



# LANCELOT CAMELOT

STOCKHOLM DEN 5 JANUARI 2020

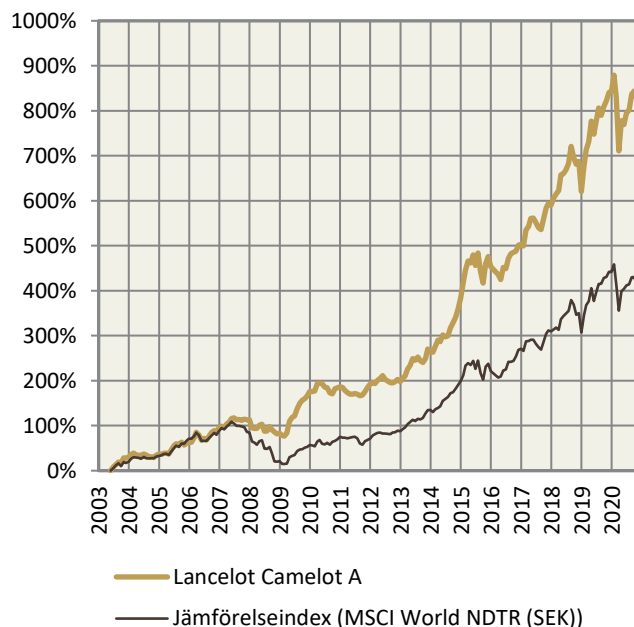
## Till andelsägarna i Lancelot Camelot

Nu är äntligen 2020 över. 2020 placerar sig som ett av de allra svåraste åren både utifrån ett humanitärt och ett ekonomiskt perspektiv. Under december månad föll Camelot med 0,7 % i SEK, medan fondens jämförelseindex föll 0,4 %. Fondens utveckling mätt i SEK har varit blygsam under året. Detta kan till stor del härledas till att fonden varit exponerad mot USD genom dollarnoterade tillgångar. USD har under året fallit mot SEK med ca 12,5 %. Samtidigt har också andra valutor försvagats mot SEK, en utveckling som är historiskt ovanlig eftersom svenska kronan brukar ses som en cyklisk valuta och försvagas när det är oroligt på marknaden. På helåret avkastade Camelot 0,4 % i SEK, medan index avkastade 1,9 %. Som jämförelse har det svenska SIX-index under året avkastat 14,8 %, vilket är en historiskt stor skillnad mot världsindex. Över tid har avkastningen tenderat att vara likartad och skillnaden betydligt lägre.

Börsåret 2020 inleddes starkt och med stor optimism. Det förvånade oss eftersom många indikatorer pekade brant nedåt, bland annat företagens vinstutveckling. Den för oss viktiga yieldkurvan (skillnaden mellan korta och långa marknadsräntor) hade varit inverterad en tid, vilket brukar leda till svaga företagsvinster och börs. En inverterad yieldkurva ger oss signaler om att marknadsaktörer förväntar sig en lägre tillväxt i framtiden än idag, en inbromsande ekonomi. Vi var därmed försiktigt positionerade, men osäkra på timing eftersom börsen fortsatte att stiga. Vid denna tidpunkt hade vi en aktieexponering runt 80 %.

När pandemin så småningom blev ett faktum och börsen föll, valde världens centralbanker att agera snabbt och kraftfullt. Det fick räntorna att falla mycket snabbt och kraftigt och yieldkurvan började branta. En brantande yieldkurvan skickar motsatt signal mot den inverterade, i detta fall får vi signaler om att

Avkastning efter arvoden och avgifter



Avkastning efter avgifter	Lancelot Camelot A	Jämförelse-index**
December 2020	-0,7%	-0,4%
År 2020	0,4%	1,9%
Sedan start*	847,5%	452,4%
Genomsnittlig årsavkastning*	13,6%	10,2%

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

marknadens aktörer förväntar sig en snabbare tillväxt i framtiden jämfört med idag, en accelererande ekonomisk utveckling. Vi började därmed att öka aktieandelen i mars. Vi trodde att vi hade förhållandevis gott om tid och ville samtidigt inte ta alltför mycket risk eftersom osäkerheten var monumental. I samband med ökningen av aktiemarknadsexponering valde vi att sälja ut bolag som var beroende av kreditmarknaden för finansiering och som hade hög skuldsättning (Discover Financial och ADT). På två månader gick arbetslösheten i USA från den lägsta på 70 år till den högsta sedan 1930-talet, så vår bedömning var att

kreditrisk inte var något vi ville ha exponering mot. Det visade sig emellertid i efterhand att recessionen och börsnedgången blev en av de kraftigaste men också den kortaste i historien: endast två månader. Återhämtningen på börsen såg dessutom annorlunda ut än en traditionell sådan, som brukar ledas av cykliska sektorer såsom bilindustri och finans. Denna gång leddes återhämtningen av teknologibolag och bioteknik, vilket gynnade vår portfölj. Thermo Fisher och Tencent var de bolagen som mest positivt bidrog till avkastningen i portföljen. Thermo Fisher gynnades av sina testkit för Covid19-diagnostik och Tencent som den största digitala spelplattformen globalt. Motsatt var Discover Financial och ADT de mest negativa bidragsgivarna i portföljen, särskilt mot bakgrund av tidpunkten för försäljningen i mars/april. Mot detta ska ställas att de aktier vi köpte istället för dessa, bland annat Microsoft och HCA, har bidragit mycket bra till avkastningen.

