

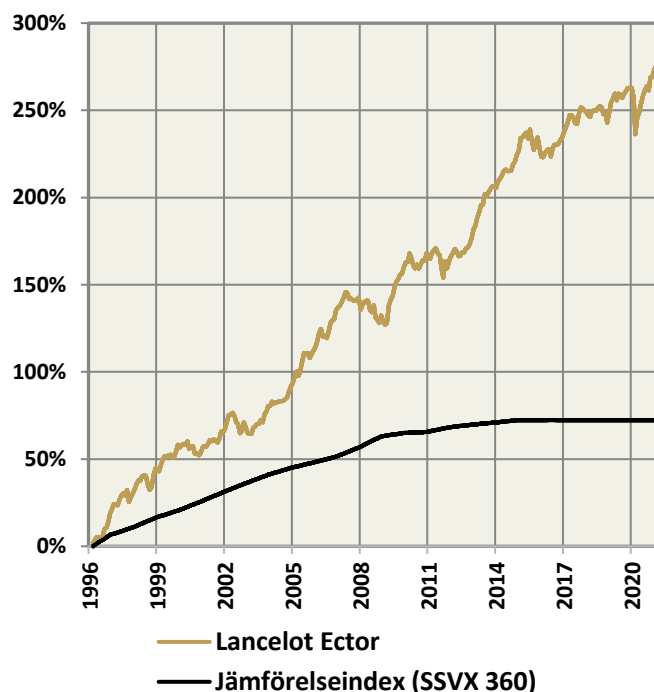


# LANCELOT ECTOR

STOCKHOLM DEN 1 APRIL 2021

## Till andelsägarna i Lancelot Ector

De globala tillväxtprognoserna har successivt justerats uppåt sedan förra hösten. Att OECD i sin senaste prognos för den globala ekonomin ser en förbättring jämfört med decemberrapporten bekräftar denna utveckling. Samtidigt understryker organisationen vikten av snabb och effektiv distribution av vacciner som en avgörande faktor för en fortsatt positiv ekonomisk trend. OECD tror att världsekonomin växer med 5,6 % i år och med 4,0 % nästa år, efter att ha krympt med 3,4 % under 2020. I decemberprognosen låg innevarande års tillväxtsiffra på 4,2 %. Bakom de förbättrade utsikterna ligger den gradvisa uttrullningen av effektiva vaccin, ytterligare finanspolitiska stimulanser (främst i USA) och tecken på bättre anpassningsförmåga bland företag och privatpersoner avseende restriktioner. Läget på arbetsmarknaderna förbättras långsamt och det historiskt höga sparandet ger förutsättningar för en ökad konsumtion när väl förtroendet återvänder. OECD tror att globalt BNP ska nå samma nivå som innan pandemin kring kommande halvårsskifte, även om utvecklingen divergerar mellan länder. Det omfattande stimulanspaketet i USA kommer inte bara att öka den amerikanska tillväxten kraftigt (BNP 2021: +6,5 %) utan även lyfta den globala ekonomin med en procentenhet främst genom ökad export till just USA från länder som Kina, Tyskland och Japan. Teoretiskt ska ökade exportintäkter för dessa länder i sin tur leda till en ökad import från bland annat USA och därmed gynna alla parter. Tyvärr finns en risk att de exportorienterade länderna, som redan nu har stora bytesbalansöverskott, inte köper amerikanska varor i en större utsträckning utan snarare ökar sitt inhemska sparande (större överskott) och därigenom delvis neutralisera USA:s efterfrågestimulans. För euroområdet väntas tillväxten bli 3,9 % i år och 3,8 % under nästa år. Den amerikanska centralbanken (Fed) lämnade penningpolitiken oförändrad. De röstande ledamöternas medianprognos för den



