

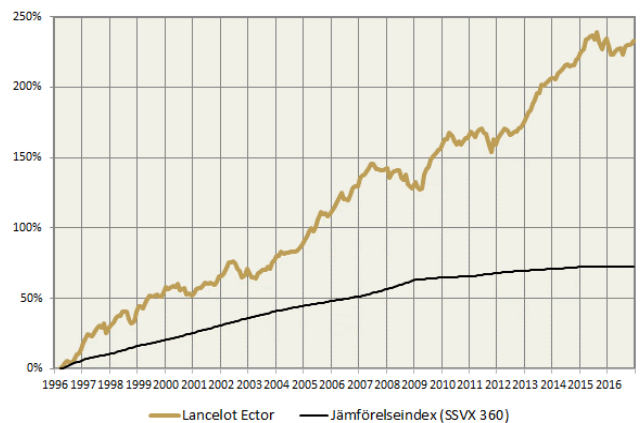


## Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

Globala räntor fortsatte sin markanta uppgång under slutet av året. Efter sommarens rekordlåga nivåer, reverserades nedgången initialt av positiv global makroekonomisk statistik som exempelvis de månatliga återkommande indexen över tillverkningsindustrins tillväxtutsikter, som ofta leder konjunkturutvecklingen och som indikerade expansion i många länder. Ränteuppgången accelererade än mer efter det amerikanska presidentvalet i början av november. Förutom stigande räntor sköt även aktiekurserna i framförallt USA i höjden då förväntningarna tilltog att den nya administrationen tillsammans med kongressen kommer att driva igenom en mer expansiv finanspolitik, sänka skatter och minska regleringar för sektorer som finans och energi. Prognosmakare noterade de kraftiga relativförändringarna i finansmarknaderna och i november höjde exempelvis OECD sin globala tillväxtprognos med hänvisning till kommande amerikansk finanspolitisk stimulans. Organisationen tror nu att 2018 kommer att uppvisa den snabbaste tillväxten sedan 2011. Global BNP-tillväxt väntas stiga med 3,3 % under 2017, för att sedan ytterligare accelerera till 3,6 % 2018. Den amerikanska ekonomin kommer enligt OECD att expandera med 2,3 % 2017 respektive 3 % 2018, medan eurozonens motsvarande tillväxttal förväntas bli 1,6 % respektive 1,7 %. Kinas ekonomi tros vara stabil och växa med 6,4 % respektive 6,1 %.

Den amerikanska centralbanken (Fed) höjde för andra gången på ett decennium styrräntan, nu till intervallet 0,50-0,75 % och indikerade samtidigt en marginellt aggressivare framtida räntehöjningscykel än vad finansmarknaderna räknat med. Feds direktion höjde sin medianprognos från två till tre höjningar på vardera 0,25 % under 2017, även om banken upprepade att höjningarna kommer att ske ”gradvis”. USA:s ekonomi har de senaste åren uppnått vad många anser vara full sysselsättning samtidigt som inflationstakten sakta men säkert närmat sig Feds mål om två procent. Den europeiska centralbanken ECB förlängde sitt program av tillgångsköp i andrahandsmarknaden från mars 2017 till slutet av samma år. Dessutom beslutade ECB att minska

### Procentuell utveckling efter arvoden



volymen i de månatliga köpen från 80 miljarder euro till 60 miljarder euro från och med april 2017. Dessa s.k. extraordinära penningpolitiska åtgärder kan ytterligare förändras till dess ECB ser en varaktig justering av inflationsbanan som överensstämmer men inflationsmålet om 2 %. Ordförande Draghi pekade på en generellt svag prisutveckling, ökad politisk osäkerhet samt bristen på strukturella reformer inom euroområdet som orsak till tidsförlängningen av tillgångsköpen. Även Riksbanken beslutade förlänga köpen av statsobligationer till halvårsskiftet 2017. Reporäntan behölls på oförändrad nivå, minus 0,5 %, och banken konstaterade att eventuella höjningar inte är att vänta före början av 2018. Bank of Japan (BoJ) lämnade den s.k. depositräntan (bankernas inlåningsränta hos centralbanken) oförändrad på minus 0,1 %. Samtidigt behöll banken sitt program av tillgångsköp intakt. BoJ upprepade att ekonomin befinner sig i en måttlig återhämtningsfas, hjälpt av en förbättrad export tack vare en förbättrad tillväxt i omvärlden.

På valutamarknaden var det dominerade temat under det avslutande kvartalet skillnaden mellan var i räntecykeln de större ekonomierna befinner sig. Sålunda steg USD mot de större valutorna då USA ligger först i cykeln och också har börjat höja sin styrränta. För helåret förstärktes den amerikanska valutan med 3 % mot euron, medan uppgången visavi den svenska kronan var 8 %. Med en centralbank som söker kontrollera den tioåriga statsobligationsräntan



kring noll procent, var det närmast en tidsfråga innan även den japanska yenen skulle falla mot USD, vilket skedde med kraft mot slutet av året. För 2016 begränsade sig dollarförstärkningen till 3 %. Den amerikanska valutan stärktes i något lägre grad mot den kinesiska yuanen då de finansiella myndigheterna i Kina försökte stabilisera sin valuta, som är satt under press av bl.a. ökande kapitalutflöde ut ur landet, stigande amerikanska räntor (kinesiska företag har stora USD-lån) och volatila inhemska marknader. Förutom interventioner i valutamarknaden har även mer omfattande kapitalkontroller införts för att försvåra utflöden. Thomson Reuters råvaruindex (ca 1/3 petroleumprodukter) ökade med närmare 10 % under året. Oljepriset steg med över 52 %, dock från en låg nivå efter raset 2015. Bakom den kraftiga uppgången låg möjligen förväntningar om en allt bättre världsekonomi, men även optimism angående aviserade produktionsneddragningar från OPEC och elva andra oljeproducerande länder i januari 2017. Guldpriset föll tillbaka under den senare delen av året i takt med att korträntor, liksom USD, steg på ett markant sätt. Men i och med att priset steg under årets första hälft slutade året med en uppgång på 9 %.

