



Förvaltarkommentar

SVP portföljförvaltning februari 2021

Om den globala börsutvecklingen under januari blev en aning tveksam gäller detta inte februari, där nästan en hel genomsnittlig årsavkastningen uppnåddes under den tredje veckan. Även Stiftas diskretionära portföljer utvecklades bra, alla tre utvecklades bättre än respektive jämförelseindex. Trygg steg med 1,0 procent, Balanserad med 1,8 procent och Tillväxt med 2,5 procent. Så här långt har årsavkastning varit godkänd med uppgångar på 1,7 procent, 2,8 procent, respektive 3,8 procent.*

Till följd av månadens sista dagarnas turbulens slutade de tidigare ledarna Emerging Markets och Japan sist, medan däremot Nordamerika och Europa (inklusive Sverige) utvecklades bättre. Även under februari har affärerna i portföljerna mest haft karaktär av små justeringar, som exempelvis små neddragningar för att anpassa risknivån. I Trygg har Pareto Corporate Bond, som har en obehagligt hög volatilitet, sålts i sin helhet, till förmån för Case Safe Play. Även i Balanserad har denna köpts som komplement till de befintliga två räntefonderna, som har minskats något.

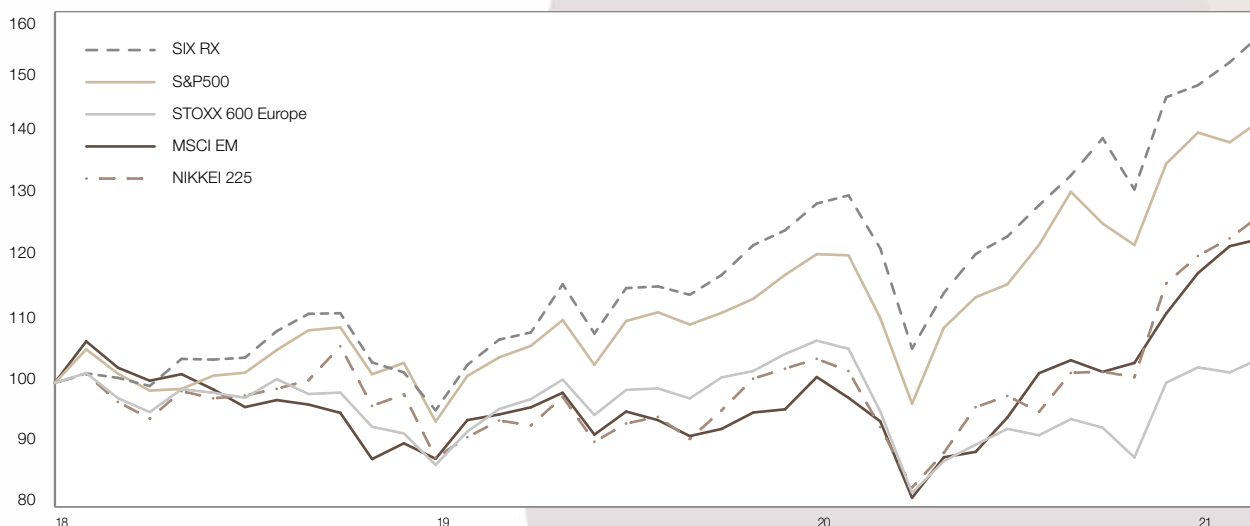
Aktiemarknadernas toppnoteringar före Covid-raset fyllde ett år under månaden och läget kan synas förvillande likt. Börsyra råder, då som nu, tillsammans med hög värdering. Då gladdes globala aktiemarknader åt ett just undertecknat första handelsavtal mellan Kina och USA, (vilket i backspegeln kan förefalla lite "futtigt"), nu gläds börserna åt näst intill oändliga stimulanser.

För ett år sedan var det sammantagna makroläget knappast strålande. Den så kallat "välkoordinerade uppgången" var svag med historiska jämförelser mätt och

orkestrerad av artificiellt låga räntor. I år har den tidigare så ljusa makrobilden, färgad av förväntningar om snabba återgångar till "före-pandemi-lägen", nu blivit mer dunkel. En skyndsam vaccin-distribution inom EU har visat sig vara önsketänkande och därför har tillväxtutsikterna dragits ned från 5,2 till 4,2 procent och senare 3,8 procent för innevarande år, att jämföra med förra året, då uppskattningsvis BNP krympte med cirka 7 procent i Europa. Visst finns det ett stort uppdämt konsumtionsbehov, men det är ännu tidigt på året och ytterligare nedjusteringar framstår som sannolika med tanke på den låga vaccin-nivån. I övrigt framstår europeisk makrodata som något bättre än väntat, exempelvis de viktiga tyska ZEW- och Ifo-indexen. Samma tudelade bild står USA för, där mycket har överraskat positivt, men där framför allt arbetsmarknaden tynger.