Avkastning efter avgifter	Lancelot Ector	Jämförelse-index
Kvartal 1 2021	3,5 %	0,0 %
År 2021	3,5 %	0,0 %
Sedan start	282,2 %	72,4 %
Genomsnittlig årsavkastning	5,4 %	2,2 %

inhemska ekonomin justerades upp på ett påtagligt sätt. Såväl tillväxt- som inflationsprognoserna höjdes, främst avseende 2021, samtidigt som arbetsmarknaden förväntas förbättras med en arbetslöshet på 3,5% 2023. Med den reviderade målsättningen om ett genomsnittligt inflationsmål om 2 % medför de tydligt förbättrade ekonomiska utsikterna inte någon prognos om styrräntehöjning innan 2023, ett trendbrott mot tidigare agerande. Inte ens extraordinära stora budgetunderskott utan en pågående recession ska enligt ledamöternas scenario leda till ökat pristryck uppåt under de närmaste åren. Den något högre inflationstakten anses av ledamöterna vara av övergående natur och ordförande Powell tydliggjorde att

centralbanken kommer att agera först om inkommande inflationsstatistik visar på en ihållande ökningstakt snarare än att förlita sig på prognoser. Detta kan visa sig vara riktigt men under tiden lär marknadernas prissättning inkorporera en högre riskpremie p.g.a. den högre osäkerheten kring utfallet. Den europeiska centralbanken (ECB) utlovade att höja takten av sina köp inom stödköpsprogrammet föranlett av pandemin (PEPP) efter att obligationsräntor i euroområdet stigit i sympati med amerikanska långräntor. Ett (hittills) sämre utfört vaccinationsprogram tillsammans med betydligt mindre finanspolitiskt stöd jämfört med USA, gör eurozonen mer sårbar för åtstramande finansiella förhållanden. Övrig penningpolitik lämnades intakt av ECB. Likaså behöll Bank of Japan penningpolitiken oförändrad men gjorde några mindre tekniska justeringar av sin sedan tidigare införda kontroll av långräntan (en 10-årsränta kring 0%) för att motverka oönskade sidoeffekter av den förda politiken.

På valutamarknaden stärktes den amerikanska dollarn mot de större valutorna under kvartalet. Möjligen var dollarstyrkan avhängig den tydligt divergerande framgången i respektive områdes vaccinationsstrategier och den därmed förväntade framtida tillväxten. USA ligger före exempelvis Europa i dessa avseenden och det är svårt att hävda att den amerikanska centralbanken intar en expansiv hållning relativt ECB som utökar sina stödköp. Långsammare distributionstakt av vaccin kan ju innebära att flockimmunitet försenas med månader eller t.o.m. kvartal. Med ett möjligt större infrastrukturprogram som ytterligare finanspolitisk stimulans, lär USA komma först ut ur pandemin och därmed också vara det region som först rör sig mot en normalisering av penningpolitiken. Den svenska kronan försvagades något (ca 3%) mätt enligt Riksbankens kronindex. På råvarumarknaderna steg Refinitiv/Core Commodity Index under kvartalet med 10 % drivet av olja och koppar. Priset på Brentolja fortsatte sin starka avslutning från föregående år och steg med 22%. Återhållen produktion från USA trots prisuppgången tillät OPEC och närstående oljeproducenter (OPEC+) att minska produktionen utan att förlora marknadsandelar och därmed öka intäkterna. Med återöppnandet av ekonomier efter pandemin lär ett ökat resande leda till stigande efterfrågan för olja och ytterligare stötta prisutvecklingen. Guldpriset föll med 10 %.

Världens aktiemarknader utvecklades väl under årets första kvartal. Förväntningar om en stark global återhämtning efter pandemin utgjorde basen för kursuppgången. I stor utsträckning gynnade detta de mer ekonomiskt beroende sektorerna och bolagen och i mångt och mycket var föregående års förlorare kvartalets vinnare. Däremot var kursutvecklingen för 2020 års ledaraktier mindre positiv då deras vinstutveckling förväntas understiga de mer cykliska bolagens (förutom extrem värdering i vissa fall). Under kvartalet steg kurserna i eurozonen med 8,8 % mätt i lokal valuta (MSCI). I Norden var uppgången likaså 8,8 % och den svenska börsen steg med hela 17,4 %. Aktiemarknaderna i Nordamerika med sin tyngdpunkt på teknologiaktier utvecklades svagare med en kursuppgång på 5,2 % (USA + 5,1 %), medan Stilla Havets-regionen exklusive Japan stärktes med 4,8 %. Den japanska börsen ökade med 7,9 %. Världsindex i lokal valuta steg under årets första kvartal med 5,74 %. Kursuppgången mätt i svenska kronor uppgick till 10,84 %.

