



LANCELOT CAMELOT

STOCKHOLM DEN 1 NOVEMBER 2016

Till andelsägarna i Lancelot Camelot

2016 har hitintills visat sig vara ett år av stora överraskningar (bl.a Brexit). Detta fortsatte under november månad i och med Donald Trumps överlägsna seger i amerikanska presidentvalet och kanske i synnerhet kapitalmarknadernas reaktion på detsamma. USAs S&P 500 steg med 3,4 %, Stockholmsbörsen steg med 1,4 %, medan Eurostoxx var i princip oförändrad, allt på månadsbasis och uttryckt i lokala valutor.

På valutamarknaden fortsatte Dollarn att stärkas med 2,2 % mot svenska kronan, medan Euron försvagades 1,5 %. Oljepriset slutade månaden upp 5,5 % efter att ha varit ned hela månaden tills OPEC lyckades enas om en produktionsbegränsning på sitt möte den 30 november.

På räntemarknaden var rörelserna stora. Den amerikanska tioåriga räntan steg från 1,83 % till 2,38 %, och i Sverige steg tioåriga räntan från 0,25 % till 0,53 %, i Tyskland steg tioåriga räntan från 0,16 % till 0,27 %.

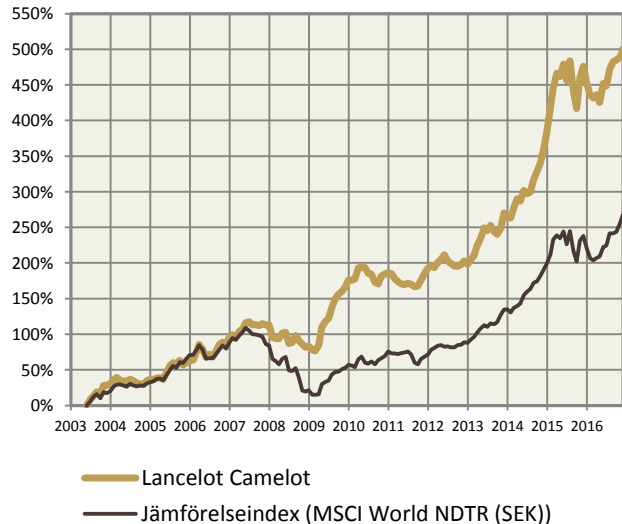
Vid månadens utgång var fondens aktieandel 82,4 % och den hade 20 stycken långa innehav och inga korta aktiepositioner. Fondens största innehav i storleksordning var Thermo Fisher, Unilever och Allegion.

Förvaltarnas kommentarer

Efter att sektortrender under månaden har varit ganska tydliga och starka; med kraftiga uppgångar i cykliska sektorer och råvaror samtidigt som sektorerna teknologi och hälsovård har fallit marginellt känner vi att det kan vara dags att stanna upp ett slag och fundera på vad som verkligen har hänt och begrunda följande grundläggande frågor:

1. Är den räntenedgång, som vi upplevt under de senaste 30 åren, över? Och hur påverkar det i så fall våra aktieinvesteringar?
2. Hur kommer det politiska *regimskiftet*, med bl.a. lägre skatter och ökade statliga utgifter i USA, att påverka våra aktieinvesteringar?
3. Kommer det att uppstå nya strukturella trender som följer av svaren på ovan nämnda frågor och vilka skulle det kunna vara?

Avkastning efter avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Camelot	Jämförelseindex**
Okt 2016	2,2 %	3,8 %
År 2016	8,6 %	14,6 %
Sedan start*	500,9 %	268,5 %
Genomsnittlig årsavkastning*	14,2 %	10,1 %