På mikronivå ledde de hyfsade boksluten för ett år sedan till i och för sig till höga förväntningar på vinsterna under 2020, men dessa kom snabbt på skam. Bolagen har dock varit hyggligt tidigt ute med neddragningar under förra årets senaste nio månaderna och boksluten i både Norden och USA har generellt överraskat positivt. En ovanligt stor andel bolag har kommit med bättre resultat än väntat, huvudsakligen till följd av mycket positiva marginalöverraskningar. Försäljningen har dock endast varit marginellt bättre än väntat. Visserligen förväntas ett uppdämt konsumtionsbehov när smittläget blir mer normaliserat, men i takt med att vaccinbesvikelserna staplas på varandra förefaller det att bli svagare. Vinstförväntningarna för innevarande år har därför ökat högst beskedligt; att rekordöverraskningar inte leder till större uppjusteringar måste sägas vara anmärkningsvärt.

Värderingarna var höga för ett år sedan, men nu har den slagit alla rekord. Enligt SME ligger den rullande





tolvmånadersprognosen för svenska börsen på P/E 30,6. Detta motsvarar en avkastning på 3,3 procent (1/30,6) och kan jämföras med den svenska tioårsräntan på 0,32 procent (från att ha varit negativ i stort sett i ett år). Skillnaden på 2,9 procentenheter är börsens riskpremi-um, alltså den överavkastning i jämförelse med en riskfri tillgång som aktiemarknaden kräver. Denna skillnad har sjunkit mycket kraftigt på senare tid. Efter millennieskiftet har riskpremien däremot legat på 4,0 procent i genomsnitt. Om denna siffra puttas in i ekvationen motiveras en värdering till P/E 22,5, det vill säga 26 procent ned. Genomsnittet för hela Stockholms-börsens historia ligger dock på 5,5 procentenheter, (vilket råkar vara nästan identiskt med New York-börsens ännu längre historia). Om denna riskpremie i stället används skall marknaden rasa med 46 procent. Den så kallade "Fed-modellen" förefaller kanske något "extrem", men ger förståelse för värderingsteori (och litet hum om den extrema värderingen i dagsläget). Lägg också märke till att detta gäller utan hänsyn till de mer eller mindre kraftiga nedjusteringar av vinstprognoserna är mer regel än undantag, för att inte tala om känsligheten för stigande räntor. I USA är visserligen värderingen marginellt lägre, men räntan högre, vilket ger ett liknande läge.

Aktiemarknadernas sentiment slutligen framstår som rekordpositivt, vilket det emellertid också gjorde innan raset började under februari 2020. Då som nu räcker superlativen inte till, men det finns siffror på att tillståndet är värre den här gången. Blankade volymer på S&P500 uppgår endast till 1,5 procent, vilket tangerar den tidigare bottenivån från tidigt år 2000. Enligt månatliga Global Fund Manager Survey är kassanivån hos globala förvaltare nere på 3,8 procent, den lägsta andelen sedan 2013. En rad andra sentimentindikatorer visar också rekordhöga värden.

Slutsatserna av ovanstående genomgång är att det fundamentala läget var ömtåligt i början av förra året. Parat med uppdrivna värderingar och ett extremt sentiment skapades perfekta förutsättningar för kursnedgångar (som sannolikt hade kommit i "mildare form" även utan pandemin). Nu är läget egentligen ännu värre. I brist på fundamental underbyggnad stavas kuren för aktiemarknaderna fortsatt konstlat låg ränta och ytterligare stora stimulanser. Vad gäller räntan kan vi konstatera att den är på väg upp, den amerikanska tioåringen har note-

rats till nästan 1,6 procent, att jämföra med 0,5 för ett halvår sedan (-0,5 procent i Sverige i mars). Vad gäller stimulanserna motsvarar de föreslagna 1 900 miljarderna USD nästan 10 procent av USA:s BNP och till och med vanligtvis "stimulansvänliga" namnkunniga demokratiska ekonomer har varnat för överhettning. Sveriges två största partier S och M har enats om att Riksbanken bidrar till att fördjupa klyftorna i samhället, (vilket dock inte hindrade vice riksbankschef Anna Breman att i förra veckan efterlysa ännu mer omfattande penningpolitik samt samordning med finanspolitiken). Partiernas recept för att minska klyftorna är olika, men de inkluderar inte mitt "självklara val", nämligen att Riksbanken slutar manipulera räntan.

