



# LANCELOT CAMELOT

STOCKHOLM DEN 2 MARS 2020

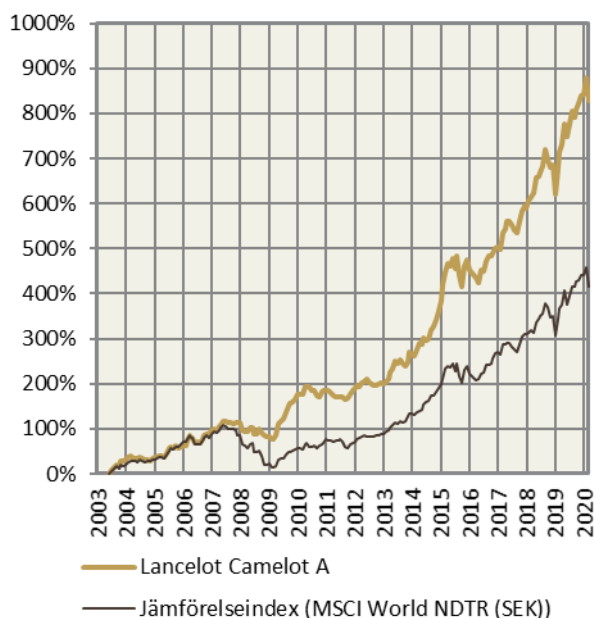
## Till andelsägarna i Lancelot Camelot

Utvecklingen på aktiemarknaden i februari inleddes starkt med uppåtgående kurser för att sätta ny högstanivå den 19:e februari. Därefter inleddes en rekyl som varade under resten av månaden. Rekylen var relativt explosiv till sin natur. På sju handelsdagar vände börsutvecklingen från en uppgång under månaden på 5,5 % till en avslutande nedgång på -7,9 %, vilket nog är en av de snabbaste vändningarna på marknaden i modern tid. USA:s S&P 500 föll under månaden med 8,4 %, Eurostoxx föll med 8,6 %, medan Stockholmsbörsen föll med 6,6 %, allt på månadsbasis och uttryckt i lokala valutor. Medan den allmängiltiga förklaringen till denna omsvängning och nedgång stavades COVID-19, var det i realiteten också så att positioneringen på aktiemarknaden hade blivit ganska extrem. Aktiemarknaden hade under en tid helt negligerat kommande vinstnedgångar oavsett virusutbrottet.

Räntorna sjönk markant under februari och satte nya lägstanivåer i USA. Marknaden prisar in ytterligare räntesänkningar från Federal Reserve under 2020, särskilt mot bakgrund av ytterligare negativ påverkan från Coronaviruset. USA:s tioåriga ränta sjönk under månaden från 1,51 % till 1,15%. I Europa sjönk den tyska tioåriga räntan från -0,44 % till -0,61 % och i Sverige sjönk motsvarande ränta från -0,06 % till -0,29 %.

Den genomsnittliga aktieandelen har under månaden varit 82,7 %. De innehav som påverkade fonden mest positivt under månaden var China Lesso, Tencent och ADT. De aktier som påverkade mest negativt var Nasdaq, Invesco och Visa. Under nedgången i slutet av månaden har vi ökat aktieandelen genom att försiktigt köpa i flera av våra befintliga innehav såsom Roche, Google och Waste Management. Vi har också under månaden börjat köpa i Borg Warner, som utvecklar och tillverkar komponenter och system till hybrid- och elbilar. Bolaget har drabbats hårt av nedgången i den kinesiska bilmärknaden och är idag mycket prisvärd för att vara ett bolag i strukturell tillväxt.

Vid månadens utgång hade fonden 21 långa innehav, inga korta aktiepositioner och aktieandelen uppgick till 84,5 %. 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, 9 % i HKD, 7 % i SEK och 7 % i CHF.



