

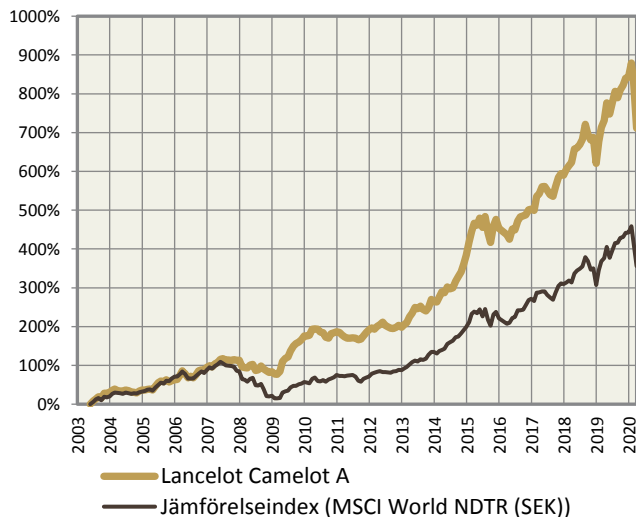


# LANCELOT CAMELOT

STOCKHOLM DEN 2 APRIL 2020

## Till andelsägarna i Lancelot Camelot

Historiskt kvartal, historisk månad och en historisk värld vi lever i. Det beskriver nog bäst det vi har upplevt den sista månaden i de globala aktiemarknaderna, såväl som för var och en i världen som har drabbats av Coronavirusets framfart. Vi har upplevt ett explosionsartat snabbt förlopp i aktiemarknaden. Från toppen den 19 februari till botten den 23 mars, endast en dryg månad senare, hade S&P fallit med 35%. Återhämtningen som följde var lika explosionsartad i sin hastighet. Från botten den 23 mars rusade aktiemarknaden med 20% på bara 6 handelsdagar. De stora svängningarna i marknaden kommer givetvis ifrån påverkan av COVID-19 och dess direkta effekter på nedstängningar av städer, länder och hela ekonomier. Till det skall läggas att i mitten av februari befann vi oss i en situation där positioneringen mot aktiemarknaden var hög. Många investerare hade valt att öka sin exponering mot aktiemarknaden till höga nivåer. Snabb inbromsning av ekonomin tillsammans med hög exponering skapade ett maximalt läge av osäkerhet i marknaden med stora svängningar som följde. USA:s S&P 500 föll under månaden med 12,5 %, Eurostoxx föll med 16,3 %, medan Stockholmsbörsen föll med 13,3 %, allt på månadsbasis och uttryckt i lokala valutor.



Avkastning efter avgifter	Lancelot Camelot A	Jämförelseindex**
Mars 2020	-12,6%	-11,3%
År 2020	-14,0%	-15,9%
Sedan start*	711,7%	356,1%
Genomsnittlig årsavkastning*	13,2%	9,4%

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

Räntorna sjönk markant i USA under mars månad då osäkerheten i världen gjorde att många investerare valde att köpa säkra statsobligationer med lägre ränta som följd. Många centralbanker med Federal Reserve i spetsen valde att agera direkt med snabba sänkningar av styrräntorna. Lägg där till stora finansiella stimulanspaket för att hjälpa det finansiella systemet med likviditet har påverkat marknaden att söka säkrare investeringar med fallande räntor som följd. USA:s tioåriga ränta sjönk under månaden från 1,15 % till 0,67 %. I Europa steg den tyska tioåriga räntan från -0,61 % till -0,47 % och i Sverige steg motsvarande ränta från -0,29 % till -0,14 %.

Den genomsnittliga aktieandelen har under månaden varit 87,3 %. Vi har under månaden varit nettoköpare av aktier och som vi indikerade i det förra månadsbrevet har vi utnyttjat de kraftiga fallen till att gradvis öka aktieandelen från förra månadens snittnivåer på 82,7%. De innehav som påverkade fonden positivt under månaden var Roche och Tencent. De aktier som påverkade mest negativt var DFS, Invesco och Bright Horizons. Månadens rörelser har varit snabba och slagiga och vi har avkastning i förhållande till marknaden har förändrats väldigt snabbt. Många av fondens stabila långsiktiga case har reagerat väldigt kraftigt på nyheter om effekter från Coronakrisen och under månaden har aktievalet

påverkat fondens avkastning i förhållande till marknaden negativt. Under nedgången i månaden har vi ökat aktieandelen genom att köpa aktier i flera av våra befintliga innehav såsom Visa, Google, Nasdaq och ThermoFisher. Vi har under sålt hela innehavet i Discover Financial Systems och reducerat innehaven i Intuit och Bright Horizons. Vid månadens utgång hade fonden 20 långa innehav, inga korta aktiepositioner och aktieandelen uppgick till 86,7 %. Fondens största innehav i storleksordning var Roche, Visa och Thermo Fisher. Fördelningen av valuta, med hänsyn till gjorda valutasäkringar, var 58 % i USD, 10 % i Euro, 5 % i GBP, 11 % i HKD, 7 % i SEK och 9 % i CHF.