Jag räknar således med börsnedgång och snarare för än senare. Någon större kursjustering har inte skett sedan återhämtningen började och historiskt är ju mars den "sämsta" av de "bra" månaderna (december-augusti). Kanske har en sådan redan börjat. Frågan är om det "bara" blir en rekyl, större eller mindre, eller om det är början på ett mer omfattande och långvarigt ras. Ännu så länge lutar jag åt det tidigare och trendföljare som jag är är jag angelägen om att inte dra ned exponeringen för tidigt, utan snarare hålla ögonen öppna för möjligheter att göra justeringar eller öka ytterligare. Det brukar heta att "det tar tid att döda en tjur", vilket är anledningen till min bedömning. Så länge flera marknader (exempelvis Sverige och USA) uppvisar högre och högre bottenar och toppar har jag svårt att föreställa mig stora nedgångar "som en blixtnedfall från klar himmel"; toppningsprocesser brukar vara långdragna. Marknader som går ned hastigt brukar även komma tillbaka fort, som under förra året och för all del 2011. Visar det sig vara fel kommer jag självklart att anpassa mig.

Peter Eklöf, Portföljförvaltare

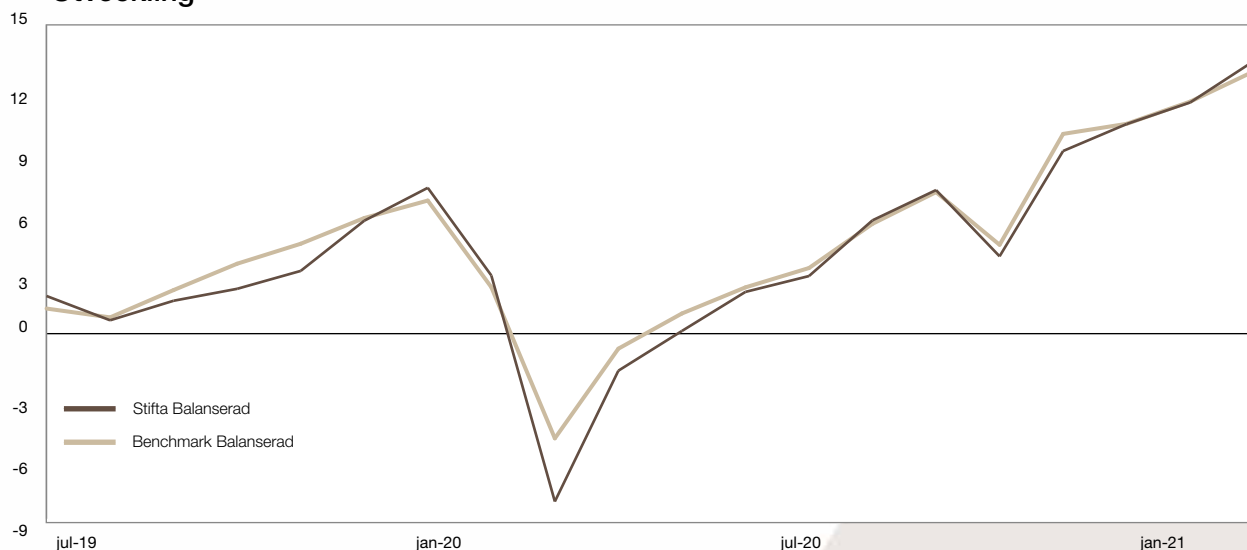
*Jämförelseindexen består av tre komponenter med olika vikter, beroende på portföljernas risk. Världsindex (MSCI ACWI Net Index USD i SEK), svenskt börsindex (SIX RX) och ett ränteindex (OMRX Total Bond Index). Vikterna är 10/10/80 för Trygg, 25/25/50 för Balanserad och 40/40/20 för Tillväxt.

