



LANCELOT ECTOR

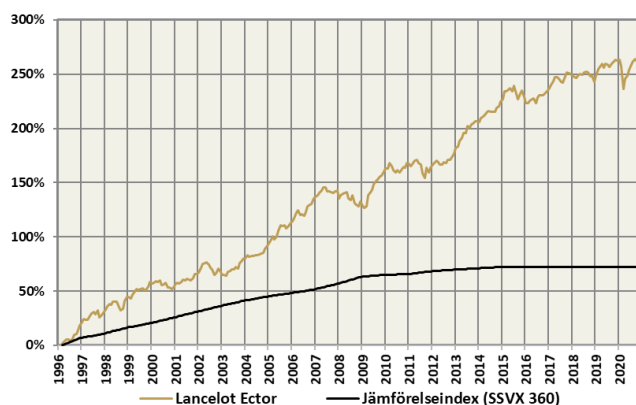
STOCKHOLM DEN 4 JANUARI 2021

Till andelsägarna i Lancelot Ector

I sin decemberprognos för världsekonomin anslåg OECD en positivare ton än tidigare. Nu förväntas den globala ekonomin förbättras löpande under de närmaste två åren och återhämta fallet i BNP i samband med pandemin redan vid slutet av 2021. Efter årets förväntade fall i tillväxten på 4,2 %, spår OECD att världsekonomin växer med 4,2 % under 2021 och 3,7 % under 2022. Den försiktigt optimistiska framtidssynen bygger naturligtvis i stor utsträckning på framgångar kring framtagandet av vaccin mot Covid-19, men även på den i många avseenden flexibla anpassning som såväl befolkningar som företag tvingats till. OECD tror att nedstängningar och restriktioner successivt kommer att lyftas bort, vilket tillsammans med minskad osäkerhet och finanspolitiskt stöd ger förutsättningar för en allt starkare tillväxt när fler och fler verksamheter åter öppnas. Regionalt förväntas Kina som enda större nation uppvisa tillväxt 2020. Prognoserna för 2021 och 2022 pekar mot en tillväxt på 8 % respektive 4,9 %. I USA krymper ekonomin med 3,7 % 2020, för att under 2021 växa med 3,2 %, följt av en tillväxttakt på 3,5 % under 2022. Motsvarande prognoser för eurozonen är, enligt OECD, minus 7,5 % under 2020, 3,6 % under 2021 samt 3,3 % under 2022.

Den amerikanska centralbanken (Fed) lämnade vid sitt decembermöte penningpolitiken oförändrad. Fed underströk att nuvarande köpprogram av räntebärande tillgångar är kopplat till den ekonomiska utvecklingen och att dessa köp därför kommer att pågå så länge den amerikanska ekonomin inte visar tydliga tecken på återhämtning. En neddragning av köpprogrammen kommer ske innan styrräntan höjs, vilket om aktuella ekonomiska prognoser infrias kan leda till en brantare s.k. yieldkurva. Centralbankens egna ekonomiska prognoser justerades upp märkbart samtidigt som framtida styrräntenivåer förblev oförändrade. Fed räknar med en arbetslöshet på

Avkastning efter arvoden och avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Ector	Jämförelse-index
Kvartal 4 2020	1,4%	0,0%
År 2020	1,8%	0,0%
Sedan start	269,1%	72,4%
Genomsnittlig årsavkastning	5,4%	2,2%

5 % 2021, som sedan faller ytterligare till 4,2 % under 2022. En sådan snabb återhämtning står i bjärt kontrast till den senaste recession för dryga 10 år sedan. Som väntat utökade den europeiska centralbanken (ECB) omfattningen av sitt stödköpsprogram föranlett av pandemin med EUR 500 miljarder till sammanlagt EUR 1 850 miljarder. Vidare beslutades att tidshorizonten för nettoköp inom programmet förlängs till åtminstone slutet av mars 2022. ECB kommer enligt beslutet att genomföra nettoköp till dess att viruskrisen bedöms vara över. Styrräntor förväntas ligga kvar på nuvarande eller lägre nivåer till dess att ”inflationsutsikterna stadigt rör sig till en nivå som är tillräckligt nära, men under två procent, under bedömningsperioden.” Med ökad smittspridning och skärpta restriktioner ser den svenska Riksbanken en ny nedgång i svensk ekonomi. För att ge ytterligare stöd beslutade Riksbanken i november att utöka och förlänga sina värdepappersköp från SEK 500 miljarder till SEK 700 miljarder fram till den 31 december

2021. Reporäntan lämnades på oförändrad nivå, noll procent. Även Bank of Japan förlängde sitt nuvarande virusrelaterade köpprogram med ytterligare sex månader samtidigt som styrräntan lämnades oförändrad.

