

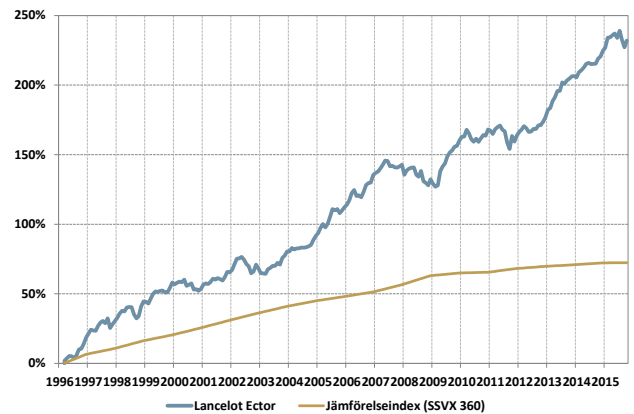


Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

OECD sänkte i sin novemberrapport prognosen för den globala tillväxten för innevarande år till 2,9 % med hänvisning till ”en märkbar inbromsning” i många s.k. tillväxtländer samt en svagare världshandel. Organisationen pekade på skiftet av ekonomisk modell i Kina, från infrastruktur-investeringar och export mot ett mer inhemskt orienterat fokus på konsumtion och service, som en möjlig anledning till den svagare världshandeln. Därutöver pågår en skuldsanering i flertalet tillväxtekonomier efter de senare årens kraftiga kreditväxt, vilket ytterligare dämpar världshandeln. Enligt OECD genomgår tillväxtekonomierna med vissa undantag en anpassning till lägre råvarupriser, stramare kreditvillkor och en medföljande lägre potentiell tillväxt, vilket riskerar leda till kapitalflykt och kraftiga valutaförsvagningar. Men trots allt förväntar sig OECD en något förbättrad världskonjunktur under 2016-17 med ett fortsatt lågt inflationstryck. Den amerikanska ekonomin väntas fortsätta sin relativt goda årlig tillväxt på ca 2,5 %. I eurozonen stärks BNP-tillväxten till 1,75-2 % per år tack vare kombinationen expansiv penningpolitik och lägre oljepris. Den japanska prognosen är något svagare än för andra västländer, då landet är missgynnad av svag extern efterfrågan i regionen och stramare budgetpolitik (planerad momshöjning 2017). Tillväxtekonomierna förväntas uppvisa en blandad utveckling. I Kina fortsätter den gradvisa nedväxlingen av tillväxten, medan utsikterna för Indien även fortsättningsvis förblir solida. Råvaruproducenter som Brasilien och Ryssland återhämtar sig enbart till del, trots stora valutaförsvagningar.

Den amerikanska centralbanken (Fed) höjde för första gången på närmare ett decennium styrräntan till intervallet 0,25-0,50 %. Fed underströk att eventuella framtida räntehöjningar kommer att vara beroende av inkommande statistik och ske stegvis. Centralbankens egen prognos pekar mot en höjning på 1 % under 2016. Räntemarknaden däremot prissätter i nuläget endast hälften av denna höjning. Likaså minskade ränteskillnaden mellan statspapper med kort och lång löptid, den s.k. yieldkurvan, vilket tyder på att

Procentuell utveckling efter arvoden



marknaden är avvaktande till större höjningar. Även den europeiska centralbanken ECB var aktiv vid sitt decembermöte och lanserade nya åtgärder för att tackla den alltför låga inflationen. ECB sänkte ”golvet” för korträntan (inlåningsräntan för kommersiella banker, ej att förväxla med styrräntan) till -0,30 % och utökade sitt program av tillgångsköp. Köpen kommer nu att fortgå till åtminstone utgången av mars 2017 och även inbegripa regionala och lokala skuldpaper inom euroområdet. De beslutade åtgärderna var inte enhälliga, men ECB:s ordförande Draghi återupprepade att fler åtgärder finns tillgängliga om så behövs. Även Riksbanken utökade köpen av statsobligationer med SEK 65 miljarder. Bank of Japan beslutade att förlänga den genomsnittliga löptiden för sina köpta statsobligationer från 7-10 till 7-12 år, för att på så sätt söka sänka långa obligationsräntor ytterligare.