Den information som återges i detta brev, inkluderat antaganden, uppfattningar, värderingar, rekommendationer etc. som anges häri är framtagen av Svensk Värdepappersservice och återger Svensk Värdepappersservices bedömning vid tidpunkten för publiceringen av detta brev. Vår bedömning kan således komma att förändras och detta mycket snabbt. Informationen i detta brev riktar sig endast till Svensk Värdepappersservices kunder. Informationen riktar sig inte till personer eller företag i USA eller i något annat land där offentliggörande av information av detta slag är förbjudet eller rätten därtill på annat sätt begränsad. Informationen i detta brev är baserad på källor som Svensk Värdepappersservice bedömer vara tillförlitliga. Svensk Värdepappersservice åtar sig dock inget ansvar för att informationen är riktig eller fullständig. Svensk Värdepappersservice, inkluderat dess styrelse, ledning och personal, fransäger sig allt ansvar för all skada, inkluderat direkt eller indirekt skada, som kan följa av användandet av informationen i detta brev. Informationen i detta brev tar inte heller hänsyn till just dina särskilda behov, ekonomiska förhållanden, målsättningar eller dylikt. Informationen utgör inte heller en rekommendation eller ett investeringsråd från Svensk Värdepappersservices sida. Du rekommenderas därför att alltid ta professionell rådgivning innan du fattar några investeringsbeslut. Varje sådant investeringsbeslut fattas självständigt av dig och på ditt eget ansvar. Svensk Värdepappersservice vill i detta sammanhang särskilt framhålla att alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med risk och en investering kan både öka och minska i värde eller bli helt värdelös. Historisk avkastning är aldrig en garanti för framtida avkastning. Spridning eller mångfaldigande av detta månadsbrev får inte ske utan Svensk Värdepappersservices medgivande. Det går naturligtvis bra att citera oss, men då skall källan anges. Ansvarig person för detta månadsbrev är Fredrik Wiberg, VD på Svensk Värdepappersservice.



Stifta Balanserad

Utveckling



Månadsavkastning

	Jan	Feb	Mars	April	Maj	Juni	Juli	Aug	Sept	Okt	Nov	Dec	Totalt
2019	-	-	-	-	-	-	1,83%	-1,16%	0,94%	0,57%	0,85%	2,37%	5,49%
2020	1,52%	-3,98%	-10,69%	6,93%	1,97%	1,90%	0,75%	2,64%	1,39%	-3,01%	4,93%	1,20%	4,46%
2021	0,95%	1,81%											2,78%

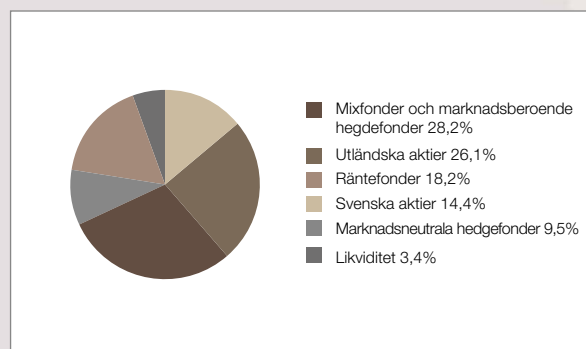
Portföljen har inte belastats med någon typ av avgifter eller skatter och visar inte heller de rabatter som återbetalas till kund. De enskilda portföljerna är dessutom individuellt förvaltade och avviker därför från de redovisade resultaten.

Fondfördelning

Svenska aktier	14,4%
Aktiespararna Direktavkastning	6,0%
Länsförsäkringar Sverige Indexnära	2,6%
SEB Sverigefond Småbolag	5,8%
Utländska aktier	26,1%
Lancelot Camelot	2,1%
Öhman global Hållbar	1,1%
SPP Aktiefond USA	3,2%
Tellus Investmentbolag	2,2%
BFG World Technology A2	2,7%
MS INVF Global Opportunity	3,6%
Carmingnac Investissement	3,1%
Naventi Offensiv Flex	2,4%
SEB Nordamerika Småbolag	2,5%
C WorldWide Asia	2,2%
SPP Aktiefond Japan	1,0%
Mixfonder och marknadsberoende hegdefonder	28,2%
Alcur	2,0%
Sensor Select	9,5%
Coeli Absolute European Equity	4,8%
Elementa	2,0%
Prior Nilsson Idea	7,9%
la d	2,0%
Marknadsneutrala hegdefonder	9,5%
Atlant Opportunity	3,0%
Hamiltonian GCO Sicav	3,5%
QQM M	3,0%

Räntefonder	18,2%
Cicero Nordic Corporate Bond	6,8%
Navensti Global Företagsobligationsfond	6,3%
Case Safe Play	5,1%
Likviditet	3,4%