Svaret på 1) är med största sannolikhet JA. Situationen på räntemarknaden har varit extrem, med negativa räntor i många OECD-länder. Paradoxalt nog, trots avsaknad av möjlighet till en rimlig framtida avkastning, har följden blivit att ännu mer kapital har sökt sig till obligationsmarknaden. Om denna trend nu är bruten, så är detta otvetydigt positivt för aktier. Allokeringen till aktier (och möjligen andra risktillgångar) är på tok för låg, givet skillnaden i potentiell avkastning när ränta och inflation kan komma att normaliseras. Även vi har ju varit försiktiga – för försiktiga i backspegeln – och kommer sannolikt att vilja öka aktieandelen. Initialt har denna utveckling primärt gynnat cykliska sektorer såsom bl.a. råvaror, där Camelot inte aktivt investerar – både utifrån ett hållbarhetsperspektiv – men framför allt för att vi inte tror att det är långsiktiga vinnare, när dammet har lagt sig och vi kan se mer klart. Vi tror fortfarande att de strukturella trender som vi investerat i, alltifrån en åldrande befolkning till att vi går mot att saker och ting blir mer uppkopplade, kommer att generera en meravkastning på lång sikt. Detta är oförändrat. Vari ligger riskerna? Primärt kommer den höga skuldsättningen att hindra eller åtminstone begränsa hur mycket räntorna kan stiga. Annars hamnar vi i en situation där bolag och privatpersoner måste sälja tillgångar för att betala av lån, vilket i så fall sannolikt kommer att leda till en recession. Vår syn är emellertid att detta förmodligen kan undvikas genom att ränteuppgången begränsas både av marknaden och av aktiv penningpolitik.

Vad gäller fråga 2), dvs det politiska regimskiftet och dess påverkan på våra aktieinnehav, så fick vissa sektorer, såsom sjukvård, en tydligt negativ reaktion redan på valdagen. Till exempel föll vårt innehav i den ledande amerikanska sjukhuskedjan HCA med 15 %. Marknaden gjorde bedömningen att den nyutnämnde presidenten skulle skrota den allmänna sjukvårdsförsäkringen (ACA och som också kallas Obamacare). Om detta skulle inträffa, och inte ersättas med något annat sjukförsäkringssystem (något vi bedömer som osannolikt), skulle rörelsevinsten i bolaget minska med ungefär 5 %. Samtidigt så har den nyutnämnda presidenten också utlovat lägre företagsskattesatser – till 15 % från dagens 39 %. Detta skulle slå enormt positivt för HCA (ungefär +25%), som i princip har all sin verksamhet i USA och är ett av få bolag som faktiskt betalar den höga företagsskattesatsen. Även om skattereformen skulle bli ordentligt urvattnad och landa på mer rimliga 25 % så skulle nettoeffekten av "Trumponomics" vara positiv för vinsten i HCA, men aktien är klart billigare idag än innan valet, vilket gör aktien än mer attraktiv i ett långt perspektiv.

I övrigt kan vi konstatera att en ökad finanspolitisk stimulans är något vi har positionerat oss för under våren i och med våra investeringar i bolag såsom Pentair, Allegion och den relativt nyinköpta järnvägsoperatören Union Pacific Corporation. Totalt så är ungefär en fjärdedel av portföljen investerad i bolag som *direkt* gynnas av finanspolitisk stimulans i USA. Utöver det gynnas förstås bolag såsom Paypal, Alphabet och andra innehav indirekt eller i ett senare skede genom en starkare ekonomisk utveckling.

Vad gäller fråga 3), dvs nya strukturella trender, är det svårare att sia om, men likafullt intressant att diskutera. Man kan fundera på om globaliseringstrenden, som har varit stark de senaste 30 åren, kommer att avta efter Brexit, Trumponomics och ökad spänning inom EU. Risken att investera i en ökad globaliseringstrend känns i alla fall alltför hög i detta läge, i våra ögon. Utöver det kan man spekulera i att trenden att reglera finansiella institutioner, som varit på stark frammarsch sedan finanskrisen, är något som borde kunna avta framöver – tendenser till detta ser vi tydligast i USA, där man diskuterar att lyfta bort ett antal regleringar – bl.a den s.k Dodd-Frank akten. Detta skulle leda till att nytulningen skulle kunna öka och bädda för liknande reformer i EU. Detta skulle otvetydigt vara positivt för hela finansbranschen, även i Europa, där branschen är djupt ifrågasatt.

Summa summarum ser vi utvecklingen som positiv för aktiemarknaden (och likaledes negativt för räntemarknaden) samt stöder vår tes att vinstutvecklingen bör vända upp under 2017, efter en nedgångsfas som inleddes 2014. Detta skulle leda till en börs driven av vinsttillväxt istället för av värderingsmultiplar, som vi haft de senaste åren. Detta skulle vara otvetydigt positivt för flödena till aktiemarknaden och motivera en högre allokering till aktier.