



LANCELOT ECTOR

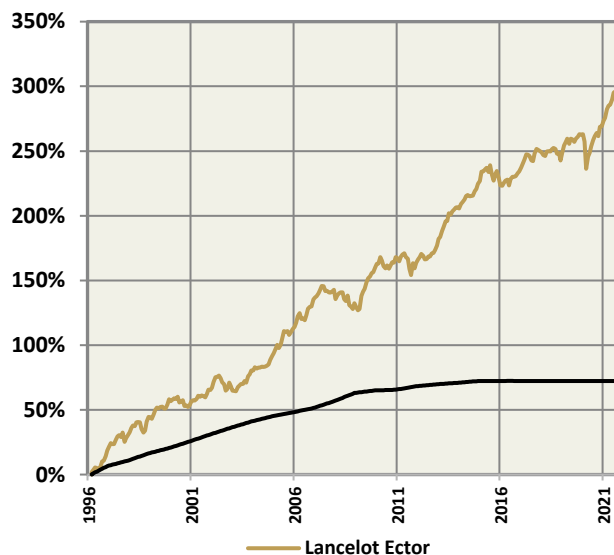
STOCKHOLM DEN 1 JANUARI 2022

Till andelsägarna i Lancelot Ector

I sin decemberrapport över världsekonomin behöll OECD den globala tillväxtprognosen ifrån höstrapporten intakt, men justerade upp inflationsförväntningarna, främst för USA och Storbritannien. OECD tror att den stigande inflationstakten når sin topp vid årsskiftet 2021/22 för att därefter stegvis falla ned mot en årstakt på 3% under 2023. Huvudscenariot med en fortsatt ekonomisk återhämtning bygger på en förbättrad virushantering och fortsatt stöd från finans- och penningpolitik under 2022. Efter en global återhämtning under 2021 kring 5,6%, förväntas 2022 uppvisa en tillväxt på 4,5% som under 2023 dämpas till 3,2%. Rapporten anger nya virusmutationer, fortsatta utbudstörningar, inflation och möjliga felbeslut från centralbanker som de största prognosriskerna.

Den amerikanska centralbanken (Fed) lämnade som väntat styrräntan oförändrad (intervallet 0–0,25%), men beslutade att forcera den tidigare annonserade neddragningen av tillgångsköp då den accelererande inflationsutvecklingen som Fed tidigare ansåg skulle vara övergående nu bedöms som mer ihållande. Om tidtabellen håller kommer Feds balansräkning sluta växa i omfång i slutet av mars 2022 och därefter öppna för eventuella räntehöjningar.

Ledamöternas egna prognoser pekar mot tre höjningar av styrräntan under nästa år. Medianprognosen för inflationen är 5,3% för 2021, 2,6% för 2022 samt strax över 2% för 2023. Det återstår att se om dagens förhöjda inflation är ett kortsiktigt problem som kan kontrolleras genom att strama åt den extremt expansiva penningpolitiken till en mer "neutral" nivå (real styrränta kring noll/något positiv). Bank of England blev annars den första av de större centralbankerna att höja sin styrränta, även om höjningen var marginell från 0,1% till 0,25%. Liksom i USA var orsaken den stigande prisnivån i ekonomin. Vid sitt decembermöte meddelade den europeiska centralbanken ECB att det pandemirelaterade stödköpsprogrammet (PEPP) kommer att avslutas i mars 2022. Dock kommer under en övergångsperiod ett tidigare köpprogram (APP) att dubblas i storlek till 40 miljarder euro per månad under det andra kvartalet 2022, för att sedan successivt reduceras i storlek till det ursprungliga 20 miljarder euro per månad under 2022 års sista kvartal. Styrräntor lämnades oförändrade. Norges Bank höjde för andra gången under året styrräntan till 0,5% och signalerade ytterligare en höjning i mars 2022 med hänvisning till osäkerhet kring utfallet av kommande löneförhandlingar. Riksbanken lämnade däremot penningpolitiken oförändrad och förväntar sig att reporäntan höjs först i slutet av 2024.



Avkastning efter avgifter	Lancelot Ector	Jämförelseindex
Kvartal 4 2021	2,0 %	0,0 %
År 2021	8,3 %	0,0 %
Sedan start	299,9 %	72,4 %
Genomsnittlig årsavkastning	5,5 %	2,1 %

Den amerikanska dollarn stärktes under året främst driven av skillnaden i förväntad framtida penningpolitik mellan USA och lågränteområden som eurozonen och Japan. Ett undantag från den generella dollarförstärkningen var den kinesiska valutan yuan som stärktes mot den amerikanska valutan. En fortsatt god exportutveckling, internationella inflöden till den kinesiska räntemarknaden samt den positiva räntedifferensen gentemot västvärldens ekonomier bidrog till valutans relativa styrka. Efter en svag avslutning stängde den svenska kronan året 4% lägre (Riksbankens kronindex). Refinitiv/Core Commodity CRB index slutade 2021 med en uppgång på 39%, men råvarumarknaderna var märkbart tudelade. Obalans mellan utbud och efterfrågan drev upp priserna på industrimetaller och jordbruksprodukter, medan ädelmetaller utvecklades svagt. Guldpriset föll med 3%. Olje- och naturgas visade den starkaste prisutvecklingen. Priset på Brentolja steg under året med 50%. Med amerikansk oljeproduktion tillbaka på

samma nivå som innan pandemin först vid halvårsskiftet 2023, kontrollerar OPEC+ utbudet och därmed prisbilden.