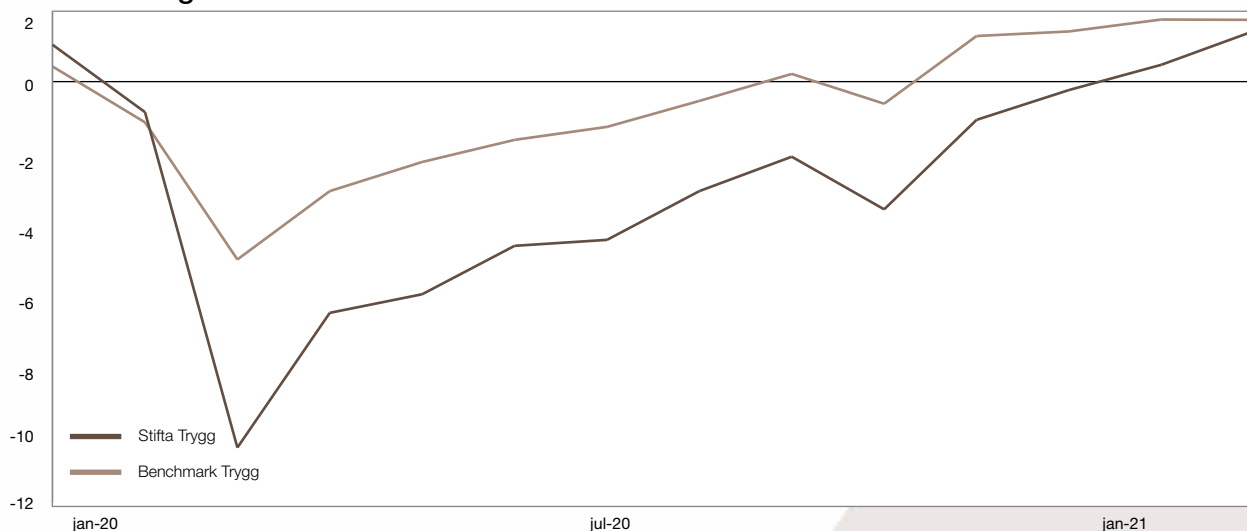
Tillgångsfördelning





Stifta Trygg

Utveckling



Månadsavkastning

	Jan	Feb	Mars	April	Maj	Juni	Juli	Aug	Sept	Okt	Nov	Dec	Totalt
2020	1,05%	-1,90%	-9,64%	4,29%	0,56%	1,47%	0,18%	1,46%	1,00%	-1,53%	2,64%	0,86%	-0,24%
2021	0,73%	0,96%											1,69%

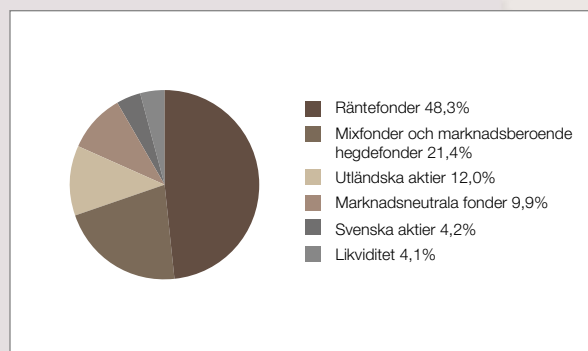
Portföljen har inte belastats med någon typ av avgifter eller skatter och visar inte heller de rabatter som återbetalas till kund. De enskilda portföljerna är dessutom individuellt förvaltade och avviker därför från de redovisade resultaten.

Fondfördelning

Svenska aktier	4,2%
Länsförsäkringar Sverige Indexnära	2,4%
SEB Sverigefond Småbolag	1,8%
Utländska aktier	12,0%
SPP Aktiefond USA	1,3%
BFG World Technology A2	1,6%
MS INVF Global Opportunity	2,2%
Carminnac Investissement	1,2%
SEB Nordamerika Småbolag	2,5%
C WorldWide Asia	2,2%
SPP Aktiefond Japan	1,0%
Mixfonder och marknadsberoende hegdefonder	21,4%
Alcur	2,1%
Sensor Select	4,7%
Coeli Absolute European Equity	3,9%
Elementa	3,1%
Prior Nilsson Idea	5,5%
la d	2,1%
Marknadsneutrala fonder	9,9%
Atlant Opportunity	2,5%
Hamiltonian GCO Sicav	3,9%
QQM M	3,5%