Som brukligt vid orostider stärktes den amerikanska dollarn under den initiala fasen av den virusrelaterade recessionen. I takt med att en återhämtning började skönjas, föll dock dollarn tillbaka. Med ett stort bytesbalansunderskott tenderar US-dollarn att över tid följa Feds penningpolitiska cykel eftersom ränteskillnader gentemot omvärlden antingen underlättar eller försvårar finansieringen av underskottet. I dagsläget är de reala ränteskillnaderna visavi euron och den japanska yenen lägre än det långsiktiga genomsnittet, vilket delvis kan förklara den amerikanska dollarns försvagning mot dessa valutor. Under året föll US-dollarn med 9 % mot euron och med 5 % mot yenen. Den svenska kronan återhämtade med råge den inledande försvagningen och slutade året 7 % starkare, mätt enligt Riksbankens kronindex. På råvarumarknaderna stärktes priserna för industrimetaller då efterfrågan från Kina ånyo tog fart. Dow Jones råvaruindex (energi, metaller samt jordbruksprodukter) steg under året med 14 %. Priset på Brentolja sjönk däremot med 22 %. Efterfrågan nådde inte tillbaka till nivåerna som rådde innan pandemin samtidigt som utbudsöverskott fortsatte att pressa priset. Guldpriset steg med 25 %, men fungerade mindre bra som skydd under de mer oroliga och volatila delarna av året.

Världens aktiemarknader uppvisade en blandad utveckling när året summerades. Pandemin ledde till markant skilda kursutvecklingar såväl mellan som inom aktiemarknader. Teknologisektorn gynnades av virusutbrottet då hemmet blev en arbetsplats med all den digitala teknologi som detta kräver. Även hemunderhållning och spel fick ett uppsving tillsammans med vissa vaccinrelaterade bolag. På förlorarlistan fanns kapitalintensiva och högbelånade sektorer som flygbolag, kryssningslinjer och banker. Generellt var försäljningstillväxt (nuvarande och förväntad framtida) det enskilt viktigaste nyckeltalet vid aktieval. Under 2020 föll kurserna i eurozonen med 1,2 % mätt i lokal valuta (MSCI). I Norden var uppgången 13,0 % (Danmark +29,8 %, ledda av AP Moller-Maersk +42 % och Vestas + 114 %) och den svenska börsen steg med 7,5 %.

Aktiemarknaderna i Nordamerika stärktes med 18,3 % (USA +19,2 %), medan Stilla Havsregionen exklusive Japan utvecklades svagare med en kursnedgång på 2,7 %. Den japanska börsen ökade med 6,5 % och nådde under slutet av året sin högsta nivå på 30 år. Världsindex i lokal valuta steg under året med 11,67 %. En starkare svensk krona reducerade kursuppgången mätt i svenska kronor till 0,25 %.

Även för de finansiella marknaderna var 2020 ett år utöver det vanliga. Under februari men framförallt mars såldes risktillgångar aggressivt när omfattningen av virusutbrottet blev tydligt. Med nedstängningar av hela ekonomier runt om i världen blev den oundvikliga följden den snabbaste och djupaste recessionen i modern historia. Motverkande krafter i form av samordnade och extremt kraftfulla och snabba stimulanser från såväl penning- som finanspolitiken dämpade de negativa konsekvenserna och lade grunden för en ekonomisk återhämtning. Inte minst centralbankens köpprogram av företagskrediter förhindrade den solvens- och finanskris som ofta förekommer under recessioner. Finansmarknaderna var inte sena att ana ljuset i tunneln, men kursåterhämtningen speglade en tudelad värld med tydliga vinnare och förlorare (se ovan). Denna divergerande kursutveckling är resultatet av att marknadsaktörers tro att vissa företag kommer att fortsätta gynnas av de virusrelaterade trenderna medan andra bolag tvärtom kommer att permanent skadas av dem. I många fall är dessa förändrade förutsättningar (om de stämmer), både de positiva och de negativa, redan reflekterade i bolagens börskurser.

