



LANCELOT ECTOR

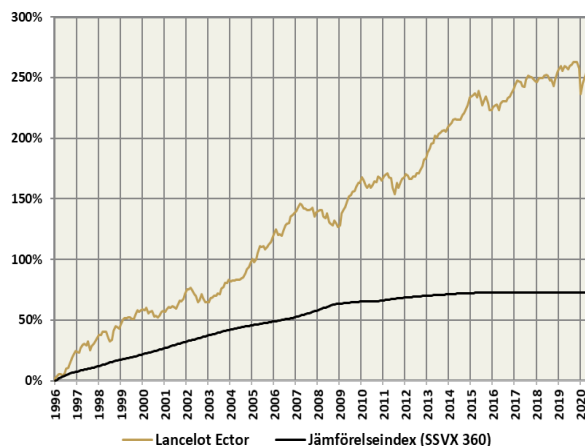
STOCKHOLM DEN 1 OKTOBER 2020

Till andelsägarna i Lancelot Ector

I sin senaste ekonomiska rapport justerade OECD upp prognosen för den globala ekonomin, men fortfarande väntas den samlade tillväxten under innevarande år sjunka med 4,5 %. För 2021 bedömer organisationen att världsekonomin åter ska växa, nu med 5 %, men med en fortsatt pandemi är osäkerheten mycket stor. Vissa utsatta branscher som rese- och turismnäringen, har ännu inte återhämtat sig från de tidigare nationella nedstängningarna. Samtidigt har en andravåg av ökat antal infektioner drabbat ett antal länder, vilket lett till nya, mer lokala restriktioner. Detta har medfört att den tidigare snabba ekonomisk återhämtningen som var synlig i samband med lättnader i restriktioner, nu synes ha tappat fart. Även efter prognoshöjningen konstaterade OECD att flertalet ekonomier inte når 2019 års nivåer vid slutet av 2021. Den ökade osäkerheten riskerar att få långsiktiga negativa tillväxteffekter som exempelvis en högre sparkvot för hushållen och lägre företagsinvesteringar. OECD menar att fortsatt expansiv finanspolitik är nödvändig under 2021 eller så länge tillväxten fortsätter att vara bräcklig.

Den amerikanska centralbanken (Fed) lämnade penningpolitiken oförändrad under kvartalet. Fed ser nu tecken på en viss återhämtning i den amerikanska ekonomin och reviderade också sin tillväxtprognos för 2020 till -3,7% från -6,5% i juni. Efter en intern utredning av förd penningpolitik meddelade banken för första gången intentionen att låta inflationen överstiga 2% under en framtida period för att kompensera för nuvarande lägre nivå. Denna inflationstakt ska dessutom uppnås samtidigt som arbetslösheten faller ned mot en långsiktig jämviktsnivå (dryga 4% enligt Feds ledamöter), en historiskt sett tämligen ovanlig kombination. Fed indikerade att styrräntan med all sannolikhet ligger kvar nära noll till slutet av 2023. Även den europeiska centralbanken (ECB) lämnade penningpolitiken

Avkastning efter arvoden och avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Ector	Jämförelseindex
Kvartal 3 2020	2,8%	0,0%
År 2020	0,3%	0,0%
Sedan start	263,9%	72,4%
Genomsnittlig årsavkastning	5,4%	2,2%

oförändrad. Efter en euroförstärkning under kvartalet var förväntningarna inför mötet att en starkare valutas deflationistiska inverkan på ekonomin skulle stå i centrum, men i stället förmedlades en sangvinisk syn på inflationsutvecklingen och eurokursen framstod som ett mindre problem. Följden blev därför stigande räntor och en starkare euro. Den japanska centralbanken Bank of Japan (BoJ) ändrade inte heller sin policyhållning. BoJ förväntar sig att den japanska ekonomin ska fortsätta att förbättras om än i långsam takt. Den svenska Riksbanken behöll reporäntan på noll procent. Riksbanken utvärderar lämpliga penningpolitiska åtgärder kontinuerligt och kommer att anpassa dessa till den ekonomiska utvecklingen.

På valutamarknaden försvagades US-dollar mot euron, den japanska yenen och den kinesiska yuanen under kvartalet. Med nollränta i en stor del av västvärlden var det andra variabler än ränteskillnader som drev kurserna. Gissningsvis

spelade positionering och bytesbalans en större roll än tidigare, även om centralbankernas köpprogram komplicerar bilden för underskottsländer (främst USA). Det engelska pundet var volatilt då förhandlingarna om ett Brexitavtal kärvade, men slutade kvartalet oförändrat mot euron och starkare visavi US-dollar. Den svenska kronan stärktas något mätt enligt Riksbankens kronindex. På råvarumarknaderna steg Refinitiv/Core Commodity Index under kvartalet med drygt 7 % drivet av bland annat ädel- samt industrimetaller. Priset på Brentolja var sin vana trogen volatilt men slutade kvartalet oförändrat kring USD 42 per fat. De oljeproducerande länderna fortsätter ha svårigheter att balansera ekvationen mellan produktion (marknadsandelar) och pris. Guldpriset steg med 6 %, delvis med stöd av fallande realräntor. Även om det är hart när omöjligt att värdera guld, indikerar en regressionsanalys för de senaste 11 åren mellan guldpriset och amerikanska realräntor att dagens pris på guld är inflaterat.

