

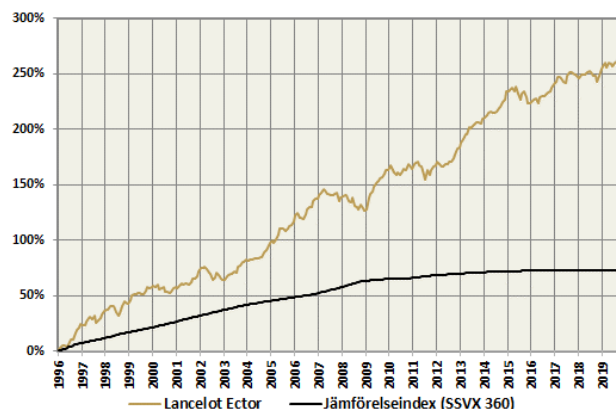


Till aktieägarna i Lancelot ECTOR, Sicav

I sin oktoberprognos varnade Internationella valutafonden IMF för de negativa ekonomiska konsekvenser som handelskonflikten mellan USA och Kina skapat. Organisationen förväntar sig att den globala tillväxten 2019 kommer att bli den lägsta sedan finanskrisen för tio år sedan. Den osäkerhet kring eventuella tullar och motåtgärder som uppstått har dämpat företagets framtidstro och därmed även investeringsviljan. Samtidigt har ändå servicesektorn och privatkonsumtion hållit uppe den globala tillväxten, gynnad av sänkta räntor, goda arbetsmarknader och stigande reallöner. IMF spår att världsekonomin expanderar med 3 % 2019, för att 2020 växa med 3,4 %. Den kinesiska ekonomin bromsar successivt in under de närmaste åren från 2019 års 6,1 %. I USA faller tillväxttakten från 2,4 % 2019 till 2,1 % 2020, medan eurozonen tros expandera 2020 (1,4 %) jämfört med 2019 (1,2 %). Detta är i huvudsak en följd av den nuvarande svackan i tysk ekonomi som förutom sin exponering mot en allt svagare världshandel även lider av specifika omställningar inom den viktiga bilindustrin, vilket ger utrymme för viss förbättring. Prognosen för Japan visar en tillväxt på 0,5 % 2020. IMF, liksom många andra observatörer, förordar ökade finanspolitiska stimulanser där sådana är möjliga.

För att stödja och säkerhetsställa den goda amerikanska konjunkturutvecklingen i en alltmer osäker global miljö bytte den amerikanska centralbanken (Fed) fot och gick från att höja styrräntan under 2018 till att sänka densamma vid tre tillfällen under 2019. Vid årets sista möte lämnades penningpolitiken oförändrad men Fed indikerade att aktuellt styrränteintervall på 1,75 % - 2,0 % är lämpligt. Om de ekonomiska prognoserna inte tydligt ändras lär styrränteintervallet förbli oförändrat under 2020. Den europeiska centralbanken ECB lämnade likaså penningpolitiken oförändrad vid sitt decembermöte efter de lättnader som infördes tidigare under hösten i form av räntesänkning och återupptagandet av tillgångsköp. Årets sista möte var också det första för ECB:s nya ordförande Christine

Procentuell utveckling efter arvoden



Lagarde, tidigare bl.a. fransk finansminister, som nu efterträtt Mario Draghi. Som väntat höjde Riksbanken reporäntan med 0,25% till noll procent. Riksbanken pekade på att inflationen sedan början av 2017 legat nära målsättningen på 2 % och att chanserna är goda att så också blir fallet framöver. Riksbanken bedömer vidare att reporäntan kommer att vara noll procent under de närmaste åren. I Japan syns tecken på att ekonomin nu närmar sig en normalisering. De tre grundpelarna för ekonomin under premiärminister Abe har varit expansiv finans- och penningpolitik samt strukturella reformer för att lyfta ekonomins tillväxtpotential. Den stora statsskulden har stabiliserats i relation till den totala ekonomin och tillväxten, om än modest, har varit stadig. Ekonomin synes vara mindre beroende av den industriella sektorn och tillväxten mer avhängig inhemsk efterfrågan och en växande servicesektor. Bank of Japan lämnade penningpolitiken oförändrad samtidigt som bankens syn på ekonomin var behärskat positiv.

