



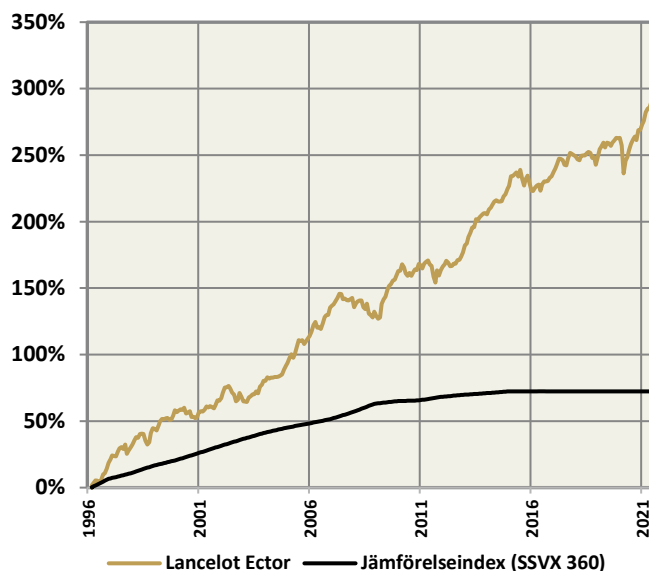
# LANCELOT ECTOR

STOCKHOLM DEN 1 OKTOBER 2021

## Till andelsägarna i Lancelot Ector

Trots, eller lite tillspetsat på grund av, vaccinering mot Covid-19 har den globala ekonomiska återhämtningen bromsat in då vaccinationskampanjer runt om i världen hunnit olika långt och därmed öppnat för nya varianter i vissa regioner. Globala kriser måste som bekant mötas globalt innan faran över kan blåsas och i detta avseende skiljer sig det internationella samarbetet kring pandemin märkbart från finanskrisen 2008. I sin senaste prognos bedömer Internationella valutafonden (IMF) att världsekonomin kommer att växa med 6,0% under 2021 och med 4,9% 2022. Prognoserna speglar förutom divergerande pandemiutveckling även framtida beslut om budgetstimulanser, vilket gynnar främst USA. IMF tror att den senaste tidens stigande pristryck är övergående då de är relaterade till virusutvecklingen samt utbudsdrivna flaskhalsar i underleverantörsleden. Även om osäkerheten förblir stor, förväntar sig IMF att inflationen återgår till tidigare låga nivåerna i de flesta länder när väl dagens störningar klingar av. Riskbilden för prognoserna är större för ett sämre än ett positivare utfall med osäkerhet kring nya virusvarianter innan en täckande global vaccinationsgrad uppnåtts. Mot detta verkar monetära och finansiella förhållanden som fortsätter att stödja världsekonomin.

Den amerikanska centralbanken (Fed) lämnade som väntat styrränta och värdepappersköp oförändrade men antydde att neddragningen av tillgångsköp antagligen annonseras vid kommande novembermöte. Om den amerikanska ekonomin fortsätter sin positiva utveckling beräknas tillgångsköpen avslutas kring mitten av nästa år. Ledamöternas egna prognoser för ekonomin var i linje med finansmarknadernas med sänkt tillväxt i år och uppjusterad inflation orsakat av delvarianten av Covid-19 och utbudsstörningar. BNP-prognosen för 2021 sänktes från 7,0 till 5,9%, men samtidigt höjdes tillväxtestimatet för 2022 från 3,3 till 3,8%. Osäkerheten kring om dagens flaskhalsproblem leder till mer ihållande inflationsimpulser eller inte, återspeglas i att ledamöterna var jämt delade huruvida styrräntan skall höjas redan nästa år. I nuläget har marknaden prissatt en räntehöjning innan årsskiftet 2022/23. Vid sitt septembermöte lämnade den europeiska centralbanken ECB styrräntor och programmet för tillgångsköp oförändrade. Storleken på det pandemirelaterade stödköpsprogrammet (PEPP) förblev likaså oförändrat och programmet kommer att fortsätta fram till åtminstone slutet av mars 2022 eller till dess att ECB bedömer att coronakrisen är över. Dock flaggade banken för att PEPP-köpen kommer att göras i en något