Det lyckosamma globala samarbetet mellan stater, företag och forskare för att snabbt få fram verksamma vacciner ger skäl till optimism. Rimligen kommer den successiva vaccinationen under våren 2021 innebära att antalet nya virusfall och även dödsfall märkbart faller runt om i världen. Även om vissa restriktioner och begränsningar, som exempelvis större folksamlingar, säkerligen kvarstår under en längre tid, finns det anledning att tro på en slags normalisering av vardagslivet. Fortfarande finns dock hinder som måste övervinnas vad gäller genomförandet av massvaccinationen. Produktionskapacitet av vacciner måste höjas väsentligt, distributionsproblem lösas och, inte minst, måste majoriteten av befolkningen

övertygas om det nödvändiga att låta sig vaccineras. Ur riskmarknadernas synvinkel kvarstår många underliggande positiva faktorer från 2020 även under 2021. Efter ett inledande svagare första kvartal påverkat av de stora nedstängningarna, finns det skäl att tro på efterföljande stark (men möjligen) kortsiktig tillväxtfas när restriktioner släpps. Som nämnts tidigare innebär en dylik utveckling inte att centralbanker stramar åt den starkt expansiva penningpolitiken i någon nämnvärd grad, även om takten i de nu gällande köpprogrammen antagligen kommer dras ned försiktigt. Finanspolitiken kommer att vara mindre expansiv efter de mycket stora krispaketen under 2020, men fortfarande efterfrågestödande. Som alltid är dock framtiden fylld av överraskningar och nu okända/icke prissatta risker kan plötsligt dyka upp och leda till kursfall. Ett exempel skulle kunna vara en överraskande inbromsning av den kinesiska ekonomin. Återhämtningen har drivits av kreditintensiva investeringar i fasta tillgångar som fastigheter medan privatkonsumtionen har släpat efter. Detta är åter samma formel som de kinesiska myndigheterna använt tidigare och som skapat mycket stora obalanser i ekonomin som förr eller senare måste åtgärdas med svagare tillväxt som följd. Då många delar av aktiemarknaderna åtnjuter en hög värdering är en förhöjd beredskap på snabba och djupa kurskorrigeringar lämplig. Viktigt är att alltid först bestämma en lämplig risknivå och sedan söka avkastning.

Lancelot Ector:s NAV steg under det fjärde kvartalet med 1,43 %. Fondens NAV-värde steg därmed med 1,76 % under 2020. Fondens aktieandel höjdes från 29 % till 32 %. Inräknat en kort, dvs såld, svensk indexposition reduceras aktieexponering till drygt 30 %. Ett nytt innehav i portföljen är amerikanska genanalysföretaget Illumina som säljer ett brett utbud av instrument för genanalys samt medföljande förbrukningsartiklar (73 % av 2019 års försäljning) till forskare och kliniker. Företaget dominerar marknaden och har genom kontinuerlig produktutveckling markant sänkt kostnaderna för genanalys och därmed expanderat användningsområdena för sina produkter. Inom en innovativ bransch som denna finns alltid risk att teknologiskiften ändrar dagens förutsättningar, men Illuminas breda portfölj med olika tekniska lösningar tillsammans med ett fortsatt utvecklingsarbete och en stor installerade bas

utgör inträdesbarriärer för konkurrenter. Aktiekursen föll med ca 30 % i september då företaget köpte tillbaka den tidigare avknoppningen Grail, som forskar kring produkter för att upptäcka cancer i ett tidigt skede. Grail har utvecklat ett enkelt blodprov som tidigt ska kunna identifiera 50 olika cancerformer. Ännu återstår osäkerhet kring potential och tillförlitlighet, men projektet ser enligt bedömare lovande ut. Aktiemarknaden reagerade däremot med oro kring priset på USD 8 miljarder och den utspädning som affären ger upphov till. Dessutom finns en osäkerhet kring huruvida Illumina kommer att konkurrera med sina nuvarande kunder, vilket företaget förstås tillbakavisar. Vidare adderades det likaså amerikanska medicintekniska bolaget Boston Scientific till portföljen. Aktiekursen föll i samband med ett oväntat tillbakadragande av bolagets nya hjärtklaffsprodukt för minimalinvasiv klaffoperation. Bakom beslutet låg inte några kända problem kring klaffen som redan används med framgång utan komplikationer. I stället hänvisade företaget till en komplicerad logistik avseende kringutrustning. Lyfter man blicken en smula är bolaget väl positionerat inom ett antal segment med en genomsnittlig tillväxt kring 5–6 % per år. När väl pandemin är bakom oss bör Boston Scientific ha förutsättningar att uppvisa en något högre försäljningstillväxt tack vare riktade företagsköp, vilket företagsledningen lyckats med tidigare. Vinststillväxten skulle i så fall kunna bli tvåsiffrig tack vare god kostnadskontroll. Innehavet i ABB reducerades efter en kursuppgång på närmare 20 % sedan halvårsskiftet.

Under året har ASML, Danaher och EQT stått för de största positiva bidragen till aktieportföljen medan Britvic uppvisade en negativ kursutveckling. Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 0,71 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under året.

Med vänlig hälsning

*Ulf Hansson
Lancelot Asset Management*