



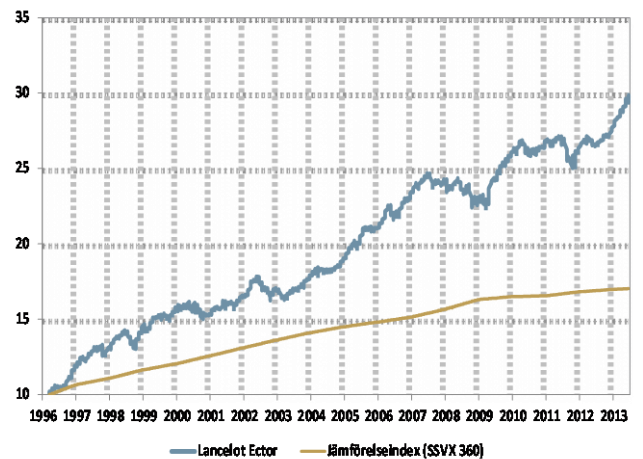
Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

I sin juniprognos konstaterade Världsbanken att den globala ekonomin nu tycks befinna sig i en stabilare men något trög tillväxtfas och banken förväntar sig en viss acceleration i tillväxten under innevarande år. De finansiella marknaderna är stabilare än under förra sommaren och även om flertalet länder står inför svåra utmaningar har enligt Världsbanken sannolikheten för en ny större kris reducerats. Tillväxten i västekonomierna inklusive Japan förväntas stärkas långsamt och gradvis från 1,2 % i år till 2,3 % år 2015. Särskilt Europa pekades ut som ett område med en diger att-göra-lista:

kapitaluppbyggnad av banksektorn, institutionella reformer och fortsatt sanering av budgetar mot en långsiktigt hållbar nivå. USA, å andra sidan, bedömdes åtnjuta en solidare återhämtning driven av starkare privatkonsumtion. Japansk tillväxt har stärkts kortsiktigt till följd av den dramatiska expansiva makroekonomiska politiken. De s.k. tillväxtekonomierna uppvisar en splittrad bild. Som samlad grupp förväntar sig Världsbanken att dessa ekonomier växer med 5,1 % i år, för att successivt öka tillväxttakten under 2014 (5,6 %) och 2015 (5,7 %). Banken gör bedömningen att riskerna för den globala ekonomin är mindre och mer balanserade än för ett år sedan (d.v.s. högre sannolikhet för en utveckling som kan överraska både positivt och negativt).

Den amerikanska centralbanken (Fed) behöll styrräntan i intervallet 0-0,25 %. Banken upprepade att den extremt expansiva penningpolitiken kommer att bestå åtminstone till dess att arbetslösheten sjunkit från dagens 7,7 % till 6,5 %, samtidigt som den förväntade prisökningstakten på ett till två års sikt får överstiga det långsiktiga målet på två procentenheter med maximalt 0,5 % om de långsiktiga inflationsförväntningarna förblir stabila. Fed bedömde att riskerna för en försvagning i ekonomin och arbetsmarknaden har minskat sedan förra hösten, men sänkte sin tillväxtprognos för 2013 något. Dock höjdes förväntningarna för 2014 till 3,25 %, en nivå som överstiger konsensusförväntningarna. Vid den efterföljande pressträffen till mötet den 19 juni överraskade ordförande

Procentuell utveckling efter arvoden



marknaden med att ange en tidtabell för ett avslutande av Feds köp av räntepapper (USD 85 miljarder per månad) till halvårsskiftet nästa år och antydde också att månadsköpens storlek kan komma att minska redan i år om den amerikanska ekonomin fortsätter att utvecklas väl. Den europeiska centralbanken ECB sänkte styrräntan till 0,50 %. Sänkningen gjordes för att motverka den fortsatt svaga europeiska utvecklingen. Den nya chefen för Bank of Japan (BoJ) gjorde en 180-graders sväng visavi den gamla centralbanksledningen och lanserade kvantitativa lättnader av en storlek som sällan skådats i en av världens stora ekonomier. Precis som i USA köper BoJ räntepapper av den privata sektorn (främst kommersiella banker) och bankerna erhåller därefter likvida medel som i stor utsträckning kan placeras om i aktier, räntepapper, företagscertifikat etc. Högre efterfrågan leder kortsiktigt till högre tillgångspriser som minskar finansieringskostnad för företag, sänker räntorna för företag och hushåll och dessutom ökar värdet på riskfyllda tillgångar. Detta ska enligt teorin stödja en ekonomisk återhämtning. Därtill är ökade inflationsförväntningar en målsättning som ska uppnås via expansiv penningpolitik och fallande valutakurs. Om detta inträffar sjunker de reala räntorna och det japanska skuldberget inflateras delvis bort. Samtidigt skulle löneökningarna tillta och därmed bidra med en ökad köpkraft till hushållen. Baksidan är förstas att ökade inflationsförväntningar



LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 1 JULI 2013

kan leda till höjda obligationsräntor, något Japan inte vill ha med sin stora statsskuld. Nu lär BoJ:s obligationsköp bli så omfattande att en eventuell ränteuppgång kan begränsas.