Flertalet av västvärldens aktiemarknader uppvisade god eller mycket god avkastning under 2021. Lägre multiplar kompensades mer än väl av en positiv vinstutveckling efter bottennoteringen vid halvårsskiftet 2020. Energi (olja och gas), IT och finans var branscher som ledde kurserna uppåt, medan basvaror för konsumenter som mat, dryck och el utvecklades sämre. Under 2021 steg kurserna i eurozonen med 21,5% mätt i lokal valuta (MSCI). I Norden var uppgången 26,7% och den svenska börsen slutade året 31,5% högre. Aktiemarknaderna i Nordamerika stärktes med 25,1% (USA +25,2%, ledda av de stora, välkända teknologibolagen), medan Stilla Havs-regionen exklusive Japan uppvisade en mer dämpad kursutveckling och steg med 5,3%. Den japanska börsen ökade med 11,4%. Världsindex i lokal valuta steg under året med 22,45%. Kursuppgången mätt i svenska kronor uppgick till 32,11%.

Det nyss avslutade börsåret inleddes med förhoppningar om en återhämtning från pandemin och ett återöppnande av ekonomierna. Vägen fram visade sig inte vara fullt så enkel. En ökad vaccinationsgrad lade grunden till en procyklisk kursuppgång och stigande räntor under årets första kvartal. Denna utveckling reverserades när deltavarianten av Covid-19 uppdagades i Indien och snart spreds till Storbritannien och USA. Räntor och konjunkturkänsliga placeringar sjönk tillbaka till ruta ett. När så nya fall av viruset avtog under den tidiga hösten var det åter dags för de cykliska delarna av riskmarknaderna som exempelvis råvaror och industriaktier att leda uppgången. Signaler från centralbanker om en kommande mindre expansiv penningpolitik skapade ånyo en viss kursturbulens. När marknaderna väl stabiliserats dök ytterligare en virusvariant (omikron) upp och kursvolatiliteten tilltog ånyo.

Återöppnandet av ekonomier gav tillsammans med gigantisk finanspolitisk expansion en tydlig skjuts till efterfrågan under 2021. De s.k. helikopterpengarna (checker i brevlådan) skapar förstas köpkraft utan att addera något till existerande utbud av varor och tjänster, vilket stör balansen genom en högre efterfrågan utan att generera ett större utbud. Högre priser skulle i normalfallet vara den balanserande faktorn och driva ned efterfrågan, men transfereringarna gör efterfrågan mindre priskänslig. Obalanserna gav i stället upphov till stigande inflation som successivt breddats till fler delar av ekonomierna. Denna utveckling står i kontrast till den stora finanskrisen 2008–09 som ju följdes av en modest ekonomisk återhämtning präglad av ett mycket lågt pristryck. Idag finns i stället en risk att priser fortsätter att stiga runt om i världen när ”pandemisparandet” letar sig ut i ekonomierna och möter de redan pressade leverantörskedjorna.

Som nämnts tidigare har börsbolagens vinstutveckling överraskat positivt under ett antal kvartal. Ett rimligt antagande är att kunder har flyttat fram och ökat beställningar för att söka säkerhetsställa leveranser i möjligaste mån. När väl utbudsproblematiken normaliseras

längre fram riskerar vissa sektorer av ekonomin som exempelvis detaljhandeln att sitta med för stora lager med marginalpress som följd. Ett sådant scenario är kortsiktigt mindre troligt men kan indikera att världsekonomin möjligen rör sig mot en mer volatil och svårmanövrerad framtid.

Flertalet bedömare tror att aktiemarknaderna under 2022 kommer att ge ensiffrig positiv avkastning medan räntemarknaderna förväntas uppvisa negativ avkastning. Samtidigt bedöms volatiliteten (kursrörligheten) att tillta i de flesta tillgångsslag. Nu är ju inte svårigheten att göra prognoser utan snarare att få mer rätt än fel. Även om den genomsnittliga totalavkastningen för svenska aktier är ca 12% per år, är standardavvikelsen (=avvikelse från medelvärdet) hög. Sedan 1919 har den svenska börsen uppvisat tvåsiffrig positiv eller negativ årsavkastning 70% av åren. Avkastningen för många tillgångsslag under 2022 kan bli avhängig inte bara när utan också i vilken omfattning centralbanker drar tillbaka de pandemirelaterade stimulanserna. Aktier är alltid riskfyllda och även om ränteplaceringar kommer att ge en lägre framtida avkastning är denna avkastning betydligt säkrare. Aktieplaceringar skyddar mot inflation medan ränteplaceringar skyddar mot aktiers höga volatilitet.

Lancelot Ector:s NAV-värde steg under kvartalet med 1,96% och steg därmed med 8,34% under 2021. Fondens aktieandel var i stort oförändrad under kvartalet och uppgick till 28%. Inräknat en kort, dvs såld, svensk indexposition reduceras aktieexponering till 27%. Ett nytt innehav i aktieportföljen är skogsbolaget Stora Enso. Bolaget är väl positionerat för framtiden med en stark balansräkning och goda kassaflöden, egna skogstillgångar och en koncentrerad strategi för tillväxt inom miljövänliga förpackningar, byggmaterial i trä samt innovationer inom biomaterial för nya användningsområden. Aktien köptes till attraktiva nivåer efter en svag kursutveckling. Innehavet i Ericsson utökades efter årets svaga kursutveckling. Försäljning skedde i Alphabet (ägare av främst Google) efter en kursuppgång på dryga 160% sedan det första köpet i mars 2020. Likaså halverades innehavet i Nordea efter en stark kursutveckling (omräknad totalavkastning på 46%/år).

Under året har Investor, EQT och Danaher stått för de största positiva bidragen till aktieportföljen medan Telia endast steg marginellt. Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,11 år. Avkastningen för fondens räntebärande placeringar var positiv under året.

Med vänlig hälsning
Ulf Hansson

Lancelot Asset Management