



# LANCELOT CAMELOT

STOCKHOLM DEN 1 OKTOBER 2019

## Till andelsägarna i Lancelot Camelot

Efter att räntor hade fallit snabbt under augusti fick följden att aktiemarknaden fick en något polariserad positionering. Merparten av kapitalet var investerat i några få stora snabbt växande bolag som gynnas av fallande räntor medan flertalet investerare hade ratat s.k. värdebolag, som missgynnas av fallande räntor. Dessa bolag återfinns framförallt inom finanssektorn samt olika cykliska sektorer. Under den inledande delen av september steg räntorna och resultatet blev en s.k. sektorrotation där många investerare tvingades reversera delar av sin positionering. Följden blev att finansiella och cykliska aktier steg kraftigt medan de stora tillväxtbolagen föll. Sålunda en relativt lugn månad på ytan, dvs på indexnivå, men stora rörelser under ytan.

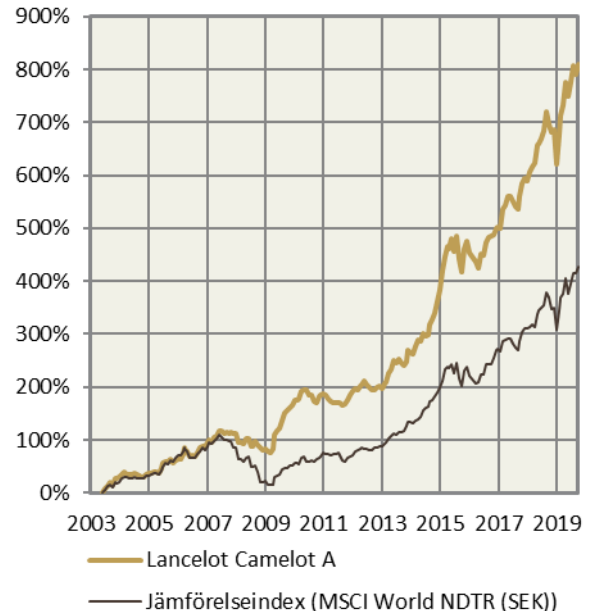
USA:s S&P 500 steg under månaden med 1,7 %, Eurostoxx steg med 4,2 %, medan Stockholmsbörsen steg med 2,9 %, allt på månadsbasis och uttryckt i lokala valutor.

Räntemarknaden rekylerade under september då delar av de stora räntefallen under augusti reverserades. USA:s tioåriga ränta steg under månaden från 1,5 % till 1,67 %. I Europa steg den tyska tioåriga räntan från -0,7 % till -0,57 % och i Sverige steg motsvarande ränta från -0,37 % till -0,27 %.

Den genomsnittliga aktieandelen har under månaden varit 79,3 %. De innehav som påverkade fonden mest positivt under månaden var ADT, Roche och Prudential. De aktier som påverkade mest negativt var VISA, Bright Horizons och Intuit. Under månaden har vi inte justerat aktieexponeringen i fonden i någon stor utsträckning. Innehavet i Naspers har skiftats till Tencent. Naspers som är ett sydafrikanskt investeringsbolags vars största tillgång är kinesiska Tencent har under månaden listat sitt innehav i Tencent på den holländska börsen. I samband med listningsprocessen har Naspers ägarbolagsrabatt minskat kraftigt vilket föranledde oss att sälja Naspers för att köpa den underliggande tillgången Tencent. Vid månadens utgång hade fonden 17 långa innehav, inga korta aktiepositioner och aktieandelen uppgick till 78,7 %. Fondens största innehav i storleksordning var, Visa, Roche och Thermo Fisher. Fördelningen av valuta, med hänsyn till gjorda valutasäkringar, var 58 % i USD, 12 % i Euro, 6 % i GBP, 6 % i HKD, 6 % i SEK och 12 % i CHF.

### Förvaltarens kommentarer

I skrivande stund inrapporteras inköpschefsindex från olika delar av världen, vilket är tämligen dystert läsning. I Sverige uppmäts index till 46,3. Det är det sämsta utfallet på 7 år och den tyska är den sämsta sedan finanskrisen. Historiskt har denna datapunkt varit ledande för ekonomin och därmed



Avkastning efter avgifter	Lancelot Camelot A	Jämförelseindex**
September 2019	2,2%	2,4%
År 2019	26,2%	29,6%
Sedan start*	809,2%	428,1%
Genomsnittlig årsavkastning*	14,5%	10,7%

även för börsen. Likafullt är världens börser några procent ifrån sina högsta nivåer någonsin samtidigt som vi räknar med att vinsterna kommer att falla. Resultatet blir såklart att värderingen av börsen, som baseras på bolagens framtida vinster, stiger. Som om inte detta vore nog har vi ytterligare osäkerhet i form av handelskonflikter, en eventuellt förestående brexit samt politisk osäkerhet på många ställen runtom i världen, inte minst i USA där en riksriättsprocess inleds mot den sittande presidenten.

För att sammanfatta har vi sålunda en svag världsekonomi, politisk osäkerhet, fallande bolagsvinster samtidigt som vi är på nära högstanivåer och värderingen är hög. Finn fem fel.

Den saknade länken är såklart räntan, dvs priset på pengar. Under året har världen gått från en åtstramande penningpolitik till en mer stimulerande sådan. Flertalet centralbanker har inlett försök att stimulera ekonomin genom att lätta på penningpolitiken, både genom att sänka räntan men också genom s.k. kvantitativa lättnader. Stora frågan blir då: kommer detta att fungera?

Historiskt har räntesänkningar varit ett lyckat sätt att stimulera ekonomin när vi har befunnit oss i en lågkonjunktur, men då har detta oftast kommit efter en period av åtstramning och räntehöjningar. Såsom situationen är idag, när räntan på de flesta håll är mycket låg eller till och med noll eller negativ, får vi verkligen samma resultat av penningpolitik? Eller befinner vi oss i en situation likt det som J.M. Keynes skulle ha benämnt "likviditetsfällan", dvs där räntan är så pass låg att räntesänkningar ej längre utgör en stimulans för ekonomin (utan kanske till och med det motsatta)? Placerarna på räntemarknaden verkar åtminstone tro det, eftersom långräntorna inte verkar vilja stiga i någon större utsträckning dvs yieldkurvan fortsätter vara flack och i vissa fall inverterad. Detta har historiskt sett varit en av de bästa indikatorerna på att en recession är i antågande. Även om historiskt har tagit upp till ett år innan aktiemarknaden har tagit till sig detta.

Hur ska vi som förvaltare förhålla oss till denna situation? Kan börsen fortsätta upp trots sämre ekonomiska utsikter? Svaret är ja, om vi närmar oss en botten på den ekonomiska nedgången, dvs att det inte blir värre än utan snarare blir bättre. Står vi då inför en snar vändning till det ljusare, till det bättre? Räntemarknaden säger uppenbart nej och vi har svårt att i dagsläget se denna förbättring och tycker att riskerna snarare lutar åt det motsatta, dvs att det kan bli värre innan det blir bättre. Därför har vi fortsatt att successivt minska vår aktieandel och väntar på att hitta ett mer gynnsamt läge att köpa. Om situationen faktiskt ändras, får vi byta åsikt, som J.M. Keynes också lär ha sagt.

Mvh

Christian Granquist & Per Hedberg