

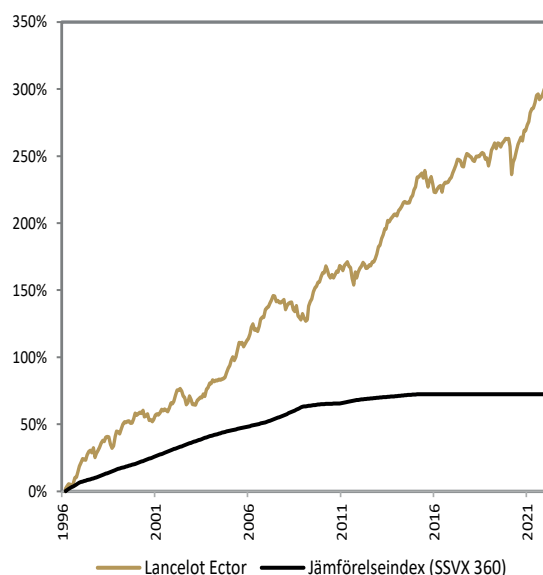
## FÖRVALTARKOMMENTAR

Två års global pandemi har nu följts av ett krig i Europa. Vilka långsiktiga följder som Rysslands invasion av Ukraina får är för tidigt att spekulera kring, men redan nu har Tyskland, som av historiska skäl varit återhållsamt med militära utgifter och engagemang, gjort en kovändning kring sin försvarspolitik. Hoten har tydliggjorts i och med försöket att med våld tvinga fram ett regimskifte i ett demokratiskt land och expandera Rysslands inflytelsesfär. Kanske kommer EU därmed att bli en mer aktiv geopolitisk aktör än vad som tidigare varit fallet.

Prognoser avseende krigets påverkan på den globala ekonomin indikerar att den amerikanska ekonomin bromsar in, Europa riskerar en recession och att Rysslands ekonomi krymper med tvåsiffriga tal p.g.a. införda sanktioner. Av förklarliga skäl är prognoserna mer osäkra än vanligt, främst beroende av hur långvarig och stor oljeprisuppgången blir och, inte minst, vilken inverkan den får på hushåll och företag. De flesta ekonomer pekar på att tillväxtprognosen riskerar att behöva justeras ned och inflation upp. USA är numera självförsörjande avseende olja, vilket innebär att ett högt oljepris snarare handlar om en omfördelning mellan olika inhemska sektorer och geografier. Europas position är sämre med en stort olje- och gasimport från Ryssland. Recessions- och t.o.m. stagfationsrisker har tydligt ökat. Rysslands BNP prognosticeras falla med ca 15%, dubbelt så mycket som under finanskrisen 2008–09. Det kommer att ta år och vara förenat med stora strukturella kostnader att anpassa den ryska ekonomin till de nya förutsättningarna så länge Ryssland nuvarande finansiella isolering fortsätter.

Den amerikanska centralbanken (Fed) höjde som väntat styrräntan till intervallet 0,25–0,50%. Bankens budskap var att inflationsbekämpning nu är högsta prioritet och att räntehöjningar är att vänta vid varje av de sex kommande möte under 2022. Neddragningen av Feds balansräkning (tidigare köpta ränteinstrument) diskuterades likaså men utan att ange en tidtabell. Flera bedömare tror att beslut och igångsättande kommer vid nästa möte i maj. En överraskning var att medianvärdet för de röstande ledamöternas styrränteprognois nu hamnade högre än den s.k. neutrala räntan, vilket är den uppskattade räntenivå som varken har en expansiv eller åtstramande effekt på ekonomin. Bedömningen är således att de finansiella förhållandena måste stramas åt mer än att "bara" höja till den neutrala räntenivån för att få bukt med inflationen. Paradoxen är möjligen att ledamöternas prognoser fortfarande indikerar att inflationen är övergående då tillväxten för 2022–24 förväntas ligga högre än den långsiktiga potentialen samtidigt som arbetslösheten förblir i de närmaste oförändrad. Trots att prisuppgångar är utbredda över stora delar av ekonomin, pekar bankens prognoser mot en fallande kärninflation ned mot 2,3% under 2024. Fed och finansmarknaden tycks dock vara överens då nuvarande marknadsprissättning förutspår att styrräntehöjningarna kommer att pågå till slutet av nästa år för att sedan åter förbytas till sänkningar. Den europeiska centralbanken (ECB) beslutade accelerera takten i neddragningen av de nuvarande köpprogrammen för att öppna för kommande räntehöjningar, vilket, noterade ECB, kommer att ske en viss tid efter avslutade tillgångsköp och vara gradvisa. Banken sänkte tillväxtprognoserna men höjde samtidigt inflationsestimaten med hänvisning till kriget i Ukraina. Svårigheten för ECB och andra centralbanker är förstas att hantera den högre inflationen utan att utlösa en recession. Bank of England (BoE) höjde för tredje gången styrräntan med 0,25% till 0,75%, vilket är samma nivå som innan pandemin. BoE flaggade för att ytterligare modest åtstramning av penningpolitiken kan vara lämplig om inflationsutvecklingen så fordrar. Bank of Japan (BoJ) behöll däremot penningpolitiken oförändrad och kommer att fortsätta att köpa tillräckligt med statsobligationer för att hålla den tioåriga statsobligationen nära 0 procent. BoJ varnade för en ökad risk och osäkerhet för den inhemska ekonomin till följd av den ryska invasionen av Ukraina. Därmed lär BoJ fortsätta sin extremt expansiva hållning i kontrast till den förväntade stramare penningpolitiken från övriga större centralbanker.

