50 %, men samtidigt sänktes ledamöternas medianprognos för kommande styrräntehöjningar. Fed indikerade att räntebesluten nu kommer att vara än mer styrda av framtida ekonomisk statistik än tidigare då styrräntan nått en nivå som uppfattas ligga nära sig den s.k. neutrala räntenivån som varken är expansiv eller åtstramande. Bankens prognoser för tillväxt och inflation justerades ned. Den europeiska centralbanken ECB lämnade styrräntan oförändrad och bekräftade avslutandet av nettoköpen av räntebärande tillgångar till december 2018. Dock ämnar ECB återinvestera förfall av värdepapper som redan inköpts under programmet. ECB sänkte vidare sina tillväxt- och inflationsprognoser för euroområdet. Riksbanken höjde för första gången sedan 2011 reporäntan, denna gång från -0,40 % till -0,25 %. Banken hänvisade till att inflationstakten och inflationsförväntningarna etablerats kring 2 % och

### Procentuell utveckling efter arvoden



att därför behovet av en mycket expansiv penningpolitik minskat något. Riksbanken bedömer att nästa höjning kan komma under andra halvåret 2019. Bank of Japan behöll penningpolitiken oförändrad.

Under året var US-dollar stark medan valutor i ett antal tillväxtmarknader som exempelvis Turkiet retirerade. Den amerikanska valutan, mätt via ett handelsvägt index, stärktes med 4 %, hjälpt av skattelättnader, god tillväxt, stigande styrränta och införandet av vissa importtullar. Mot euron stärktes US-dollar med 4 %, mot det brittiska pundet med 6 %, men försvagades något gentemot den japanska yenen. Yenen tenderar alltså att stärkas i samband med oro i de finansiella marknaderna. Den svenska kronan var svag under årets första halvår och visavi US-dollar föll kronan med 8 %. Thomson Reuters råvaruindex slutade året på 12 % lägre. Oljepriset kollapsade med närmare 40 % under det fjärde kvartalet och slutade året på USD 54 per fat, ett fall på ca 20 %. Under tidig höst räknade oljemarknaden med att utbudssinskränkningar inklusive sanktioner mot Iran skulle stödja oljepriset. Istället utfärdade USA undantag från sanktionerna till flera oljeimporterande länder och uppmanade samtidigt Saudiarabien att öka produktionen. Till detta kom efterfrågeoro under det fjärde kvartalet från en potentiellt svagare världsekonomi. Guldpriset sjönk med 1,5 %, men visade viss styrka under årets turbulenta avslutning.



Efter förra årets goda börsutveckling backade de större globala aktiebörserna överlag. Jämfört med extremt "lugna" 2017 tilltog volatiliteten och året avslutades med fallande kurser. Stramare likviditetsförhållanden och penningpolitik med en därigenom ökad oro kring världskonjunkturen och framtida vinstutveckling var möjligen huvudanledningen till kursfallen. I EU-området sjönk kurserna under 2018 med 14 % i lokal valuta (MSCI). Bland de större europeiska börserna utvecklades Tyskland (exportberoende) och Italien (inhemsk politik/ekonomi) sämst. I Norden var nedgången 9 % och även den svenska börsen backade med 9 %. Börserna i Nordamerika föll med 6,5 % (USA -6 %). Stilla Havs-regionen exklusive Japan uppvisade en kursnedgång med 8 % och den japanska börsen slutade året hela 17 % lägre. Världsindex i lokal valuta sjönk under året med 9,13 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursnedgången till 2,78 %.

Majoriteten av ekonomer förväntar sig att den amerikanska ekonomin försvagas under 2019 efter årets goda tillväxttal. Redan nu syns inbromsningen i sektorer som bostadsbyggande och bilförsäljning, medan företagsvinster fortfarande ligger på goda nivåer. Stramare penningpolitik och en avtagande effekt från finanspolitiska stimulanser, främst skattesänkningar, slår antagligen igenom under det kommande året. Prognoserna för Europa pekar mot en viss återhämtning från dagens låga tillväxt. Ett fortsatt svagt banksystem gör eurozonen sårbart vid en eventuell global konjunkturedgång. Hur den globala ekonomin utvecklas under 2019 kommer till stor del att vara avhängig tillväxten i den kinesiska ekonomin. Kommer de breda stimulanser som annonserats vara tillräckliga för att motverka eventuella handelsstörningar? I skrivande stund hänger frågan om den framtida globala tillväxtbanan fortfarande i luften, vilket kanske delvis förklarar finansmarknadernas utveckling. Det finns åtminstone tre större risker som aktiemarknaderna fokuserar på:

