

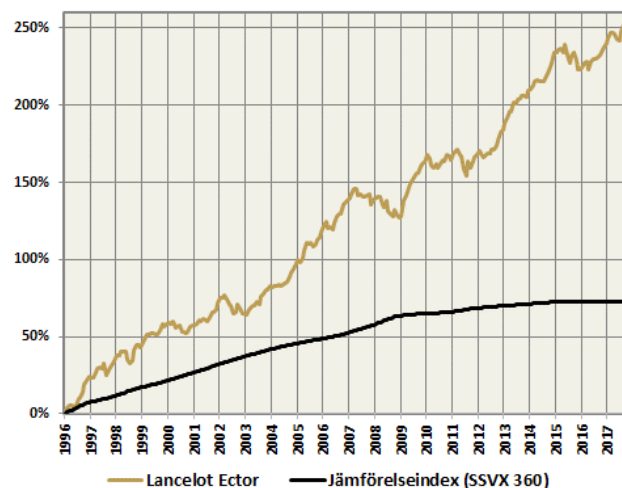


Till A-aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

I sin novemberrapport noterade OECD att världsekonomin stärks, då såväl penning- som finanspolitisk stimulans stödjer en bred och synkroniserad förbättring av den ekonomiska tillväxten i majoriteten av organisationens medlemsländer. OECD tror nu att den globala tillväxten ökar med 3,6 % 2017, 3,7 % 2018 och 3,6 % 2019, vilket är en uppjustering jämfört med den senaste prognosen. Den amerikanska ekonomin förväntas expandera med 2,2 % 2017 och 2,5 % 2018, för att sedan bromsa in något och växa med 2,1 % under 2019. Motsvarande tillväxttal för eurozonen förväntas bli 2,4 %, 2,1 % respektive 1,9 %. Japans ekonomi växer enligt OECD med 1,5 % 2017, medan tillväxten de följande två åren hamnar kring 1 % p.g.a. stramare budgetpolitik och en accelererande nedgång i arbetskraftutbudet. De s.k. tillväxtekonomierna visar likaså en förbättring tack vare infrastrukturinvesteringar i Kina och att vissa råvaruproducerande ekonomier som Brasilien och Ryssland visar en återhämtning efter tidigare nedgångar. Kinas ekonomi tros vara stabil och växa med 6,8 % under 2017, 6,6 % 2018 samt 6,4 % under 2019.

Den amerikanska centralbanken (Fed) höjde i december som väntat styrränteintervallet med 0,25 % till 1,25–1,50 %. Ledamöternas medianprognos för kommande styrräntebana fortsatte att peka mot tre höjningar under 2018 samt ytterligare två 2019. Den europeiska centralbanken ECB lämnade styrräntan oförändrad men beslutade att halvera de månatliga köpen av räntebärande tillgångar med start i januari 2018. Köpprogrammet bedöms fortsätta till slutet av september 2018 eller längre om så behövs. ECB höjde de kommande årens tillväxtprognoser för euroområdet, medan inflationsutsikterna lämnades relativt oförändrade, fortfarande något under målet på 2 %. Även Riksbanken behöll reporäntan oförändrad (-0,50 %) och upprepade att höjningar inte är aktuella förrän tidigast mitten av 2018 och då i långsam takt. Bank of Japan (BoJ) lämnade den s.k. depositräntan (bankernas inlåningsränta hos centralbanken) oförändrad på minus 0,1 %. Målsättningen att fixera den 10-åriga

Procentuell utveckling efter arvoden



statsobligationen kring 0 % kvarstår, samtidigt som BoJ behöll sitt program av tillgångsköp intakt. Banken förväntar sig en inhemsk efterfrågetillväxt och en fortsatt måttlig exportökning till följd av god tillväxt i omvärlden.

Vid föregående årsskifte var flertalet förstasigppåare och/eller investmentbanker överens om att den amerikanska dollarn skulle stärkas under 2017. Men även om USA:s ekonomi förbättrades och Fed reducerade den extremt expansiva penningpolitiken via bl.a. höjd styrränta, sjönk dollarn gentemot flertalet större valutor. Som alltid är det närmast omöjligt att ens i efterhand peka på enskilda orsaker till kursutvecklingen. En möjlig anledning kan ha varit svaga inflationsdata och den tioåriga amerikanska statsobligationen slutade också året närmast oförändrad, medan räntan på 30-åriga dito var lägre än vid årets början. Därtill stärktes dollarn under slutet av 2016, vilket antagligen betydde att positioneringen var pro dollar vid ingången av 2017. Efter en inledande kursrekyl handlades den amerikanska valutan sidledes under resten av året. Mot euron föll dollarn med hela 14 % och mot den japanska yenen med ca 4 %. Den svenska kronan stärktes med 10 % mot dollarn, men föll med 3 % mot euron. Även den kinesiska yuanen steg med 6 % visavi dollarn. Thomson Reuters råvaruindex slutade



LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 2 JANUARI 2018

Året närmast oförändrat. Efter en inledande nedgång under årets första hälft skedde en markant återhämtning för både industrimetaller och olja under årets andra halva. Just oljepriset steg till sin högsta nivå sedan 2015 med stöd av OPEC:s beslut att förlänga produktionsneddragningar även under 2018. Priset för Brentolja ökade med 17 % under året. Guldpriset steg med 13 %, delvis en effekt av ett markerat fall under slutet av föregående år då den amerikanska dollarn stärktes efter optimismen kring presidentvalet. Som bekant tenderar ofta guldpriset och dollarn att röra sig i motsatta riktningar.

