



LANCELOT CAMELOT

STOCKHOLM DEN 2 NOVEMBER 2018

Till andelsägarna i Lancelot Camelot

I oktober inträffade en korrektion på världens börser, vilket innebär att årsavkastningen i lokal valuta är negativ på de flesta av världens börser. Särskilt framträdande har korrektionen i cykliska och teknologiaktier varit medan det varit mindre regionala skillnader. Men resultatet innebär likväl att i skrivande stund så har likviditet i USD varit den högst avkastande finansiella tillgången under 2018 med en avkastning på runt 2 %. Den svagare svenska kronan innebär emellertid att avkastningen i svenska kronor alltjämt är positiv på många tillgångsslag. USAs S&P 500 föll under månaden med 6,9 %, Eurostoxx föll med 5,9 %, medan Stockholmsbörsen föll med 7,2 %, allt på månadsbasis och uttryckt i lokala valutor.

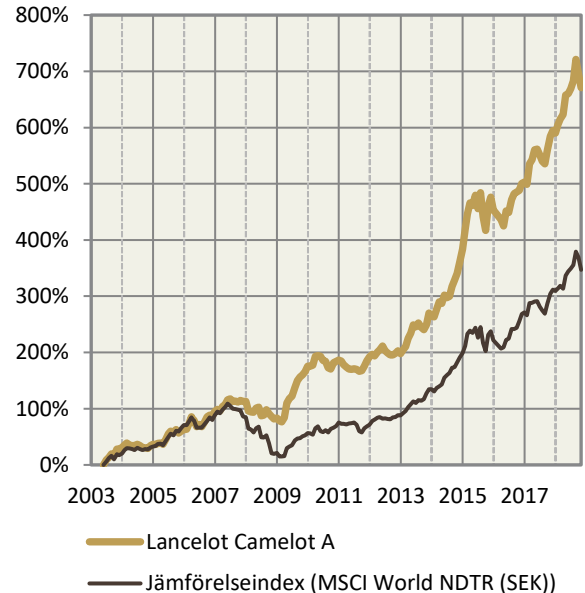
Till skillnad från vad som brukar inträffa vid en dylik börskorrektion, så steg amerikanska obligationsräntor, medan tyska räntor föll tillbaka. USAs tioåriga ränta steg under månaden från 3,06 % till 3,14 %. I Europa föll den tyska tioåriga räntan från 0,47 % till 0,38 % och i Sverige steg motsvarande ränta från 0,63 % till 0,61 %.

Den genomsnittliga aktieandelen har under månaden varit 81,2 %.

De innehav som påverkade fonden mest positivt under månaden var IFF, Nasdaq och Roche. Utöver detta var såklart fondens likviditet, som till stor del är placerad i USD, CHF och EUR, stabiliserande för fondens avkastning. Mest negativ påverkan hade Xylem, Prudential och Visa. Under oktober har vi mycket försiktigt och selektivt köpt aktier, vilket knappt syns på aktieandelen eftersom nedgången har minskat aktieandelen organiskt. Utöver detta har vi utfärdat en liten mängd säljoptioner i svenska byggbolaget JM, för att dra nytta av den höga volatiliteten på marknaden, som höjer priset på optionerna. Den kraftiga försämringen av den globala efterfrågan på bilar gjorde att vi avyttrade den lilla position vi relativt nyligen köpte i Continental, trots att vi anser värderingen av bolaget är attraktiv. Vid månadens utgång var fondens aktieandel 81,7 % och fonden hade 20 stycken långa innehav och inga korta aktiepositioner. Fondens största innehav i storleksordning var Visa, Thermo Fisher och Prudential. Fördelningen av valuta, med hänsyn till gjorda valutasäkringar, var 62 % i USD, 10 % i Euro, 10 % i GBP, 3 % i HKD, 5 % i SEK och 9 % i CHF.

Förvaltarens kommentarer

Vad var anledningen till korrektionen i aktiemarknaden under månaden? Ja, även om framtiden är mer intressant utifrån ett investeringsperspektiv så kan det ändå löna sig att grunna på frågan. Är det rimligt att aktier avkastar negativt när bolagen uppvisar den starkaste vinststillväxten på många år? Vi försöker lista några av de parametrar som vi anser spelar in nedan:



Avkastning efter avgifter	Lancelot Camelot A	Jämförelseindex**
Oktober 2018	-3,2 %	-4,8 %
År 2018	11,7 %	9,1 %
Sedan start*	670,8 %	346,7 %
Genomsnittlig årsavkastning*	14,1 %	10,2 %