På valutamarknaden var US-dollar mätt som ett handelsvägt index marginellt starkare under året. Den amerikanska valutans styrkte mot euron medan kursrelationen mot den japanska yenen närmast var oförändrad. Det brittiska pundet fortsatte att vara påverkat av det politiska spelet kring Brexit. Dock slutade pundet året klart starkare visavi såväl US-dollar som euron. Den svenska kronan var generellt svag men styrktes något mot slutet av 2019, möjligen



LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 2 JANUARI 2020

en effekt av räntehöjningen i december. Thomson Reuters råvaruindex slutade året 9 % högre främst tack vare ett stigande oljepris. Oljepriset (Brent) svängde sin vana trogen en hel del men slutade året med en uppgång på närmare 22 % efter en stark avslutning. Guldpriset steg med 18 % hjälpt av fallande amerikanska realräntor.

De globala aktiemarknaderna utvecklades mycket väl under året. Bakom den goda avkastningen låg till betydande del den mycket svaga slutfasen 2018 samt en geografiskt sett bred expansiv penningpolitik. I efterhand kan konstateras att aktiemarknadernas värdering vid årsskiftet överskattade recessionsriskerna, vilket under året ledde till högre vinstmultiplar då centralbanker stimulerade ekonomierna och förväntningarna om en global stabilisering tilltog. Vinsttillväxten däremot förblev svag. Under 2018 steg kurserna i EU-området med 19 % i lokal valuta (MSCI). Bland de större europeiska börserna utvecklade Nederländerna och Schweiz bäst. I Norden var kursuppgången 21 % och den svenska börserna ökade med 24 %. Börserna i Nordamerika steg med 28 % (USA 29 %). Stilla Havs-regionen exklusive Japan uppvisade en kursuppgång med 13 % och den japanska börserna slutade året 16 % högre. Fastlandskina, mätt som det breda Shanghai SE Composite Index, ökade med ca 24 % efter förra årets mycket svaga utveckling. Världsindex i lokal valuta steg under året med 24,86 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 31,83 %.

Den globala avmattningen som varit synlig i tillverkningsindustrin visar tecken på stabilisering, dock på låga nivåer. Även om servicenäringsnumera är större i många ekonomier, tenderar fortfarande industrin vara en god indikator på den framtida vinstutvecklingen i närtid. En stark arbetsmarknad har gett stöd till privatkonsumtionen i världen, vilket i sin tur har förhindrat en ännu svagare utveckling. Den globala tillväxten kommer sannolikt att åter närma sig en långsiktig trend eller, i bästa fall, bättre som en följd av den expansiva penningpolitiken under 2019 som ju får effekt med en viss fördröjning. Huruvida detta räcker för att få igång investeringar och lageruppbyggnad är osäkert, men ett sådant scenario skulle ge en jämnare tillväxtfördelning i världen och gynna länder som Tyskland, Sverige, Japan och delar av Asien. I motsats till tidigare återhämtningar finns i nuläget

inga tecken på att centralbanker snabbt kommer att reversera den expansiva penningpolitiken även om återhämtningen blir verklighet och så länge inflationen inte tydligt överstiger målen.