Avkastning efter avgifter	Lancelot Camelot A	Jämförelseindex**
Februari 2020	-5,2%	-7,9%
År 2020	-1,6%	-5,1%
Sedan start*	828,7%	414,4%
Genomsnittlig årsavkastning*	14,2%	10,3%

\*MSCI World NDTR (SEK) \*\*Fonden startade 2003-05-28

## Förvaltarens kommentarer

Upp som en sol, ned som en pannkaka brukade min farmor säga och även om jag inte tror att hon brukade avse börsutvecklingen, skulle det dock vara en korrekt beskrivning av inledningen på börsåret 2020. Som tidigare nämnts anser vi att det sannolikt bara var en tidsfråga innan tiden var mogen för en korrigering på börsen, givet att vinsterna minskade medan aktiekurserna bara fortsatte att stiga. Det kan bara betyda att investerare är för giriga och tar mer risk än vad som kanske är motiverat. Som trogna läsare vet strävar vi efter att vara aktiva och följa devisen: "*Be greedy when others are fearful and fearful when others are greedy*". Camelot har därför haft en försiktig exponering mot aktiemarknaden och har därmed haft en klart bättre utveckling än genomsnittet på börsen under februari (om än något dystra siffror i absoluta tal).

Med det sagt vill vi inte på något sätt påstå att ett potentiellt pandemiskt utbrott av COVID-19 viruset inte är relevant för världsekonomin och företagens vinster (och såklart för alla som blir svårt drabbade). Tvärtom kommer årets första kvartal att se ganska dystra ut för världsekonomin: Kina publicerade i skrivande stund den svagaste inköpschefsindexsiffran någonsin och kommer säkert att ha negativ ekonomisk tillväxt i första kvartalet. Europa och i synnerhet Tyskland samt sannolikt även Japan är på väg mot recession medan USA håller uppe en viss tillväxt med hjälp av stark konsumtion. Men den stora frågan här och nu är: vad kommer detta att leda till? Det mest sannolika är att vi får väldigt kraftiga reaktioner från i första hand centralbanker och vi räknar med att Federal Reserve sänker med 50 punkter redan på sitt möte den 18 mars. Vi kan säkert också räkna med liknande aktioner från både Europa och Kina samt andra tillväxtmarknader. Utöver detta kan vi räkna med att framförallt Kina kommer att påbörja fiskala stimulanser för att få upp tillväxten till deras mål på 6 %. Även i vissa europeiska länder, såsom Tyskland, kan vi förvänta oss fiskala stimulanser. Det blir även intressant huruvida president Trump väljer att försöka göra något liknande med tanke på valet i november.

Alternativet är såklart en global recession, i vilket fall aktiemarknaden kommer att falla ytterligare. I dagsläget tror inte ens vi, som har och har haft en betydligt mer försiktig syn på globala tillväxten än marknaden, att en recession är huvudalternativet. Hur kommer detta sig? Om tillväxten faller tillsammans med aktiemarknaden är det väl recession att vänta? I vår syn förutsätter en ordentlig recession följande kriterier:

- 1) Åtstramande penningpolitik med realräntor klart över noll
- 2) Fallande riskvilja manifesterat av stigande kreditspreadar
- 3) Icke-responsiva centralbanker och regeringar när det kommer till monetär och fiskal stimulans
- 4) Höga lagernivåer tillsammans med fallande försäljning
- 5) Hög nivå av investeringar gjorda på helt eller delvis felaktiga antaganden om avkastning och/eller tillväxt

Av dessa kriterier är det endast 4) som möjligen blinkar rött, medan de första tre snarare är extrema åt det andra, mer positiva hållet. Det talar i vår värld för att nedgången i produktion och konsumtion relativt snart kommer att komma tillbaka till "normal" tillväxt efter två eller möjligen tre kvartal av nedgång. Hur vet vi om vi har fel? Det primära är, om vi har fel i vår bedömning, att centralbanker och andra beslutsfattare kommer att anstränga sig för att försöka rädda världsekonomin genom stimulanser (1). Det i sin tur kommer obönhörligen leda till fallande riskvilja ibland investerare (2). Om och när detta eventuellt inträffar är vi redo att ompröva vår syn på huruvida vi står inför en recession som varar mer än två kvartal.

Det vi däremot inte kommer att ompröva är vår mer försiktiga och i vår vy nyktra syn relativt många andra bedömare av vad "normal" tillväxt är och kommer att vara framöver. Demografin är mindre

gynnsam, produktiviteten lägre och skuldsättningen är högre. Utöver detta tillkommer de åtgärder som världen förhoppningsvis kommer att genomföra för att uppnå en mer hållbar utveckling. Allt detta pekar på strukturellt lägre tillväxt i framtiden. Detta gör oss emellertid också mer övertygade om att vår filosofi att identifiera och investera i rätt bolag inom strukturella tillväxtområden fortsatt kommer att vara rätt i framtiden. Oavsett recession eller inte.

Med vänliga hälsningar

Christian Granquist & Per Hedberg