Den främsta förändringen under kvartalet var kanske ränteuppgången runt om i västvärlden. Långa räntor har ju fallit i 20–30 år till följd av fallande inflationstakt och medioker tillväxt. Trots förra årets återhämtning i många finansiella marknader och positiva tillväxtprognoser förblev obligationsräntorna envist låga efter fallet i samband med pandemiutbrottet. Årets uppgång, kanske främst hänförligt till det senaste amerikanska stimulanspaketet, får alltså ses i det ljuset och är inte heller markant avvikande i storlek från tidigare återhämtningsfaser. Resultatet är att den tidigare alltför låga riskpremien för den expansiva finans- och penningpolitiken och eventuell stigande inflationstakt nu har korrigerats och bättre reflekterar dagens läge.

Det kan förefalla förvånande att aktiemarknader inte reagerade mer negativt på de högre räntorna, men börsuppgången har som nämnts främst drivits av konjunkturkänsliga bolag medan förra årets ”pandemivinnare” släpat efter. Börser med stora inslag av s.k. cykliska bolag som Sverige och i viss mån Tyskland har också utvecklats bättre än exempelvis den teknologitunga NASDAQ-börsen som ju steg kraftigt under 2020. Alla ränteuppgångar är inte heller lika sett ur ett aktiemarknadsperspektiv. Om räntor stiger främst p.g.a. förväntningar om högre tillväxt blir ofta effekten positiv då bolag kan öka försäljningen, förbättra marginaler och därmed öka vinster och

kassaflöden. Detta motverkar, och övertrumfar ofta, det högre avkastningskrav (riskfri ränta plus riskpremie). Om, å andra sidan, ränteuppgången är hänförlig till högre inflationsförväntningar dominerar de negativa effekterna. Den riskfria räntan stiger lika mycket som i det första alternativet men riskpremien för aktier tenderar att öka i högre grad då stigande inflation ofta innebär ökad osäkerhet om framtida prisutveckling jämfört med en miljö med låg inflation. Samtidigt har många bolag svårt att föra vidare högre priser för insatsvaror till sina kunder med medföljande marginalpress och sämre vinstutveckling som följd. Hittills har årets ränteuppgång reflekterat en ekonomisk återhämtning vilket gynnat cykliska tillgångar. Om befintliga, och kanske nya, stimulanser leder den ekonomiska aktiviteten till en ihållande högre bana snarare än en kortsiktig återhämtning av det tillväxttapp pandemin bidragit till, finns risk för inflationsoro. En dylik utveckling skulle rimligen öka aktiemarknadernas sårbarhet för kursfall.

Lancelot Ector:s NAV-värde steg under kvartalet med 3,55 %. Fondens aktieandel var närmast oförändrad och uppgick till 31 %. Inräknat en kort, dvs såld, svensk indexposition reduceras aktieexponering till ca 30 %. Ett nytt innehav i fonden är svenska Gränges. Bolaget är en ledande global leverantör av aluminiumprodukter för värmväxlare och andra nischmarknader. Aluminium, som är återvinningsbart, har unika egenskaper som gör att Gränges kan erbjuda resurseffektiva och klimatsmarta lösningar. Efter ett svagt 2020 finns förutsättningar för en period av volymtillväxt med medföljande lönsamhetsförbättring.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 0,66 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under årets första kvartal.

*Med vänlig hälsning*

*Ulf Hansson  
Lancelot Asset Management*