På valutamarknaden stärktes den japanska valutan efter det kraftiga fallet under årets första kvartal. Trots en hastig dollarförstärkning efter Fed:s överraskande strama budskap i juni, sjönk USD visavi euron under kvartalet. Den svenska kronan försvagades generellt under perioden. Reuters/Jefferies råvaruindex (ca 1/3 petroleumprodukter) tappade 7 % under kvartalet, samtidigt som oljepriset föll till USD 102 per fat. Guldpriset kollapsade med över 20 %.

Efter en stark inledning av året försvagades världens aktiebörser under det andra kvartalet. Osäkerhet kring indragen likviditet och även svaga signaler från den kinesiska ekonomin bidrog till vinsthemtagningar. I EU-området sjönk kurserna med drygt 2 % i lokal valuta (MSCI), medan börserna i Norden föll med 4 % (Sverige -4 %). Börserna i Nordamerika å andra sidan steg med knappt 2 % (USA +2 %). Stilla Havregionen exklusive Japan uppvisade en kursnedgång på 4 %, medan den japanska börsen ökade med 10 %. Världsindex i lokal valuta steg under årets andra kvartal med 1,02 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 2,89 %, en effekt av en något svagare svensk krona.

Aktiemarknadernas fokusering på när Fed kommer att minska och avsluta den extremt expansiva penningpolitiken (QE) är begriplig på kort sikt men tveksam på längre sikt. Högre aktiekurser som enbart bygger på utbud och efterfrågeresonemang utan en medföljande vinstförbättring (exkluderat multipelexpansion) är inte hållbar på sikt. Effekterna av QE på den reala ekonomin är oklara och debatteras flitigt. Erfarenheten hittills visar att det är svårt att långsiktigt höja inflationsförväntningarna med dessa köpprogram, utan tvärtom tenderar prisutvecklingen att dämpas när ekonomierna tappar fart. Inhemskt genererad inflation är inte möjlig så länge löner pressas, finanspolitiken är stram och minskar den reala köpkraften, banker inte lånar ut och företag inte investerar. Externt driven inflation är förstås möjlig men exempelvis råvarupriserna faller i nuläget. Fortsatt (för) låg inflation i västvärlden är därför trolig. I USA faller inflationsförväntningarna och

marknaden är fortfarande långt ifrån stark och det är synnerligen tveksamt om arbetslösheten sjunker från dagens 7,7 % till 6,5 % innan nästa sommar. Den amerikanska centralbankens ekonomiska prognoser har hittills visat sig vara alltför optimistiska och det finns en rimligt stor risk att även den beskrivna tidtabellen för tillbakadragandet av QE kommer att behöva revideras. Under tiden slåss börsbolagen med en (tillfälligt?) stramare amerikansk penningpolitik, svagare ekonomisk tillväxt i många tillväxtekonomier, osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen i Kina och en stagnerande europeisk ekonomi. Dessa lager av osäkerhet kommer antagligen att försvåra för aktiemarknaderna att stiga under den närmaste tiden. Fokus kommer att flyttas till vinst- och marginalutveckling.

ECTOR:s NAV-värde steg under kvartalet med 2,60 % och har därmed ökat med 6,86 % under året. Drygt en procentenhet av avkastningen under det andra kvartalet var hänförligt till en vunnen skattövinst med svenska staten avseende betalda skatter på erhållna utdelningar under perioden 2005-2009. Fondens aktieandel sänktes från 34 % till 26 %. Försäljningar gjordes i Medtronic då aktiemarknaden värderade upp stabila bolag med lång utdelningshistorik som ett substitut för ränteplaceringar. Placeringen genererade en avkastning på ca 11 % per år inklusive utdelningar. Vidare såldes innehavet i Morgan Stanley efter en kursuppgång på 40 % sedan inköpstillfället i september. Även den resterande posten i Pfizer såldes till kursnivåer som var drygt det dubbla jämfört med inköpskurs i mars 2009. Därtill har fonden erhållit utdelningar på ca 3-4 % per år.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,4 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under årets andra kvartal.

Med vänlig hälsning

Ulf Hansson

Lancelot Asset Management