Räntefonder	48,3%
Cicero Nordic Corporate Bond	10,0%
IKC Avkastningsfond	8,3%
AMF Räntefond Lång	10,0%
Navensti Global Företagsobligationsfond	9,9%
Case Safe Play	10,1%
Likviditet	4,1%

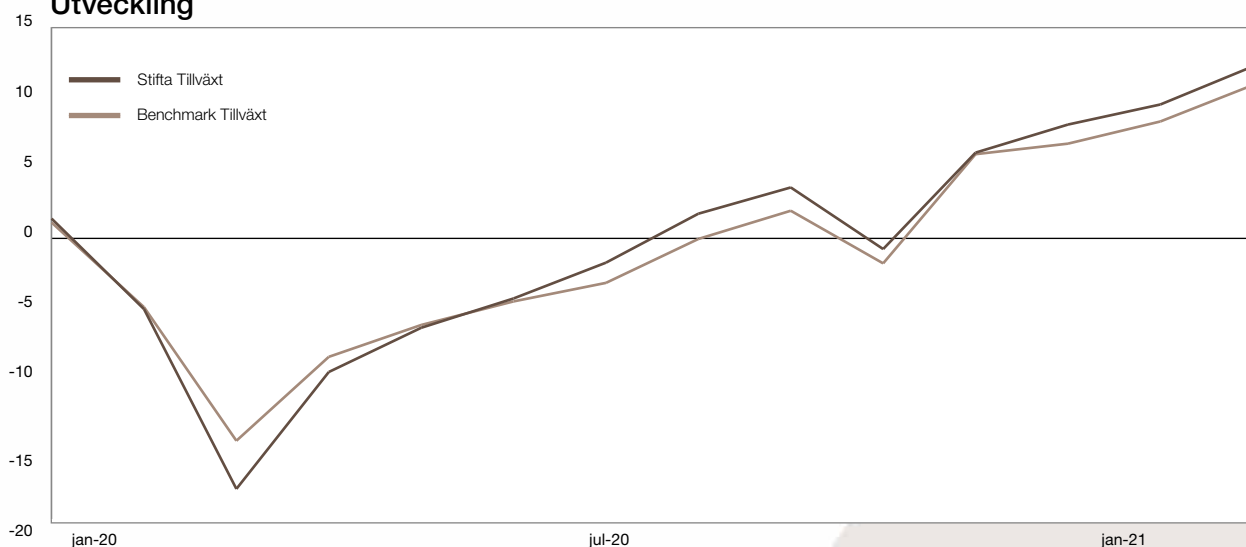
Tillgångsfördelning





Stifta Tillväxt

Utveckling



Månadsavkastning

	Jan	Feb	Mars	April	Maj	Juni	Juli	Aug	Sept	Okt	Nov	Dec	Totalt
2020	1,41%	-6,36%	-13,49%	10,13%	3,48%	2,23%	2,67%	3,55%	1,83%	-4,24%	6,93%	1,89%	8,12%
2021	1,32%	2,47%											3,82%

Portföljen har inte belastats med någon typ av avgifter eller skatter och visar inte heller de rabatter som återbetalas till kund. De enskilda portföljerna är dessutom individuellt förvaltade och avviker därför från de redovisade resultaten.

Fondfördelning

Svenska aktier	35,3%
Aktiespararna Direktavkastning	8,0%
Cliens Sverige Fokus	5,9%
Cliens Småbolag	6,5%
Cliens Sverige	5,9%
Länsförsäkringar Sverige Indexnära	5,4%
SEB Sverigefond Småbolag	3,6%

Utländska aktier	38,5%
Lancelot Camelot	3,4%
Öhman global Hållbar	3,2%
SPP Aktiefond USA	6,0%
Coeli Global Select R	4,2%
Tellus Investmentbolag	2,8%
MS INVF Global Opportunity	5,1%
BFG World Technology A2	3,5%
Carminac Investissement	1,1%
Naventi Offensiv Flex	1,1%
SEB Nordamerika Småbolag	3,4%
C WorldWide Asia	3,2%
SPP Aktiefond Japan	1,5%

Mix- och marknadsberoende fonder	15,4%
Alcur Select	1,6%
Sensor Select	4,1%
Coeli Absolute European Equity	7,2%
Prior Nilsson Idea	2,5%

Marknadsneutrala fonder	8,2%
Hamiltonian GCO Sicav	3,6%
QQM M	4,6%

Likviditet	2,3%
------------	------

Tillgångsfördelning