## AVKASTNING EFTER AVGIFTER



	Lancelot Ector	Jämförelseindex**
<b>Mars 2022</b>	-0,5 %	0,0 %
<b>År 2022</b>	-3,1 %	0,0 %
<b>Sedan start*</b>	287,7 %	72,4 %
<b>Genomsnittlig årsavkastning*</b>	5,3 %	2,1 %

\*Fonden startade 2003-05-28 \*\*Index: se riskinformation

## RISKINFORMATION

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonder kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. Alla avkastningssiffrorna är beräknade efter arvoden och ingen hänsyn har tagits till inflation. Jämförelseindex: 360-dagars svensk statskuldränta. Dock lägst 0 Avkastningssiffror gäller för Lancelot Ector sedan starten den 15 mars 1996 till och med 31 mars 2022. För informationsbroschyr, fondfaktblad eller årsberättelse se [www.lancelot.se](http://www.lancelot.se) eller ring oss på 08-440 53 80.

Under kvartalet stärktes som brukligt i osäkra tider den amerikanska dollarn mot de större valutorna. En del kommentatorer har från tid till annan hävdad att den amerikanska valutans dagar som världens reservvaluta, enhet för faktureringar mellan olika regioner och notering av råvarupriser är räknade. De införda sanktionerna mot Ryssland och dess centralbank, vars del av valutareserven som placerats i US-dollar (och euro) nu frysts, skulle påskynda en förskjutning från US-dollar. Problemet med detta resonemang är att alternativ saknas. Att avstå från dollarplaceringar är att avstå från avkastning, likviditet och, inte minst, rättssäkerhet. Den senast tillgängliga statistiken visar också att centralbanker runt om i världen har rekordstora placeringar i US-dollar och att den amerikanska valutans andel av de totala reserverna var mer än dubbelt så stora som den nästkommande valutan, euron. Den svenska kronan försvagades med en procentenhet mätt enligt Riksbankens kronindex. På råvarumarknaderna steg Refinitiv/Core Commodity Index under kvartalet med hela 27%. Flertalet råvarupriser steg kraftigt då Ryssland och Ukraina båda står för en ansenlig del av det globala utbudet. Just det faktum att prisuppgångarna beror på minskat utbud och inte en ökad efterfrågan (övriga cykliska sektor har utvecklats svagare), talar för en fortsatt volatil utveckling. Priset på Brentolja steg med 38%. Andra råvaror som aluminium, nickel, havre och vete uppvisade likaså kraftiga prisuppgångar. Guldpriset steg med drygt 5%.

Världens aktiemarknader utvecklades svagt under årets första kvartal. Marknadslikviditeten tenderar att försämrats i kristider och så även nu, vilket bidrog till stora prisrörelser. Även om Ryssland och Ukraina är relativt små avseende globalt BNP, så är de storproducenter och exportörer av viktiga livsmedel, mineraler och energi. Uppgången i råvarupriser sedan den ryska invasionen kan, om de blir uthålliga, minska den globala BNP-tillväxten samtidigt som den globala inflationen skulle öka ytterligare. Under kvartalet föll kurserna i eurozonen med 9,4 % mätt i lokal valuta (MSCI). I Norden var nedgången 8,8 % (oljelandet Norge +8,9%) och den svenska börsen tappade 13,7 %. Kursnedgången för aktiemarknaderna i Nordamerika var 5,1 % (USA -5,5 %), medan Stilla Havs-regionen exklusive Japan bröt trenden och steg med 0,5% tack vare råvaruländer som Australien och Indonesien. Den japanska börsen tappade 2,5 %. Världsindex i lokal valuta föll under årets första kvartal med 4,95%. Kursnedgången mätt i svenska kronor uppgick till 2,16 %.