Avkastning efter avgifter	Lancelot Ector	Jämförelseindex
<b>Kvartal 3 2021</b>	0,6 %	0,0 %
<b>År 2021</b>	6,3 %	0,0 %
<b>Sedan start</b>	292,2 %	72,4 %
<b>Genomsnittlig årsavkastning</b>	5,5 %	2,1 %

långsammare takt än under de två föregående kvartalen. ECB höjde sin tillväxtprognos för euroområdet till 5% för innevarande år, samtidigt som förväntningarna för 2022 (4,6%) och 2023 (2,1%) behölls intakta. Inflationen förväntas uppgå till 2,2% i år, för att sedan sjunka ned till 1,7% under nästa år och till 1,5% 2023. Riksbanken lämnade penningpolitiken oförändrad men noterade att svensk ekonomi har återhämtat sig snabbt och att inflationen tillfälligt väntas bli högre än två procent under det närmaste året innan den sjunker tillbaka igen. För att inflationen varaktigt ska ligga nära målet kring två procent per år, bedömer Riksbanken att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv. Likaså behöll Bank of Japan nuvarande penningpolitik intakt. Däremot höjde Norges Bank styrräntan till 0,25% från tidigare noll och flaggade för ytterligare höjning i december. Banken hänvisade till att Norges ekonomi efter återöppnandet befinner sig på en högre aktivitetsnivå än innan pandemin. Löneökningar och fallande arbetslöshet pekar mot en normalisering och

motiverar därmed ett borttagande av den virusrelaterade penningpolitiska stimulansen. Ränthöjningen är också ett led i att minska risken för finansiella obalanser enligt Norges Bank.

På valutamarknaden stärktes den amerikanska dollarn under kvartalet. Feds justering av förd penningpolitik ligger som bekant steget före ECB:s och Bank of Japans, men kursrörelserna var tämligen begränsade. US Dollar Index, vilket mäter den amerikanska valutans utveckling mot en korg av större valutor, steg med 2%. Den kinesiska (handlade) valutan yuan var närmast oförändrad visavi US-dollarn trots oro kring den kinesiska fastighetsmarknaden (se nedan). Kinas centralbank tillförde likviditet till det inhemska banksystemet inför stundande kvartalsskifte och en veckolång helg i början av oktober. Den svenska kronan, mätt enligt Riksbankens kronindex, försvagades något under kvartalet.

Priset på Brentolja steg under kvartalet med 5% drivet av utbudsoro då årets orkansäsong stängt ned delar av den amerikanska oljeindustrin. Oljelager fortsätter att sjunka och efterfrågan förväntas dessutom att stiga i takt med att reserestriktioner successivt lättas. Refinitiv/Core Commodity CRB index slutade perioden med en uppgång på 7%, främst drivet av stigande energipriser. Guldpriset föll med en procent.

Börsutveckling var generellt god under huvuddelen av kvartalet men med en svag avslutning i september. Förutom osäkerhet kring huruvida konjunkturtoppen passerats och vad mindre ackommoderande penningpolitik kan föra med sig, skapade likviditetskrisen i det kinesiska konglomeratet (främst fastigheter) Evergrade viss turbulens. Fastigheter är och har varit en nyckelfaktor bakom Kinas tillväxtmodell. Till skillnad mot i väst som ju mäter tillväxten i efterhand, bestämmer Beijing kommande tillväxtmål. För att möta dessa mål säljer lokala regioner mark till fastighetsbolag som i sin tur med hög belåning bygger nya projekt som i slutändan säljs till investerare/sparare/boende. Hela kedjan gynnas av stigande priser och leder till en obalanserad tillväxt baserad på hög skuldsättning för att nå tillväxtmålen. Över tid har också belåningen som krävs för att uppnå dessa tillväxtmål ökat. Allt detta har förstås varit känt, men det styrande kommunistiska partiet har nu via diverse regleringar bromsat denna process för att undvika att problemen växer myndigheterna över huvudet. Rimligen är sannolikheten för en finansiell kris i dagsläget liten då finanssektor är reglerad och Kina har starka statsfinanser. Med andra ord kan den kinesiska staten rekonstruera Evergrade under ordnade former utan den tidspress vi känner igen från finanskriser i väst. Men övningen visar på den närmast olösliga motsättningen mellan snabb BNP-tillväxt och stabil skuldtutveckling. Kinas makthavare kommer någon gång i framtiden att tvingas välja. Under kvartalet ökade kurserna i eurozonen med 0,2% mätt i lokal valuta (MSCI). I Norden var uppgången 2,0% och den svenska börsen slutade kvartalet oförändrad. Även aktiemarknaderna i Nordamerika var oförändrade (USA +/- 0%), medan Stilla Havs-regionen exklusive Japan backade med 3,2%. Den japanska börsen slutade kvartalet med en uppgång på 4,3%. Världsindex i