1) Försämring av tillväxtutsikter

Detta kan kännas trivialt, men den första poängen är att härifrån kan det knappast bli bättre, sett utifrån vinsttillväxttaktsperspektiv. Genomsnittlig vinsttillväxttakt på USA-börsen är i skrivande stund 23 % i tredje kvartalet (alla har ännu inte rapporterat). Detta ska jämföras med en real tillväxttakt på runt 3 %. I huvudsak kan man ju förklara detta med skattesänkningar både för privatpersoner och företag i USA, vilka gynnar både efterfrågan, investeringar och såklart sista raden på resultaträkningen. Tillväxttakten kommer att avta härifrån och marknaden räknar med en vinsttillväxttakt på 9 % för 2019, vilket ju inte är illa. Men givet handelskrig, räntehöjningar, fallande tillväxttakt i utvecklingsländer tror jag dock att många börjar ifrågasätta om denna tillväxttakt faktiskt kan uppnås. En mer trolig tillväxttakt kanske är runt 5 %, vilket likväl är bättre än inget (vilket vissa andra tillgångsslag erbjuder).

2) Fortsatt åtstramande penningpolitik

Marknaden räknar med att amerikanska centralbanken kommer att höja sin styrränta 5 gånger till det närmaste året och hamna på en nivå på 3,25 - 3,50 %, vilket kan låta fortsatt lågt i ett historiskt perspektiv. Men det innebär att korträntan i USA dvs den tillgång som många anser vara den mest riskfria tillgången i världen, på tre års tid kommer att ha mångdubbplats (upp över 800 %). När priset på en riskfri tillgång går upp så kraftigt är det ofrånkomligt att risktillgångar, såsom aktier och obligationer, prisjusteras likaså. Oftast motverkas detta av att tillväxtförväntningar justeras upp, vilket såklart även har hänt under dessa tre år, men den effekten börjar avta (såsom beskrivet i ovanstående stycke). Har centralbanken varit för aggressiv i sina höjningar? Här hänvisar vi till tidigare resonemang vad gäller den s.k. yieldkurvan dvs skillnaden mellan korta och långa räntor. När den lutningen blir negativ tror vi att räntehöjningscykeln har gått för långt. Där är vi ännu inte idag, men kan mycket väl hamna där inom 12 - 18 månader. I dagsläget syns effekten av räntehöjningar kanske primärt på husmarknaden i USA, där bostadsräntor på 5 % gör att bostadskostnader är högre än på länge i USA och att bostadspriser börjar stagnera och även falla på vissa ställen.

3) Positionering

Uppgången på aktiemarknaden, som ju har pågått relativt ostört sedan 2009, har på slutet blivit mer smal och framförallt letts av ett fåtal branscher och bolag såsom bl.a. teknologi- och internetrelaterade bolag. Det innebär att investerare har koncentrerat sina positioner till denna typ av bolag, vilket både har drivit upp bolagsvärderingarna men också ökat risken i deras portföljer p.g.a. högre koncentration. Denna kombination ökar såklart risken när tidvattnet vänder, och vi kan konstatera att teknologiaktier har varit hårt drabbade i nedgången tillsammans med cykliska aktier (vilket vi attribuerar till stycke 1 ovan). Även Camelot har haft en stor andel teknologiaktier historiskt, men har successivt minskat denna andel under året. Cykliska aktier utgör endast en mindre del av innehaven i Camelot.

Sammanfattningsvis har korrektionen i marknaden gjort vissa aktier mer prisvärda – är det nu dags att kraftigt öka aktieandelen i portföljen? Som vi tidigare skrivit om i månadsbrev är det tre kriterier vi vill se uppfyllda för att öka aktieandelen: 1) Stigande tillväxtutsikter (ofta kännetecknat av en brantare yieldkurva) 2) Hög risk/volatilitet och slutligen 3) Låg värdering. I skrivande stund är endast en (eller möjligen en och en halv) av dessa uppfyllda. Är det då dags att kraftigt minska aktieandelen? För det krävs det 1) Fallande vinstutsikter dvs recession (ofta föregått av en negativ lutning på yieldkurvan) 2) Upplevt låg risk och slutligen 3) Hög värdering. Även här kan vi endast höja gul flagg snarare än röd. Således fortsätter vi ha en försiktigt positiv inställning till börsen, men med en hög beredskap både för att kunna öka aktieandelen (ifall det går ned mer än vad som är motiverat utifrån tillväxtutsikter) samt att kunna minska densamma (ifall vinstutsikterna skulle försämrats ytterligare).