

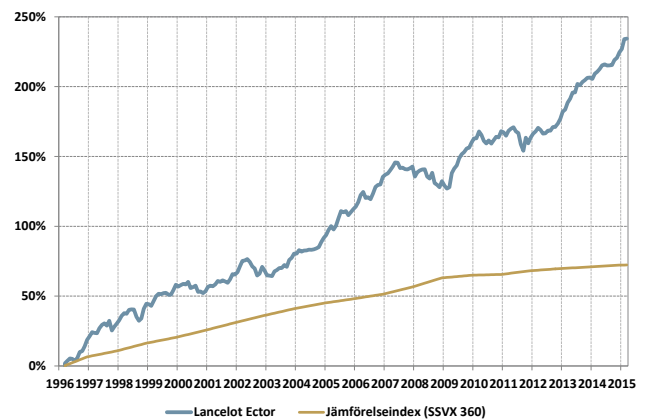


## Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

I sin senaste prognosuppdatering av den globala konjunkturen, höjde OECD sina förväntningar på global tillväxt något för innevarande år samt 2016. Trots höjningen som främst var hänförlig till förbättringar i euroområdet, Japan och Indien, tror organisationen att BNP-tillväxten i världen på kort sikt kan beskrivas som måttlig snarare än snabb. Lägre oljepris stödjer efterfrågan och möjliggör dessutom räntesänkningar från en rad centralbanker. Den europeiska centralbankens program för köp av ränteinstrument har inneburit stigande tillgångspriser i euroområdet och ytterligare ökat de finansiella stimulanserna i världen. Både Japan och euroområdet förväntas tack vare ovanstående att uppvisa en något starkare tillväxt, vilket också bekräftats av aktuell statistik. I USA fortsätter enligt OECD den cykliska återhämtningen, även om det hårda vintervädret i den nordöstra delen av landet kan leda till vissa tillfälliga svackor i kurvan. Under de närmaste två åren förväntas Indien växa snabbare än Kina, vars tillväxt tros hamna kring det officiella målet på 7 %. I olje- och råvaruproducerande länder kommer konjunkturen att försvagas till följd av fallande råvarupriser. OECD varnade också för att rådande miljö av låg inflation och räntor ökar risken för framtida instabilitet.

Den amerikanska centralbanken (Fed) behöll styrräntan oförändrad i intervallet 0-0,25 % vid sitt marsmöte och bedömde att en räntehöjning är osannolik vid nästkommande möte i april. Då USA är det första landet att söka lämna den historiskt expansiva penningpolitiken bakom sig och sakta normalisera ränteläget, är intresset minst sagt stort hur ekonomin kommer att reagera på kommande förändring. Fed backade något i sin skrivning och noterade att en räntehöjning kommer först när centralbanken känner sig rimligt säker på att inflationen är på väg att stiga till det tvåprocentiga målet och arbetsmarknaden ytterligare förbättrats. De beslutande medlemmarna i Fed sänkte sina prognoser för såväl tillväxt som inflation och som en konsekvens även sina prognoser för kommande räntehöjningar. Medianprognosen för styrräntan är nu 0,625 % i slutet av 2015, 1,875 % i slutet av 2016 och 3,125 % i slutet av 2017. Den europeiska centralbanken ECB anslöt

### Procentuell utveckling efter arvoden



sig till slut fullt ut till skaran av centralbanker som genomför köpprogram av tillgångar i andrahandsmarknaden. ECB kommer månatligen att köpa värdepapper på räntemarknaden för 60 miljarder euro. Köpen kommer att pågå till slutet av september 2016, men kan fortsätta till dess att inflationen rör sig upp mot bankens medelfristiga mål på två procent. Den sedan tidigare expansiva penningpolitiken har inte varit tillräcklig för att motverka fallande tillväxt och den därmed medföljande risken för en lång period av mycket låg inflation. För att kunna uppnå prisstabilitet, som ju är ECB:s enda uppgift, och med räntenivån redan kring noll, blev utökandet av redan existerande program av tillgångsköp nödvändigt. I grunden låg samma resonemang bakom Riksbankens sänkning av reporäntan till -0,25 %, som tillsammans med köp av statsobligationer för SEK 30 miljarder ska understödja uppgången i inflationen. I första hand ska priser stiga via försvagning av respektive valuta (dyrare import) och även stimulera tillväxten via förbättringar för exportsektorn. Bank of Japan (BoJ) noterade i sitt möte i mars att det fallande oljepriset pressat ned inflationen till ca noll procent i årstakt, men lämnade sin penningpolitik oförändrad. Banken ser en försiktig återhämtning i den japanska ekonomin och inflationsförväntningar som ”verkar stiga i det något längre perspektivet”.