lokal valuta steg under årets tredje kvartal med 0,24%. Kursuppgången mätt i svenska kronor uppgick till 2,06%.

Förväntningarna på den globala tillväxten har löpande försämrats under året. Bakom den allt försiktigare inställningen har nya utbrott av delvarianten av Covid-19 spelat en huvudroll med en dämpad privatkonsumtion som följd. Konsumentförtroendet i främst USA och Asien visade under sommaren på en minskad optimism, men som referens efter ett mycket starkt första halvår. Dessutom har den senaste tidens prisuppgångar minskat konsumenternas köpkraft. Även inbromsningen i den kinesiska ekonomin tillsammans med nya centrala branschregleringar har bidragit till en ökad osäkerhet. Den goda nyheten är att den senaste virusstatistiken pekar mot att infektionskurvor troligen nått en topp och börjat falla igen. Detta syns i Asien, som ju varit ett av problemområdena vad gäller de globala utbudsproblemen, men även i Europa med undantag för Storbritannien. Redan nu syns ett tydligt ökat användande av kreditkort i USA, vilket möjligen kan utgöra en tidig signal om en kommande återhämtning. De omskrivna utbudsstörningarna verkar hålla i sig längre än väntat, men världshandeln har fortsatt att växa i god takt och är på högre nivåer än före pandemin. De flesta bedömare tror att löneökningar och inflation orsakade av anpassningsproblem relaterade till pandemin till slut kommer att visa sig vara av övergående natur, även om en viss osäkerhet kvarstår. När nu flera centralbanker i väst signalerar ett första steg mot neddragning av de virusrelaterade penningpolitiska stimulanserna, är det viktigt att centralbankernas trovärdighet inte naggas i kanten när de hävdar att kommande finansiella förhållandena förblir expansiva och inte är en åtstramning. Här spelar inflationsförväntningarna en avgörande roll. En mer ihållande inflation lär leda till betydande problem för riskmarknader, medan en inflation som är tillfälligt hög men sedan återgår till tidigare nivåer, kan ge en repris på den svaga tillväxttrenden före pandemin, vilket skulle gynna bolag med strukturell tillväxt.

Finansmarknadernas prissättning pekar mot att framtida inflation inte kommer att ligga permanent över centralbankernas mål. Även om de långsiktiga inflationsförväntningarna har stigit och ligger kring 2–2,5% i EU och i USA, handlas långa obligationsräntor fortsatt på mycket låga nivåer, vilket indikerar att marknaderna delar centralbankernas syn på att dagens högre inflation är tillfällig. På börserna har konjunkturkänsliga marknader och bolag handlats sidledes efter kursuppgången under årets första kvartal. Likaså har råvaror retirerat, även om utbudsskäl drivit upp priset för exempelvis olja. Vinstprognoser planar (tillfälligt?) ut på en god nivå, samtidigt som frågan var i konjunkturcykeln vi befinner oss när fler ekonomier nu öppnar upp är obesvarad. Så länge ovissheten dominerar lär riskmarknaderna fortsätta att konsolidera tidigare uppgångar och från tid till annan vara märkbart volatila.

Lancelot Ector:s NAV-värde steg under kvartalet med 0,64% och har därmed stigit med 6,26% under året. Fondens aktieandel sänktes något och uppgick till 28%. Inräknat en kort, dvs såld, svensk indexposition reduceras

aktieexponering till drygt 26%. Vinster togs i Investor (+27% omräknad totalavkastning/år) och SOBI (+54%).

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,02 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under årets tredje kvartal.

*Med vänlig hälsning*

*Ulf Hansson*

*Lancelot Asset Management*