Världens aktiemarknader uppvisade överlag en positiv kursutveckling under årets tredje kvartal även om avslutningen präglades av större osäkerhet. Mätt över kvartalet skiljde sig kursutvecklingen åt mellan olika börser och sektorer. I täten låg teknologirelaterade aktiemarknader, vilket i praktiken främst innebar amerikanska NASDAQ. Nedstängningen av ekonomier har som bekant gynnat den digitala världen och etablerat nya begrepp som work-from-home (WFH). Samtidigt som teknologiaktier mer än väl återhämtade årets tidigare kursfall var utvecklingen för "virusförlorare" som exempelvis finanssektorn och flygbolag avsevärt sämre. I EU-området ökade kurserna med 1,2 % mätt i lokal valuta. I Norden var uppgången hela 9,2 % (Sverige och Danmark båda +10,0 %). Aktiemarknaderna i Nordamerika stärktes med 8,9 % (USA +9,2 %), medan Stilla Havets-regionen exklusive Japan utvecklades svagare med en kursnedgång på 1,6 %. Den japanska börsen ökade med 3,8 %. Världsindex i lokal valuta steg under årets tredje kvartal med 6,29 %. Mätt i svenska kronor uppgick kursuppgången till 3,40 %.

Som nämnts ovan ökade osäkerheten i många aktiemarknader under september månad drivet av

en andra våg av virusfall i Europa, tecken på inbromsning i den globala ekonomiska återhämtningen och ökad politisk osäkerhet i främst USA (ytterligare stimulanser?) men även Storbritannien (avtalslöst Brexit?). Till skillnad från kursjusteringarna i mars ökade inte de s.k. spreadarna (premien över statspapper) för företagskrediter på samma dramatiska sätt som i våras. Skillnaden i utfall är antagligen att hänföra till centralbankers agerande efter mars med köpprogram som bland annat riktas mot företagskrediter, vilket leder till mindre negativa kursreaktioner när ekonomier tappar fart. En annan tillgång som får anses vara defensiv och som traditionellt fungerat som "motvikt" vid börsoro är guld. Guldpriset föll dock under både mars och september och korrelerade således positivt med aktiekurserna i stället för att uppvisa en negativ korrelation. Återigen tycks positionering vara den kortsiktiga förklaringen till att historiska samband inte är stabila. Likviditetandelen är sedan en tid tillbaka förhöjd i många portföljer. Detta förhållande kan ju bero på aktuella makroekonomiska och politiska risker, men även vara en effekt av ovanstående svårigheter att via diversifiering mellan tillgångar hantera en portföljs totala risk. Återstår då att höja andelen likvida medel.

Nuvarande recession har andra karaktäristika än den senaste 2008/09. Marknader, prognosmakare och centralbanker tycks allmänt ändå utgå från att så inte är fallet. Återhämtningen efter finanskrisen präglades av en modest tillväxtkurva, en längre tid av hög arbetslöshet, lågt lönetryck och en ihållande låg inflation. Inledningen av 2020 uppvisade inga akuta obalanser ur ett makroekonomiskt perspektiv utan recessionen var resultatet av en medveten nedstängning av ekonomier. Givetvis finns fortfarande en hög skuldsättning på olika håll i världen som kan leda till en ny bank/finanskris, men i nuläget är såväl det finansiella systemet som övervakande myndigheter mer i fas med utvecklingen än som var fallet tidigare. Leder en hög skuldsättning automatiskt till lägre framtida tillväxtkurva? Det beror nog på omständigheterna. En positiv historisk referens är skulduppbyggnaden i USA under det andra världskriget, vilket orsakade stor oro kring den framtida ekonomiska utvecklingen. Utfallet känner vi till: ekonomin växte kraftfullt (årlig nominell BNP > budgetunderskott) under en längre tid och skuldernas andel av ekonomin sjönk därmed. Det innebär givetvis inte att skulder inte

utgör ett potentiellt problem, men inte heller nödvändigtvis måste bromsa framtida tillväxt. Kortsiktigt bör man likaså vara öppen för möjligheten att ekonomierna återhämtar sig mer kraftfullt än vad som ligger i dagens prognoser.

Lancelot Ector:s NAV-värde steg under kvartalet med 2,83 % och har därmed stigit med 0,33 % under året. Fondens aktieandel höjdes från 25 % till 29 %. Inräknat en kort, dvs såld, svensk indexposition reduceras aktieexponering till ca 27 %. Nytt innehav är det schweiziska läkemedelsbolaget Roche. Sektorn pressas av politiska utspel inför det amerikanska presidentvalet i november och oro att dessa initiativ försämrar förutsättningarna för branschen. Till syvende och sist är läkemedelsbolags utveckling kopplad till produktportföljen och Roche är ledande aktör inom cancerområdet via förvärvet av Genentech. Mer än 80 % av bolagets försäljning av läkemedel utgörs av s.k. biologiska läkemedel som utvinns ur exempelvis levande celler eller organismer. Dessa är dyrare att tillverka och kvalitetssäkra än traditionella läkemedel vilket gör prispressen mindre när storsäljare förlorar sitt patent. Vidare har Roche en stark position inom diagnostik.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 0,51 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under årets tredje kvartal.

Med vänlig hälsning

*Ulf Hansson
Lancelot Asset Management*