De större globala aktiebörserna uppvisade en god utveckling under året. Bland årets vinnare fanns asiatiska börser, s.k. momentumaktier (aktier vars kurser uppvisar en tydligt stigande trend) och teknologiaktier. En ihållande god global ekonomisk tillväxt stödde börsbolagens vinstutveckling och enligt data från Thomson Reuters steg vinsterna i de större regionerna med mer än 10 %. I EU-området steg kurserna under 2017 med 9 % i lokal valuta (MSCI). Bland de större europeiska börserna utvecklades Schweiz och Holland bäst, båda med kursökningar på 15 %. I Norden var uppgången 10 %, medan den svenska börserna ökade med 6 %. Börserna i Nordamerika steg med 19 % (USA +19,5 %). Stilla Havs-regionen exklusive Japan uppvisade en kursuppgång på 15 % och den japanska börserna slutade året 18 % högre. Aktiemarknaden i Hong Kong steg med hela 33 %, medan börserna i Australien och Nya Zeeland endast mäktade med uppgångar på 6 respektive 4 %. Världsindex i lokal valuta steg under året med 16,3 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 8,1 %.

De globala aktiemarknaderna gynnas av en god och global ekonomisk tillväxt, låg inflation med tillhörande låga räntor samt en stark vinstutveckling. Förväntningarna är nu högt ställda och risken för kurskorrigeringar och/eller ökad volatilitet bör allt annat lika öka. Ett möjligt riskscenario vore en tydlig ökning av inflationen, vilket skulle tvinga centralbanker att strama åt penningpolitiken på ett sätt som inte är prissatt idag. Detta är förstås bara en möjlig utveckling och som vi skrivit i tidigare förvaltningskommentarer är det omöjligt att korrekt förutspå framtiden på tolv månaders sikt. Aktier är ett 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 värdering och den framtida genomsnittliga avkastningen över tid¹. Kortsiktigt (och även längre än så) har dock kurser gått både upp och ned när utgångsvärderingen ansetts vara hög. 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 på många håll idag. Den försiktige spararen bör således förvänta sig en lägre avkastning de kommande fem åren jämfört med den senaste femårsperioden. Även om dagens räntenivåer är låga, är fortfarande ränteplaceringar en trygg diversifiering i en värld av allt mer stigande tillgångspriser. Slutligen är det värt att minnas att fler saker kan inträffa än vad som kommer att inträffa och att därför flexibilitet och disciplin förblir viktiga.

Lancelot Ector:s NAV steg under det fjärde kvartalet med 0,52 %. Fondens NAV-värde steg därmed med 4,70 % under 2017. Fondens aktieandel var i stort oförändrad under kvartalet och uppgick till knappt 28 %. Inräknat en kort, dvs såld, svensk indexposition reduceras aktieexponering till ca 27 %. Nytt innehav i aktieportföljen är det schweiziska läkemedelsbolaget Novartis. Företaget har en diversifierad produktportfölj och s.k. pipeline av nya möjliga läkemedel. Dessutom säljer Novartis generikaprodukter (Sandoz), vilket är läkemedel vars patent löpt ut och därför säljs till ett betydligt lägre pris än när patentet fortfarande gällde. Ett tredje ben är ögonvård (Alcon) som Novartis planerar att göra sig av med när Alcon stabiliserat verksamheten, vilket bedöms ske efter första halvåret 2019. Även om aktien antagligen inte är högtintressant för många investerare på kort sikt, är värderingen rimlig och ger dessutom en direktavkastning på 3,3 %. Vidare såldes hela positionen i amerikanska CVS Health efter en innehavartid på mindre än ett år. Placeringen gick plus/minus noll och var därmed inte lyckosam. Samtidigt är det ett lärorikt exempel på hur snabbt omständigheter och förutsättningar kan förändras för bolag och branscher i dagsläget. Den stora amerikanska apoteksmarknaden präglas bl.a. av bristande genomlysning vad gäller prisbildningen och möjligen också av alltför höga kostnader. Därför



LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 2 JANUARI 2018

spekuleras det nu att Amazon kan vara på väg att etablera sig som en aktör på apoteksmarknaden, vilket skulle bli en (över?) mäktig konkurrent för existerande apoteksbolag, däribland CVS. Precis som inom detaljhandeln skulle Amazons affärsmodell ersätta befintliga fysiska apotek med automatiserade distributionslager och skapa en tydlig kostnadsfördel och lägre priser för kunderna.

Under året har Volvo, engelska Britvic och amerikanska Fortive stått för de största positiva bidragen till aktieportföljen. Novartis var å andra sidan en mindre belastning, även om aktien bara funnits i portföljen under en knapp månad.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,80 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under året.

Med vänlig hälsning

*Ulf Hansson
Lancelot Asset Management*

¹ Detta är en förenkling och verkligheten ter sig mer komplicerad. Över- eller undervärderingar är lättare att se i efterhand, då varje värderingstillfälle kan jämföras med bakåt- och framåtblickande data. Övningen är betydligt svårare att göra i realtid. Investerare vet ju inte hur framtida värdering kommer att utvecklas och eventuellt ändra definitionen av vad som är hög respektive låg värdering ("valuation drift").