### **Förvaltarens kommentarer**

För att bäst beskriva hur vår utvärdering av läget i världsekonomin och för de globala börserna ser ut vill vi återkoppla till vad vi skrev i föregående månadsrapport. Vi konstaterade då att vi kommer att ha en negativ ekonomisk tillväxt under det första kvartalet i år. Vi förväntade oss ett snabbt gensvar från världens centralbanker med samma medicin som de använt alltsedan den förra krisen 2008. Låga räntor och stora stödköp av diverse tillgångar. Detta kompletterat med en expansiv finanspolitik med flera stödprogram för att stimulera den inhemska efterfrågan.

Om vi spolar fram bandet en månad har vi fått rekordstora finanspolitiska och ekonomiska stimulanspaket i USA, Tyskland, Sverige och många fler länder. Centralbanker jorden runt har öppnat likviditetsfönstret på vid gavel med QE program i USA och Europa. Samtidigt som snabba räntesänkningar i USA ökar likviditeten och tillgången av billigare pengar. Vi kan konstatera att centralbankerna är stödjande och gör allt för att motverka den kraftiga inbromsningen. Det skapar en viss trygghet för att vi begränsar längden på recessionen som vi nu befinner oss i. Det talar för att nedgången i produktion och konsumtion bör komma tillbaka till en mer "normal" tillväxt. Det som än så länge inte står klart är hur djup och utdragen nedgången blir. Världen har aldrig upplevt ett scenario som detta när stora delar av världens befolkning tvingas att vara hemma från sina jobb för att undvika smitta, med bland annat snabbt krisande servicebranscher som följd. Vi kommer snabbt se en stigande arbetslöshet och det brukar leda till en något mer utdragen nedgång. Den andra frågan är vad som kan anses som en normal tillväxt i en värld där ökande belåning har varit motorn för tillväxt snarare än produktivitet och demografisk tillväxt. När vi tittar i backspegeln tenderar chockartade inbromsningar (i ekonomisk teori benämnt exogena chocker) med stora följder som vi ser just nu ha en tendens att ta längre tid än väntat att verka ut. Normalt sett kommer det under den perioden vara många tjuvstarter då marknaderna ropar hej och försöker säga faran över, med besvikelser som följd. Vi tror man måste vara tålmodig och vara köpare steg för steg. Våga köpa när det ser som värst ut och sen vänta för att se att det är på rätt väg. Vi kommer som alltid lita på våra modeller för att få bekräftelse på att tillväxtindikatorer verkligen har bottnat och gradvis öka vår exponering när vi känner oss trygga på att värderingarna verkligen är vad det ser ut att vara, när vi ser att marknaden har rätt förväntansbild om den framtida tillväxten. Men i grunden är vi ganska optimistiska eftersom vi, när detta är över, förhoppningsvis kommer att leva i en värld med lediga resurser, uppdämt efterfrågebehov samt penningpolitiska och finanspolitiska stimulanser av sällan skådat slag (vilka ju verkar med en viss fördröjning).

Som i alla kriser kommer även denna kris leda till förändring i samhället och i ekonomin. Det som varit primus motor i världsekonomin de senaste årtiondena har varit en ständigt ökande lånetillväxt. Bolagen har ökat sin skuldsättning och använt pengarna till aktieåterköp istället för lönsamma investeringar.

Detta för att kompensera för fallande produktivitet och fallande arbetsför befolkning. Utöver detta har man använt globalisering och "just-in-time" rutiner, vilket har lett till sårbara produktionskedjor och otillräckliga buffertlager samt ökat resande som följd. Det troliga är dock att i och med Coronapandemin har vi sett toppen på globaliseringstrenden.

Istället tror vi att bra exempel på trender som:

- den virtuella världen med ökat datorspelade, e-learning och ett ökat arbete från hemmet.
- E-handel och digitala pengar
- och diagnostik och medicinsk innovation

kommer att stärkas i efterdyningarna av denna kris. I Sverige är hemmaarbete och distansundervisning relativt vanligt, men i många andra delar av världen är detta fortsatt ansett som lite udda. Helt klart står dock att på medellång sikt kommer det vara än mer intressant än någonsin att investera i bolag som drivs av strukturell tillväxt.

När är det då köpläge på börsen? Som vanligt följer vi vår modell om att tre kriterier bör vara uppfyllda:

- 1) Hög upplevd risk (som kan bli lägre)
- 2) Låg värdering
- 3) Tecken på att tillväxtindikatorer har bottnat (eller åtminstone faller långsammare)

Första kriteriet är utan tvekan uppfyllt och andra kriteriet är på god väg men kan ha en liten bit kvar. Vad gäller det tredje kriteriet är det komplicerat eftersom allting gått fort och det dessutom är en chock som är mycket svårbedömd. Det troligaste är att denna kan uppfyllas inom den närmaste månaden. Då kan vi mycket väl stå framför några år av god avkastning på aktier igen efter att 2020 inletts som annus horribilis. Eftersom vi fortsatt har torrt krut, i form av likvida medel, kommer vi således vara köpare, vilket vi tror kommer vara lönsamt långsiktigt, även om vi kan få några falska starter. Långsiktighet lönar sig.

Med vänliga hälsningar

Christian Granquist & Per Hedberg