På valutamarknaden dominerade diskussionen om divergensen mellan Feds förväntade penningpolitiska agerande, d.v.s. kommande höjningar, och de övriga större centralbankernas allt tydligare inriktning mot fortsatta stimulanser. Även om USD förstärktes gentemot euron, skedde merparten av rörelsen under inledningen av året. Risker med enkla och uppenbara budskap är att alltför många aktörer agerar på ett likartat sätt och den samlade positionen blir för ”populär” och därmed sårbar för kraftiga rekylar. Ett exempel skulle kunna vara kursreaktionen efter ECB:s decembermöte, som omgavs av mycket



höga förväntningar om kraftfulla nya stimulanser, d.v.s. en förstärkt divergens. När förväntningarna inte infriades blev den efterföljande dollarförsvagningen mycket kraftfull, förstärkt av alltför många positioner som räknat med en euroförsvagning. Den svenska kronan följde i stort eurons utveckling visavi den amerikanska dollarn. Den japanska yenen var i stort oförändrad mot USD. Efter en mindre devalvering i augusti fortsatte den kinesiska valutan renminbi att justeras ned ytterligare. Detta skedde efter att Kinas centralbank meddelat att den renminbin fortsättningsvis skulle värderas mot en korg av valutor i stället för som tidigare endast den amerikanska dollarn, vars värde ju stigit kraftigt sedan sommaren 2014. Thomson Reuters råvaruindex (ca 1/3 petroleumprodukter) föll med hela 23 % och noterades i slutet av året sin lägsta nivå sedan 1973. Oljepriset havererade under andra halvåret sedan Opec inte strypt produktionstakten och därmed inte minskade det överutbud på olja som trycker priset. Därtill kommer att USA ska börja sälja olja internationellt efter att ett 40 år gammalt embargo på oljeexport lyfts. Ryssland producerar mer än 10 miljoner fat olja per dag, vilket är högsta notering sedan Sovjetunionens kollaps, samtidigt som produktionen från Opec ligger nära en rekordnivå på drygt 31,5 miljoner fat per dag. Under året sjönk oljepriset med hela 36 %. Guldpriset föll likaså, dock med mer modesta 10 %.

De större globala aktiebörserna uppvisade en blandad utveckling under året. Många europeiska aktiemarknader steg under inledningen av 2015 för att sedan falla tillbaka. Den amerikanska börsen stod mer eller mindre stilla bl.a. då den starka dollarn höll tillbaka vinstutvecklingen. I Asien höll den redan nämnda ekonomiska nedgången tillbaka kursutvecklingen på de flesta börserna, medan fortsatt svaga råvarupriser tyngde aktiemarknader i Brasilien, Chile och flertalet gulfstater. Dock steg Moskva-börsen med ca 17 %. I EU-området steg kurserna under 2015 med 2,5 % i lokal valuta (MSCI), medan uppgången i Norden var 10 % (Sverige +/- 0 %). Börserna i Nordamerika föll med en dryg procent (USA -1 %). Samtidigt uppvisade Stilla Havs-regionen en kursnedgång på 5 %, medan den japanska börsen ökade med 8 %. Världsindex i lokal valuta steg under året med 0,15 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 5,43 %,

en effekt av den svagare svenska kronan.

