

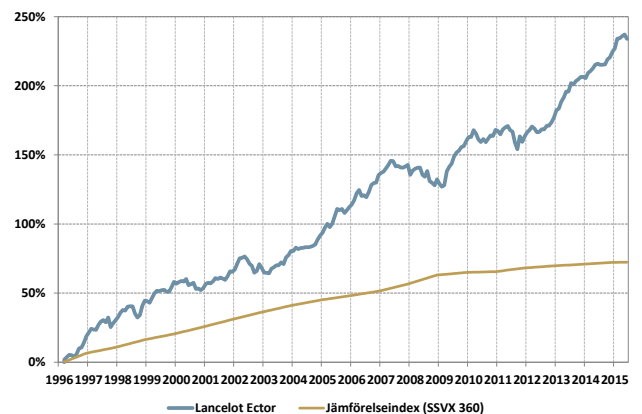


Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

Enligt OECD majprognos kommer världsekonomin att stärkas under 2015 och 2016, även om takten fortsätter att vara måttlig. Förbättringen förklaras av fortsatt mycket expansiv penningpolitik, mindre åtstramande budgetpolitik, förbättrade finansiella balanser och lägre oljepris. Dock förväntas arbetslösheten inom OECD-området förbli hög (6,5 % 2016), medan bättre tillväxt och en stramare arbetsmarknad successivt höjer inflationen. Den starkare dollarn ”flyttar” efterfrågan i större utsträckning till Europa, Japan samt vissa tillväxtekonomier. Efter ett svagt första kvartal förväntas den amerikanska ekonomin återhämta sig, även om den allt starkare US-dollar och minskade investeringar inom oljesektorn håller tillbaka tillväxten. I såväl eurozonen som Japan stimuleras den ekonomiska aktiviteten av lägre oljepris, svagare valutor och expansiv penningpolitik. Kinas tillväxt fortsätter enligt OECD att bromsa in p.g.a. byte av ekonomisk modell från investerings- och fastighetsdriven tillväxt till en mer serviceinriktad ekonomi. Andra större tillväxtnationer som exempelvis Brasilien och Indien förväntas visa en viss förbättring.

Den amerikanska centralbanken (Fed) behöll styrräntan i intervallet 0-0,25 %, men signalerade att en första styrräntehöjning på närmare 10 år närmade sig. Medianprognosen för bl.a. styrräntan som de beslutande medlemmarna i Fed lämnar vid varje möte indikerade att styrräntebanan efter den initiala höjningen förväntas bli flack. Den amerikanska ekonomin stagnerande under årets första kvartal, delvis p.g.a. osedvanligt kallt väder, hamnstrejk och en stark dollar. Vid sitt junimöte noterade Fed att ekonomin återigen expanderar i måttlig takt, driven av privat konsumtion samt förbättrad bostads- och arbetsmarknad. Den europeiska centralbanken ECB behöll styrränta liksom återköpsprogram oförändrade. ECB menade att de löpande penningpolitiska åtgärderna bidragit till att de finansiella villkoren lättat, inflationsförväntningarna återhämtat sig och att gynnsammare lånevillkor för företag och hushåll skapats. Även Bank of Japan (BoJ) lämnade penningpolitiken oförändrad. I Sverige behöll Riksbanken styrräntan på -0,25 %, men utökade återköpsprogrammet av statsobligationer med SEK 40-50 miljarder för att ”säkerhetsställa” den positiva

Procentuell utveckling efter arvoden



ekonomiska utvecklingen. Centralbanken i Kina sänkte för fjärde gången sedan november den ettåriga utlåningsräntan till 4,85 %. Realräntor är fortsatt höga då prisutvecklingen är svag, vilket i sin tur försvårar för högt skuldsatta företag och ”kommuner”. Obligationsmarknaderna i Europa och USA rekylerade kraftfullt under april/maj. Den tyska statsobligationsmarknaden ledde ränteuppgången med dagsrörelser som var de största sedan eurozonens födelse 1999. Flertalet orsaker till den häftiga kursrörelsen har ventilerats, inte minst det faktum att prissättningen under inledningen av året var extremt aggressiv, d.v.s. räntor var på ohållbart låga nivåer drivna av bl. a. en utbredd deflationsrädsla samt även av ECB:s tillgångsköp. När väl deflationshotet avtog sålde flertalet aktörer samtidigt, vilket genererade kortsiktigt överdrivna kursrörelser i en marknad präglad av låg likviditet.