- Den amerikanska penningpolitiken. Riskerar Fed genom sin långa räcka av räntehöjningar (tillsammans med avslutandet av köpprogrammet av räntebärande tillgångar) en amerikansk recession? Delar av finansmarknaderna signalerar att risken är

påtaglig. Historiskt har dock inte marknader alltid haft rätt i sin prissättning.

- Handelskonflikter, främst mellan USA och Kina. Den kinesiska ekonomin har tydligt försvagats under det andra halvåret 2018, främst som en effekt av myndigheternas ansträngningar att bromsa den kraftiga kreditexpansionen. Om USA höjer tullar från 10% till 25 % på all kinesisk import, vilket möjligen sker om ingen överenskommelse träffas i närtid, beräknas Kinas BNP påverkas negativt i storleksordningen 1–1,5 %.
- Toppen av konjunkturuppgången nådd. Att den globala uppgångscykel som pågått mer eller mindre oavbrutet sedan 2009 nu närmar sig slutfasen är en allmänt spridd syn.

Alla dessa orosmoln, och säkert några till, har inneburit högre riskpremier på vissa finansiella tillgångar som exempelvis tyska exportbolag, italienska statsobligationer, flertalet cykliska aktier etc. Generellt sjönk vinstmultiplarna (p/e-tal) för flertalet större börser under 2018 då marknader diskonterade sämre tillväxt och toppvinster. Multiplar kan stabiliseras eller t.o.m. stiga något under 2019 om Fed, som ligger först i den s.k. normaliseringen av penningpolitiken, tar en paus eller indikerar en beredskap att sänka styrräntan om det blir nödvändigt. En svagare världskonjunktur och synliga effekter av handelskonflikter i form av sämre investeringsutveckling, innebär med största sannolikhet en lägre vinsttillväxt för börsbolagen. Men med dagens värdering och ovanstående rabatter ligger ribban för en positiv kursutveckling på en överkomlig nivå. Samtidigt krävs större klarhet kring de större riskerna för att en uppgång ska bli ihållande. Under tiden lär de globala riskmarknaderna fortsätta att vara volatila och drivas av nyhetsflöden i större omfattning än vanligt. Som alltid är det viktigt att fokusera på den fundamentala analysen och inte låta sig drivas av kortsiktiga händelser. Även om dagens räntenivåer är låga, är fortfarande ränteplaceringar en trygg diversifiering i en orolig värld och dämpar portföljens volatilitet och eventuell finansiell stress.

Lancelot Ector:s NAV sjönk under det fjärde kvartalet med 2,53 %. Fondens NAV-värde sjönk därmed med 2,03 % under 2018. Fondens aktieandel



# LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 2 JANUARI 2019

sänktes något under kvartalet och uppgick till knappt 20 %. Inräknat en kort, dvs såld, svensk indexposition reduceras aktieexponering till ca 18 %. Huvuduppgiften under stora delar av året var inriktat på att bevara kapitalet så intakt som möjligt. Vid årsskiftet bestod aktieportföljen av 10 innehav, diversifierade såväl branschmässigt som geografiskt. Innehavet i Billerud såldes i sin helhet. Placeringen var inte lyckad och genererade en årlig totalavkastning på -10 %. Bolaget har efter ett antal produktionsstörningar, felräkningar i miljardklassen avseende pågående investeringsprogram samt köpet av delar av Bergvik Skogs skogstillgångar en ansträngd balansräkning. Med en relativt hög rörelserisk och en värdering åt det höga hållet blev innehavet alltför riskabelt för portföljen.

Under året har Ericsson, Danaher och Novartis stått för de största positiva bidragen till aktieportföljen. Volvo var å andra sidan en belastning, även om aktiepositionen reducerades märkbart.

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 året.

*Med vänlig hälsning*

*Ulf Hansson  
Lancelot Asset Management*