Världsekonomin står inför välbekanta utmaningar framöver, som även till del präglat 2015. Låg global tillväxt, osäkerhet kring finansiella och realekonomiska effekter efter den första amerikanska räntehöjningen på lång tid samt den fortsatta omvandlingen av den kinesiska ekonomin med utbudsöverskott inom flertalet branscher och en medföljande global prispress. Även om Feds räntehöjning i december var ett tydligt steg mot en stramare penningpolitik, inleddes denna process tidigare i och med den successiva neddragningen av tillgångsköp. De amerikanska finansiella marknaderna spenderade stora delar av 2015 med att försöka anpassa sig till stramare finansiella förhållanden, vilket bl.a. manifesterade sig i plötsliga prisfall i aktie- och obligationsmarknaderna. Den kinesiska ekonomin, å sin sida, visar tydliga tecken på en lägre tillväxtbana. Detta är en oundviklig utveckling då den gamla tillväxtmodellen baserad på export och investeringar nått vägs ände. I stället söker Beijing växla till en mer konsumtions- och serviceorienterad tillväxt. Om denna övergång ska lyckas måste tillväxttakten initialt dämpas för att sedan stabiliseras kring 3-4 %. Men processen driver även ned priser inom många globala branscher och sektorer där kinesisk industri tidigare byggt upp enorm överkapacitet. Tyvärr är penningpolitisk stimulans inte speciellt lämplig att hantera en dylik utbudsledd deflation. I slutändan är Kina en centralstyrd ekonomi, vilket betyder att partitoppen har avgörandet i sina händer. För att undvika en alltför kraftig inbromsning finns en tämligen god sannolikhet att investeringar fortsätter att ligga på en lägre, men ändå förhöjd nivå i närtid och att prispressen består. Därmed finns också chansen till cykliska återhämtningsfaser inom det ovan skissade långsiktiga scenariot.

Aktier (och obligationer) är ett relativt långsiktigt sparande och lämpar sig därmed knappast för årsprognoser. Utfallet för aktiemarknaden på tolv månaders sikt är helt enkelt för slumpmässigt. Däremot ökar sannolikheten för att göra en korrekt prognos i takt med en längre placeringshorisont. Om man ser fem år framåt i tiden, visar historiken att den genomsnittliga femåriga avkastningen tenderar att



LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 4 JANUARI 2016

oftare vara positiv än negativ. Dock kan utfallet bli negativt även under en så pass lång horisont, vilket visar hur osäker övningen är. Under den senaste femårsperioden har Stockholmsbörsen genererat en årlig totalavkastning på 10,5 %, vilket är knappt två procentenheter lägre än det historiska genomsnittet. Den försiktige spararen bör förvänta sig en lägre avkastning de kommande fem åren då börser överlag inte är att betrakta som billiga samtidigt som vinsttillväxten troligen blir modest. I ett sådant scenario blir diversifiering allt viktigare. Även om räntenivåerna är låga kommer räntemarknaden att utgöra en trygg hamn samtidigt som aktieportföljen bör innehålla globala aktier med olika karakteristika.

Lancelot Ector:s NAV steg under det fjärde kvartalet med 0,58 %. Fondens NAV-värde steg därmed med 1,39 % under 2015. Fondens aktieandel höjdes under kvartalet till 31 % från 27 %. Nygammalt innehav i aktieportföljen är svenska SKF, som köptes efter en rejäl kursnedgång. Fonden ägde aktien under slutet av 2013 och början av fjolåret. Men under 2014 tilltog oron kring världskonjunkturen och framförallt en svagare kinesisk tillväxt. Bolaget är givetvis sårbart för en eventuell lågkonjunktur, men den nya ledningen har samtidigt en god historik när det gäller kostnadskontroll. Aktien förefaller billig. Vidare köptes en position i Ratos. Aktien ägdes av fonden mellan år 2000 och 2012, men såldes då den underliggande bolagsportföljen uppvisade en alltför svag vinstutveckling. Ratos portfölj har sedan dess fått några intressanta nytillskott, men är fortfarande präglad av cykliska bolag med låg tillväxt. Bolaget behöver tid för fortsatt förändring. En mer koncentrerad innehavsportfölj med inriktning mot bolag med potential till högre lönsamhet vore ett steg i rätt riktning. Innehavet i Microsoft såldes efter en god kursutveckling. Placeringen genererade en årlig totalavkastning på 26 %. Under året har Walgreen, JP Morgan och Danaher stått för de största positiva bidragen till aktieportföljen. SKF var å andra sidan en belastning.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,0 år. Avkastningen för fondens räntebärande

placeringar var positiv under året.

Med vänlig hälsning

Ulf Hansson

Lancelot Asset Management