På valutamarknaden bröts den entydiga förstärkningen av den amerikanska dollarn under kvartalet. Den amerikanska valutan stärktes visserligen något mot den japanska yenen, men försvagades visavi det brittiska pundet och, mer överraskande, mot euron och den svenska kronan. Euron var stabil trots den utdragna Greklandskrisen. Till skillnad mot den senaste krisen 2012 tycks finansiella marknader nu tro på beslutsfattarnas retorik om att de grekiska problemen är isolerade och inte kommer att få spridningseffekter inom eurozonen. Thomson Reuters råvaruindex (ca 1/3



LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 1 JULI 2015

petroleumprodukter) steg med närmare 7 %. Oljepriset rekylerade efter fjolårets nedgång och slutade kvartalet kring USD 64 per fat. Priset på guld noterade en mindre prisnedgång.

Världens aktiemarknader utvecklades svagt under årets andra kvartal. Efter den kraftiga kursuppgången under inledningen av året infann sig en viss tvekan kopplat till allt från svagare kinesisk tillväxt, en accelererande Greklandskris, eventuell amerikansk räntehöjning och en allt sämre marknadslikviditet. I EU-området föll kurserna med 5 procent i lokal valuta (MSCI), medan börserna i Norden backade med 5,6 % (Sverige -8 %). Börserna i Nordamerika sjönk med 0,35 % (USA +/-0 %). Stilla Havsregionen exklusive Japan uppvisade en kursnedgång på 4 %, medan den japanska börserna steg med 5 %. Världsindex i lokal valuta sjönk under årets andra kvartal med 1,29 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursnedgången till 4,22 %.

Möjligen är den ideala utvecklingen för många aktiemarknader en fortsatt modest global ekonomisk aktivitet, vilket skulle kunna lägga grunden för en längre period av god intjäning. Den i dagsläget något höga värderingen skulle under ett sådant scenario "normaliseras" via en ovanligt lång period av vinsttillväxt. I ett sådant sammanhang blir eventuell oro kring inflation och deflation, den generella tillväxten och en mindre ackommoderande amerikansk centralbank möjligen mer begriplig. Obligationsräntor har stigit sedan årsskiftet, delvis beroende på en lägre risk för deflation i framförallt eurozonen. Men även de amerikanska långräntorna har stigit från en låg nivå. Det finns en viss sannolikhet att räntemarknaden i USA föregriper den kommande styrräntehöjningen och att ränteläget därmed fortsätter att höjas. Även om inflationen fortsätter att vara låg, kan en starkare ekonomi kombinerat med löneökningar leda till något högre tal framöver. Fed har varit ytterst tydliga med att understryka att styrränteutvecklingen efter den första höjningen kommer att vara långsam och prövande. Tyvärr har produktiviteten i USA (och många andra västländer liksom i Kina) varit svag under återhämtningen och den potentiella tillväxten i ett land är avhängig produktivitetsutveckling och arbetskraftsutbud. Enligt många ekonomer har den

lediga kapacitet som uppstod i samband med finanskrisen 2008-09 nu närmast eliminerats, vilket i sin tur kan innebära att ekonomin vid fortsatt tillväxt riskerar att "slå i taket". Resultatet lär i ett dylikt scenario bli att korträntor stiger snabbare än vad Fed i dagsläget hoppas på. Fed försöker manövrera övergången från den ultraexpansiva politiken i en takt som speglar en förbättrad ekonomi med löneökningar och en inflation närmare målet på 2 %. Det är en svår balansgång. Ju längre centralbanken väntar med den s.k. normaliseringen, desto större torde risken vara att penningpolitiken behöver stramas åt än mer för att motverka inflationsimpulser, vilket givetvis skulle hota tillväxten.

ECTOR:s NAV-värde föll under årets andra kvartal med 0,15 % och har därmed ökat med 2,87 % under året. Fondens aktieandel minskade från 35 % till 28 %. Hela innehavet i SKF såldes. Placeringen genererade en årlig totalavkastning på 125 % sedan köpet i oktober 2014. Dylika kortsiktiga avkastningstal är givetvis till en ansevärd del resultatet av tur och knappast upprepningsbar med någon återkommande frekvens. Vidare reducerades innehavet i Volvo med ca två procentenheter (årlig totalavkastning 26 %). Efter en omprövning av innehavet i Lanxess såldes även denna position i sin helhet. Tyvärr var detta ingen bra placering. Efter en innehavartid på 18 månader blev slutresultatet plus/minus noll inklusive valutaeffekt.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,5 år.

Med vänlig hälsning

Ulf Hansson
Lancelot Asset Management