

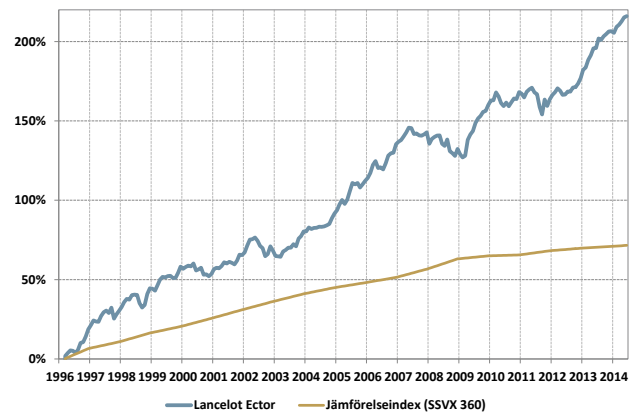


Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

OECD spår i sin vårprognos att världsekonomin kommer att fortsätta växa i ett måttligt tempo under 2014 och 2015 understödd av expansiv penningpolitik, mindre åtstramande budgetpolitik och förbättrade finansiella balanser. Dock förväntas arbetslösheten förbli hög, medan inflationen fortsätter vara dämpad. Geografiskt tror OECD att återhämtningen i USA förstärks, vilket förväntas leda till en fortsatt förbättrad arbetsmarknad och en inflationstakt som närmar sig 2 %. Däremot tros uppgången i eurozonen bli relativt svag med hög arbetslöshet och en inflationstakt som endast långsamt ökar från dagens låga nivå. I Japan förväntas budgetförstärkningar hålla tillbaka tillväxten, medan kärninflationen fortsätter stiga, dock utan att nå målet 2 % exkluderat indirekta skatthöjningar. Den ekonomiska aktiviteten i flertalet större tillväxtekonominer tros bli låg relativt historien. Stramare kreditförhållanden tillsammans med tidigare penningpolitiska åtstramningar samt begränsningar kring ekonomiernas utbudssida innebär enligt OECD en lägre tillväxtkurva. Organisationens prognos bekräftades i stort under försommaren av de månatligen återkommande enkäterna bland världens tillverkande företag.

Den amerikanska centralbanken (Fed) behöll styrräntan i intervallet 0-0,25 % samtidigt som man konstaterade att ekonomin och arbetsmarknaden repat sig efter den väderleksrelaterade svackan under årets första kvartal. Vidare fortsatte Fed sin neddragning av tillgångsköp och kommer med nuvarande takt att helt avsluta sina köp av ränteinstrument under slutet av detta år. Den europeiska centralbanken ECB sänkte inlåningsräntan för kommersiella banker till under noll (-0,1 %) samtidigt som man signalerade att ytterligare åtgärder kommer att vidtas om situationen inte förbättras. Därutöver sänktes styrräntan till 0,15 % och ett antal andra åtgärder offentliggjordes med målsättningen att öka tillväxten och desarmera deflationshot. Kommersiella banker i eurozonen kan låna av ECB till 0,25 % fram till 2018 med villkor att återbetala lånebeloppet om två år för såvitt inte bankernas utlåning till företag och privatpersoner har ökat (undantaget bostadskrediter). Alla tjugofyra medlemsstater som är representerade i ECB står

Procentuell utveckling efter arvoden



bakom besluten. Bank of Japan (BoJ) behöll sin expansiva penningpolitik intakt och pekade på att den japanska ekonomin trendmässigt växer i måttlig takt. I Sverige förväntas Riksbanken följa i ECB:s fotspår och sänka reporäntan vid sitt sammanträde i början av juli.

På valutamarknaden stärktes den amerikanska dollarn gentemot flertalet större valutor. Antagligen spelade de olika ekonomiska framtidsutsikterna och de medföljande räntebanorna en roll i denna utveckling. Ett av undantagen till ovanstående var det engelska pundet som stärktes generellt och så även mot US-dollar. Även här har rimligen en överraskande stark ekonomisk utveckling i Storbritannien spelat en roll. När dessutom chefen för Bank of England Mark Carney som sedan tillträdet i juli 2013 framträtt som en företrädare för en mer expansiv penningpolitik, plötsligt bytte fot och indikerade en första räntehöjning "tidigare än förväntat" stärktes valutan ytterligare. Den svenska kronan försvagades generellt under kvartalet. Reuters/Jefferies råvaruindex (ca 1/3 petroleum-produkter) steg med 1 %. Politisk oro drev oljepriset som slutade kvartalet kring USD 112 per fat. Priset på guld noterade en uppgång på ca 4 %.