Under sommaren såg pandemin ut att avta något och många ekonomier började öppna upp. I samband med detta började vi att något opportunistiskt öka andelen cykliska bolag och s.k. värdebolag, dvs billiga och mer mogna bolag. Vid denna tidpunkt var aktieallokeringen runt 90 %. Det visade sig vara något tidigt och de fortsatte att gå svagt under inledningen av hösten. I november följde sedan två händelser som fick stor inverkan på världsekonomin och börsen. Det första var givetvis det amerikanska presidentvalet där demokraten Joe Biden efter mycket osäkerhet vann på en agenda med högre skatter, ökade satsningar på klimatarbete samt en mer aktiv bekämpning av Corona-pandemin. Ingen av dessa punkter var något som börsen tenderar att uppskatta. Dessutom verkade det högst osäkert (och är det fortfarande i skrivande stund) om han skulle kunna få majoritet i kongressens båda kamrar, vilket skulle vara en förutsättning för att få driva igenom sin politik. Vi valde därmed att avvakta med att öka andelen cykliskt ytterligare och fortsatte med en relativt defensiv sektorallokering, fast med en högre aktieandel. Sedan följde den kanske viktigaste händelsen utifrån ett börsperspektiv då: Vaccinet från Pfizer med över 90 % påvisad effektivitet annonserades. Denna annonsering följdes tätt därefter av flera andra liknande preparat

från andra läkemedelsbolag. Över en natt föll aktier såsom Amazon och Thermo Fisher, två av våra innehav, med upp till 10 % medan s.k. värdebolag inom sektorer såsom energi och finans ökade i värde med mellan 30–50 % i många fall. Även om vi under hösten hade ökat andelen värdebolag i portföljen, med innehav som Invesco och Prudential, var andelen jämfört med index alldeles för liten. Vår relativavkastning gick från nästan 4 % bättre än index till 1 % sämre på några dagar. Samtidigt förstärktes den svagare dollartrenden, vilket gjorde att även om börsen gick upp i dollarartermer, blev avkastningen i SEK närmare noll. I samband med annonseringen av vaccinet ökades allokeringen i portföljen ytterligare och har sedan dess stadigt legat över 95 %.

Följaktligen ställde vi oss tre frågor inför framtiden:

- 1) Står vi inför en strukturell förändring av ledarskapet på börsen med värdebolag som drivkraft snarare än tillväxtbolag?
- 2) Är det några branscher som står inför förändringar som gör dem mer eller mindre attraktiva som investeringsobjekt?
- 3) Kan börsen fortsätta upp givet allt detta? Kommer man då erhålla någon avkastning i SEK om dollarn fortsätter ned?

Som svar på 1) säger vi med stor sannolikhet nej. USA kommer att dras med hög skuldsättning och med stor sannolikhet fortsatt politisk ambivalens givet delad senat och stora strukturella skillnader i politisk agenda mellan demokrater och republikaner. Om republikanska partiet kommer fortsätta ha majoritet i senaten, vilket avgörs nu i januari, kommer de fortsatt kunna motsätta sig de förändringar som demokraterna ledda av Joe Biden vill genomföra. Över tid kommer därmed tillväxten fortsatt vara strukturellt lägre än historiskt. Det talar för tillväxtbolag eftersom tillväxt därmed blir en bristvara. Däremot kommer vi nu befinna oss i en värld med stor mängd lediga produktionsresurser, både arbetskraft och produktionskapacitet. Det kommer att leda till att vinsttillväxt och produktivitet för mogna, traditionella bolag kan vara stark under de närmaste två till tre åren. Detta parat med att många s.k. värdebolag har avkastat dåligt på börsen under flera år kan definitivt

bädda för en god kursutveckling de närmaste åren. Men sedan, eller kanske till och med samtidigt, kommer fokus fortsätta vara på tillväxtbolag. Vi behåller våra stora andel tillväxtbolag inom teknologi och hälsovård men kryddar portföljen med välskötta billiga bolag inom till exempel asiatisk försäkring (Prudential), kapitalförvaltning (Invesco) och drivlinesystem inom bilindustrin (Borg Warner).

Vad gäller 2) är den stora förändringen som hittills drabbat våra bolag främst inom tjänstenäringen. Tjänsteföretag får svårare att utföra sina tjänster så länge som pandemin råder. Det är högst troligt att en stor del av dessa tjänster kommer att återvända om och när pandemin är över. Vi bedömer att detta är relativt sannolikt under 2021 givet massvaccineringsplanerna som finns. Möjligen kommer återhämtningen ske successivt under flera år och under tiden kan marginaler vara lägre givet fast kostnadsmassa mm. Samtidigt har företag nu byggt upp en *alternativ infrastruktur* för att anställda ska kunna arbeta hemifrån, vilket innebär generellt högre kostnader (om man inte bestämmer sig för att göra sig av med lokaler och annan infrastruktur): Sammantaget tror vi att delar av förändringen för tjänstenäringen är strukturell och andra inte. Vi väljer att fokusera på bolag med verksamhet som stödjer även den alternativa infrastrukturen (Microsoft, Teamviewer och Intuitive Surgical) och ser fortsatt strukturell tillväxt för denna typ av bolag.

Vad gäller fråga 3) Kort svar: JA! Över tid går börser och företagsvinster hand i hand och det finns all anledning att tro att företagsvinster kan stiga härifrån givet: a) stor mängd lediga produktionsresurser b) stimulativ penning- och finanspolitik c) uppdämt konsumtions- och investeringsbehov efter högt privat sparande under pandemin och d) brist på investeringsbara alternativ som ger faktisk avkastning. När det gäller valutan tror vi att en stor del av nedgången i amerikanska dollarn (eller uppgången i svenska kronan) är gjord och kommer att vara mindre betydelsefull framgent.

Sammantaget, känns det enormt positivt att 2020 är över och vi ser med försiktig optimism fram emot 2021. Tack för ert förtroende under året och gott nytt år!

Med vänliga hälsningar

Christian Granquist och Per Hedberg