De större globala aktiebörserna slutade året i dur. Annars inleddes året svagt med en fortsatt oro kring den globala konjunkturen och en ihållande deflation, men bottnade överraskande nog kring det oväntade brittiska utträdet ur EU i juni. Fokus förflyttades mer konkret mot möjligheten till finanspolitisk stimulans för att motverka den under lång tid svaga ekonomiska utvecklingen och, inte minst, de politiskt ”söndrande” krafter som Brexit bekräftade. Presidentvalet i USA ökade den pro-cykliska agendan och övertygelsen att tillväxten nu kommer att bli allt bättre. Allt detta ledde till gigantiska allokeringförändringar ut ur ränteplaceringar och in i aktiemarknaderna. Följden blev såväl stigande räntor som aktiekurser. I EU-området steg kurserna under 2016 med 5,7 % i lokal valuta (MSCI). I Norden föll dock det samlade indexet med 2,6 % p.g.a. ett kraftigt kurstapp i danska indextunga Novo Nordisk. Dock steg den svenska börsen med 5,2 %. Börserna i Nordamerika ökade med 9,6 % (USA + 9,2 %). Samtidigt uppvisade Stilla Havs-regionen en kursnedgång på 0,4 % och den japanska börsen föll med 2,6 %. Världsindex i lokal valuta steg under året med 6,0 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 12,7 %.

Det är givetvis omöjligt att korrekt förutspå vart börser tar vägen under de närmaste tolv månaderna. Aktier (och obligationer) är ett relativt långsiktigt sparande och lämpar sig därmed knappast för årsprognoser. Det kortsiktiga utfallet för aktiemarknader är helt enkelt för slumpmässigt, även om den genomsnittliga långsiktiga avkastningen historiskt varit positiv. Det finns dock ett historiskt samband mellan aktuell värdering och den framtida genomsnittliga avkastningen över tid. Problemet med detta tillvägagångssätt är förstås att genomsnitt döljer vägen till målet, d.v.s. de upp- respektive nedgångar som ofrånkomligen är en del av slutresultatet. Om man i stället jämför ett intervall av bästa respektive sämsta långsiktiga utfall med utgångspunkt från olika initiala värderingar, tycks sambandet hålla. Högre värdering tenderar att leda till sämre långsiktig avkastning och vice versa. Men skillnaden mellan bästa och sämsta utfall är stort och aktiemarknader har gått såväl upp som ner över långa perioder trots att värderingen varit hög i utgångsläget. Ett sätt att komma runt problematiken är att använda värderingen för att justera sina förväntningar om framtida avkastning till en realistisk nivå. Fortfarande är sannolikheten för ett positivt utfall gott om man ser sitt sparande som långsiktigt, men risken har historiskt ökat för lägre, och i vissa fall t.o.m. negativt, utfall om den initiala värderingen är hög, vilket är fallet idag. Den försiktige spararen bör således förvänta sig en lägre avkastning de kommande fem åren jämfört med den senaste femårsperioden. 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 1,21 %. Fondens NAV-värde steg därmed med 1,55 % under 2016. Fondens aktieandel höjdes marginellt under kvartalet och uppgick till 28 %. Inräknat en kort, dvs såld, svensk indexposition reduceras aktieexponering till 26 %. Nytt innehav i aktieportföljen är amerikanska vårdservicebolaget CVS Health. CVS har två divisioner, dels Pharmacy Services (administration/utformning av



# LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 2 JANUARI 2017

hälsovårdsplaner för arbetsgivare, försäkringsbolag, fackföreningar etc.), dels Retail/long-term care (apoteksverksamhet). Bolaget har en mycket fin historik vad gäller vinst-och utdelningstillväxt, men aktiekursen har reflekterat denna utveckling. CVS har uppvisat en årlig vinststillväxt på 12,5 % sedan år 2000. Utdelningen har vuxit med närmare 17 %/år och bolaget har dessutom köpt tillbaka aktier sedan 2007. Både balansräkningen och den löpande verksamhetens kassaflöden är starka. Sedan sommaren 2015 har dock aktiekursen fallit med närmare 30 % från en anspänd värderingsnivå. Sektorn lider av den politiska debatten kring läkemedelspriser, som anses vara för höga. Ökade prisregleringar eller liknande åtgärder för att kontrollera läkemedelspriser kan få indirekta negativa konsekvenser för CVS. Bolaget, och hela branschen, har dock ingen exceptionell hög lönsamhet eller överdrivet höga marginaler. Hela positionen i amerikanska finanshuset Charles Schwab såldes. Aktiekursen rusade under slutet av året då bolagets vinstutveckling, liksom bankernas, gynnades av de stigande räntenivåerna. Placeringen som initierades i april 2016, då förväntningarna på framtida ränteutveckling började bli extremt ensidiga och reflekterade en långsiktig deflationsoro, blev mycket lyckosam. Inkluderat en stigande dollarkurs gentemot den svenska kronan genererade aktieplaceringen en årsavkastning på 80 %.

Under året har Volvo, Danaher (delat i två nya bolag, Danaher och Fortive) och Charles Schwab stått för de största positiva bidragen till aktieportföljen. Engelska Britvic var å andra sidan en belastning, även om en såld pundposition delvis motverkade kursfallet i svenska kronor.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,2 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under året.

*Med vänlig hälsning*

*Ulf Hansson  
Lancelot Asset Management*