Världens aktiemarknader utvecklades positivt under årets andra kvartal. Kurserna steg fortsatt tack vare investerare vilja att betala ett högre pris för bolagens vinster, s.k. multipelexpansion. Dock var omfattningen av expansionen mindre än föregående



LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 1 JUNI 2014

år. Förbättrade ekonomiska utsikter tillsammans med expansiv penningpolitik, d.v.s. mycket låga räntor gav ett underliggande stöd. I EU-området steg kurserna med 1,5 procent i lokal valuta (MSCI), medan börserna i Norden ökade med knappt 3 % (Sverige + 0,67 %). Börserna i Nordamerika steg med närmare 5 % (USA +4,7 %). Stilla Havs-regionen exklusive Japan uppvisade en kursuppgång på knappt 2 %, medan den japanska börserna steg med ca 5 %. Världsindex i lokal valuta steg under årets andra kvartal med 3,72 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 7,56 %, en effekt av en svagare svensk krona.

De finansiella marknaderna har utvecklats på ett mycket positivt sett sedan kreditbubblan brast 2008, hjälpta av extremt expansiv penningpolitik. Men efter sex år av nollräntepolitik finns tecken på stigande oro kring motsättningen mellan centralbankers ansvar för tillväxt och inflation å ena sidan, och stabilitet i det finansiella systemet å den andra. Bank of England genomförde i juni som den första större centralbanken begränsningar avseende bostadslån för att försöka förhindra att en ny kreditboom hotar den ekonomiska återhämtningen (även Sverige har ju infört lånebegränsningar till bostadsköp). I USA är den ekonomiska utvecklingen något sämre än i Storbritannien. Fed bekräftade att styrräntan kommer att förbli nära noll till halvårsskiftet nästa år, även om den förväntade ränteuppgången därefter nu ses bli något brantare. Om prisstegringarna ökar snabbt kan även detta scenario ändras och inflationen var 2,1 % i maj, vilket var den högsta takten på 20 månader. Men på denna punkt har ledamöterna i Fed tydligt uttryckt en preferens för en inflationsnivå över målet på 2 % under en kortare period över risken att strypa återhämtningen med för aggressiva och tidiga räntehöjningar. Dessutom är den amerikanska bostadsmarknaden rimligt värderad som aggregat och hushållens skuldsättning 109 % av inkomsterna och i fallande. Vad som är mer oroande är den värdering som finns i delar av räntemarknaden. Till skillnad från perioden innan 2007 är förekomsten av belåning mindre frekvent. I stället för att belåna "säkra" ränteinstrument, har investerare valt att köpa mer riskfyllda placeringar, vilket var syftet med QE. S.k. spreadar har minskat markant och obligationslån emitterade av företag uppvisar allt mildare villkor.

Denna "jakt" på avkastning har även inneburit ett flöde från räntemarknaderna till världens börser. Till syvende och sist är dock börsutvecklingen avhängig den framtida vinstutvecklingen och en fortsatt multipelexpansion kan näppeligen ensam driva kurserna högre. Hitintills har vinsterna främst förbättrats tack vare kostnadskontroll och stora återköpsprogram av aktier. Med en fortsatt måttlig global tillväxt har många bolag svårt att växa. 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.

ECTOR:s NAV-värde steg under årets andra kvartal med 1,74 % och har därmed ökat med 3,10 % under året. Fondens aktieandel ökade från 25 % till 32 % främst genom ett större uttag ur fonden. En mindre initial position i det amerikanska konglomeratet Danaher köptes under perioden. Danaher är att betrakta som ett kvalitetsbolag med en historik av stadig tillväxt och god lönsamhet sedan dagens struktur sattes i verket vid mitten av 1990-talet. Bolaget är verksamt globalt inom fem områden: test & mätning, miljö, tandvårdsutrustning/produkter, livsvetenskap (bio- och medicinteknik och läkemedel) & diagnostik samt industriteknik. Då tillväxten och lönsamhet i stor utsträckning drivits av företagsförvärv kombinerat med en intern förbättringsprocess applicerad på de köpta bolagen, räds aktiemarknaden de nu uppdrivna företagspriserna. Med en längre vy på innehavet ser vi tvärtemot en möjlighet. Innehavet i Electrolux såldes då den underliggande tesen för placeringen, mindre prispress i vitvarumarknaden, inte höll. Investeringen genererade ändå en årlig totalavkastning på ca 8 %. Likaså såldes innehavet i Ericsson med en totalavkastning på 13 % per år.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,10 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under årets andra kvartal.

Med vänlig hälsning

*Ulf Hansson
Lancelot Asset Management*