På valutamarknaden fortsatte US-dollar att stärkas gentemot euron och den svenska kronan. Dock var yenen närmast oförändrad visavi den amerikansk



# LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 1 APRIL 2015

valutan. Även det engelska pundet stärktes mot euron, men rekylerade sent under kvartalet då förväntade framtida räntehöjningar ifrågasattes. Därtill är osäkerheten inför stundande parlamentsval i maj stor. Thomson Reuters råvaruindex (ca 1/3 petroleumprodukter) föll med 8 %. Oljepriset var relativt stabilt (-3 %) efter den dramatiska nedgången under förra året. Priset på guld var i det närmaste oförändrat under årets första kvartal.

Världens aktiemarknader utvecklades väl under årets första kvartal. I EU-området steg kurserna hjälpta av bättre ekonomiska indikatorer, en fallande valuta till gagn för områdets exportbolag och konsumentstödande lägre oljepriser. Uppgången blev hela 12 % i lokal valuta (MSCI). Även börserna i Norden steg kraftfullt med 18 % (Sverige + 15 %). Däremot utvecklades aktiemarknaderna i Nordamerika sämre och steg med mer modesta 1 % (USA + 0,9 %). Stilla Havs-regionen exklusive Japan uppvisade en kursuppgång på 7 %, medan den japanska börsen ökade med dryga 9 %. Världsindex i lokal valuta steg under årets första kvartal med 4,36 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 12,70 %, en effekt av den svagare svenska kronan.

Riskfyllda placeringar har utvecklats väl baserat på en förväntan om förbättrad världskonjunktur, mycket hög likviditet och en ihållande expansiv penningpolitik. Tillväxtförväntningarna är relativt likartade mellan länder och regioner, vilket också återspeglas i att börsvärderingen i relation till aktuellt ränteläge är ungefär densamma i de större mogna ekonomierna. Historiskt har tillgångar som aktier, stats- och företagsobligationer gynnats kraftigt i tider av fallande inflation, räntor och råvarupriser. Men dagens situation saknar historiska paralleller och får betraktas som ett experiment av många av världens centralbanker. Tillväxstimulanser är i huvudsak baserade på obligationsräntor kring noll procent och förhoppningar om ökad konsumtion och högre investeringsnivåer via stärkta balansräkningar. Avsaknaden av inkomstförstärkningar via exempelvis lönetillväxt gör ekonomier mer sårbara för eventuella fall i tillgångspriser. Ända sedan 2003 har finansiella marknader i många mogna ekonomier över tid uppvisat en omvänd relation mellan fallande räntor

(inflation) och aktiepriser. Denna period har präglats av mycket expansiv penningpolitik och räntor som successivt fallit ned mot noll procent. Marknader har helt enkelt tolkat en ränteuppgång som ett tecken på starkare tillväxt snarare än början på en monetär åtstramning och därför höjt aktiekurserna. Följaktligen skulle fortsatt fallande räntor och råvarupriser knappast gynna aktier och företagsobligationer. Idealt för aktiemarknader vore kanske hellre fortsatt modest global ekonomisk aktivitet, vilket skulle möjliggöra en längre period av intjäning innan nästa recession.

Lancelot Ector:s NAV-värde steg under kvartalet med 3,02 %. Fondens aktieandel var i stort oförändrad, drygt 35 %, under inledningen av året. Nytt innehav i fondens aktieportfölj är USA:s tredje största hustillverkare PulteGroup. Även om antalet nybyggen av egna hem nästan dubblats från botten efter den dramatiska kollapsen 2006-09 är dagens nivå under den långsiktiga trenden och i närheten av tidigare recessioners bottennoteringar. Detta tyder möjligen på ett uppdämt framtida behov, speciellt bland förstagångsköpare som senarelagt sina köpplaner under recessionen. PulteGroup har dragit ned på spekulativa markköp och koncentrerar sig i stället på att så effektivt som möjligt allokera aktieägarnas kapital. Sålunda har bolaget förutom investeringar i verksamheten även halverat skulderna under de senaste fem åren samtidigt som utdelning och aktieåterköp återinförts. Bruttomarginalen har dessutom stigit med tio procentenheter sedan 2011, givetvis hjälpt av en förbättrad marknad men även av mix- och prisförskjutningar mot lönsammare segment och kostnadsneddragningar i produktionen. Vidare såldes drygt halva positionen i SKF efter en markant kursuppgång. Placeringen som initierades i oktober 2014 genererade en årlig totalavkastning på 135 %.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,9 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under årets första kvartal.

*Med vänlig hälsning*

*Ulf Hansson*  
*Lancelot Asset Management*

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonden kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. För informationsbroschyr och fondfaktblad se [www.lancelot.se](http://www.lancelot.se) eller ring oss på 08-440 53 80.