Som tidigare nämnts var 2019 års börsavkastning till stor del en konsekvens av låg ingångsvärdering och expansiv penningpolitik, främst genom Feds ändrade kurs från räntehöjningar till sänkningar. För att jämna ut detta förhållande kan man byta utvärderingsperioden från den normala ettårsperioden till de två senaste åren, d.v.s. 2017–19. Världsindex i lokal valuta exklusive utdelningar har under 2017–19 stigit med 6,5 % per år, vilket är lägre än det årliga genomsnittet för de 10 senaste åren (8,0 %). Motsvarande siffror för den svenska börserna är 9,3 % jämfört med det tioåriga genomsnittsårets 8,6 %. I USA är årsavkastningen mätt under de två senaste åren 9,9 % samtidigt som den årliga genomsnittliga avkastningen under de senaste 10 åren ligger på 11,2 %. Denna sifferexercis ger inga uppenbara varningssignaler om en överdriven optimism. Samtidigt bör man notera att avkastningen under 2019 i huvudsak drevs av högre vinstmultiplar på i många fall stagnerande vinster. Eventuella fortsatta kursuppgångar under 2020 måste därför drivas av vinsttillväxt när (om) den globala återhämtningen inträffar.

Riskmarknaderna fortsätter sannolikt att vara nyhets- och "tweetdrivna". Eftersom framtiden, som alltid, är omöjlig att förutse och världen är fylld av överraskningar, är ränteplaceringar en viktig diversifiering som dämpar portföljens volatilitet och eventuell finansiell stress. Därutöver kommer ränteplaceringar fungera som ett skydd om världsekonomin åter skulle stagnera eller hamna i recession. I ett dylikt scenario lär Fed sänka styrrentan och övriga centralbanker utöka stimulanser via ännu mer negativa räntor och tillgångsköp, så länge finanspolitiken inte blir betydligt mer expansiv.

Lancelot Ector:s NAV steg under det fjärde kvartalet med 0,89 %. Fondens NAV-värde steg därmed med 5,81 % under 2019. Fondens aktieandel var i stort oförändrad under kvartalet och uppgick till 25 %. Inräknat en kort, dvs såld, svensk indexposition reduceras aktieexponering till ca 23 %. I huvudsak har aktiviteten inskränkt sig till att balansera portföljen då kurserna i en handfull innehav har

Sida 2 av 3



LANCELOT ECTOR

KVARTALSRAPPORT • STOCKHOLM DEN 2 JANUARI 2020

stigit. Ett nytt innehav är dock riskkapitalbolaget EQT, som tecknades i samband med bolagets börsintroduktion. EQT har en historia av god portföljvkastning och lönsamhet, vilket i sin tur lett till nya inflöden, fonder och stigande avgifter. Det finns en växande efterfrågan på s.k. alternativa tillgångar och detta förväntas fortsätta. Många institutionella placerare söker köpa tillgångar som jämnar ut den totala portföljvkastningen över tid. Tillgångar som fastigheter och riskkapitalplaceringar, som inte handlas dagligen i en andrahandsmarknad, passar därför in då de inte har en daglig mätbar volatilitet och inte nödvändigtvis reagerar på varje nyhet som de stora, likvida aktierna gör. Eventuella ”pappersförluster” är dessutom ofta begränsade jämfört med noterade och likvida tillgångar. Men över tid kommer förstås även alternativa tillgångar att korrelera med noterade tillgångar. En lågkonjunktur slår igenom på alla riskplaceringar oavsett benämning.

Vidare avstod vi från att byta aktier i Danaher mot aktier i Envista, Danahers dentaldivision där bl. a. det sverigebekanta tandimplantatsbolaget Nobel Biocare ingår. Danaher fortsätter sin renodling mot områden med högre strukturell tillväxt och avknoppningen ska ses i detta sken. Envista tillverkar och säljer dentalprodukter men har haft en besvärlig tid bakom sig med lageruppbyggnader i grossistleden som inneburit svag försäljning. Bolaget är inte ointressant men mycket av kurspotentialen är redan diskonterad. Danaher, å andra sidan, blir nu främst ett medicintekniskt bolag inom biomedicin och växlar upp den underliggande tillväxten till 5-6 % per år.

Under året har Danaher, Investor och Volvo stått för de största positiva bidragen till aktieportföljen. Ericsson utvecklades sämre men ändå tydligt positivt. Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 0,54 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under året.

Med vänlig hälsning

Ulf Hansson

Lancelot Asset Management