De allt högre råvarupriserna kommer i ett olyckligt läge för världsekonomin, som sedan tidigare har att hantera en förhöjd inflation. Prissättningen i de finansiella marknaderna indikerar en ökad risk för en framtida konjunktursvacka och många börsers vinstmultiplar fortsatte falla med stigande räntor. Den kommande vinstutvecklingen blir därmed än viktigare. En ansats (bland många) är att se på den senaste svenska börscykeln sedan "pandemikursbotten" i början av 2020. Med nuvarande vinstprognoser, som förstås har höjts i takt med all stimulans som verkat under pandemin, ligger Stockholmsbörsens p/e-tal nu på ungefär samma nivå som innan virusutbrottet. Om inte vinstmultiplen åter börjar stiga (som under den inledande

likviditetsstyrda "pandemibörsen"), bör börskurser fortsätta att i stort följa den kommande vinstutvecklingen. Notera att vinstmultiplar tenderar att stiga först när aktiemarknader anar att vinster är på väg att bottna alternativt när penningpolitiken blir expansiv. Än så länge har vinstcykeln inte börjat falla, även om vinsternas ökningstakt är i avtagande.

Bolagsnyheterna framöver lär vara övervägande negativa med problem kring leverantörskedjor, produktion, fraktsystem samt råmaterial- och energipriser. Nya utbrott av Covid-19 i Kina hotar ånyo att skapa störningar i leverantörsleden. I förlängningen förstärker sannolikt den senaste utvecklingen företagets redan inledda minskning av intrikata globala leverantörskedjor till förmån för ett mer robust system med mindre beroende av importerade råvaror. Detta lär ta år och stora investeringar att genomföra och möjligen leda till högre priser för konsumenter och försvaga tillväxtutsikterna i de länder som i dag är stora underleverantörer. Detta är förstas spekulationer och de politiska och ekonomiska efterverkningarna av kriget är långt ifrån givna, än mindre de oförutsebara sekundäreffekterna. Sett ur de finansiella marknadernas perspektiv är ändå de globala effekterna av invasionen av Ukraina och reaktionerna i form av sanktioner, minskat oljeutbud och brutna affärsrelationer med Ryssland att betrakta som en extern händelse, jämförbar med pandemin. Precis som pandemin kunde ha inneburit en recession, kan även kriget dominera den normala konjunkturcykeln och leda till en ekonomisk svacka. Om, å andra sidan, konflikten löses lär de cykliska krafterna med räntehöjningar och inflation återigen dominera.

Lancelot Ector:s NAV-värde sjönk under kvartalet med 3,05 %. Fondens aktieandel reducerade från 28% vid årsskiftet till 22%. Inräknat en kort, dvs såld, svensk indexexposition reduceras aktieexponering från 27% till 20%. Aktieportföljen tyngdes främst av kursutvecklingen för Ericsson.

Den resterande delen av fondförmögenheten var placerad i räntebärande instrument med en duration på 1,32 år. Räntor steg påtagligt under årets första kvartal (OMRX Total Bond :-4,2%), vilket innebar att avkastningen för fondens räntebärande placeringar var negativ, ca -0,8%. Värt att återupprepa är att detta är en periodiseringsfråga då prisförändringar inte påverkar förmågan till återbetalning av investerat kapital och kupongränta så länge emittenten är kreditvärdig. Ränteinvesteringarna kommer således att löpande generera sin förväntade avkastning vid varje räntepappers förfall. Om den högre räntenivån håller i sig, eller stiger, kan dessutom nästa ränteplacering göras till bättre villkor. Så länge sparandet har en längre tidshorisont än ränteplaceringarna (idag drygt ett år) är högre räntor av godo.

Efter 22 synnerligen lärorika år lämnar jag nu över ansvaret för Lancelot Ector till mina kollegor. Jag vill passa på att tacka alla kunder och övriga intressenter för förtroendet och ett gott samarbete.

Med vänlig hälsning

Ulf Hansson  
Lancelot Asset Management