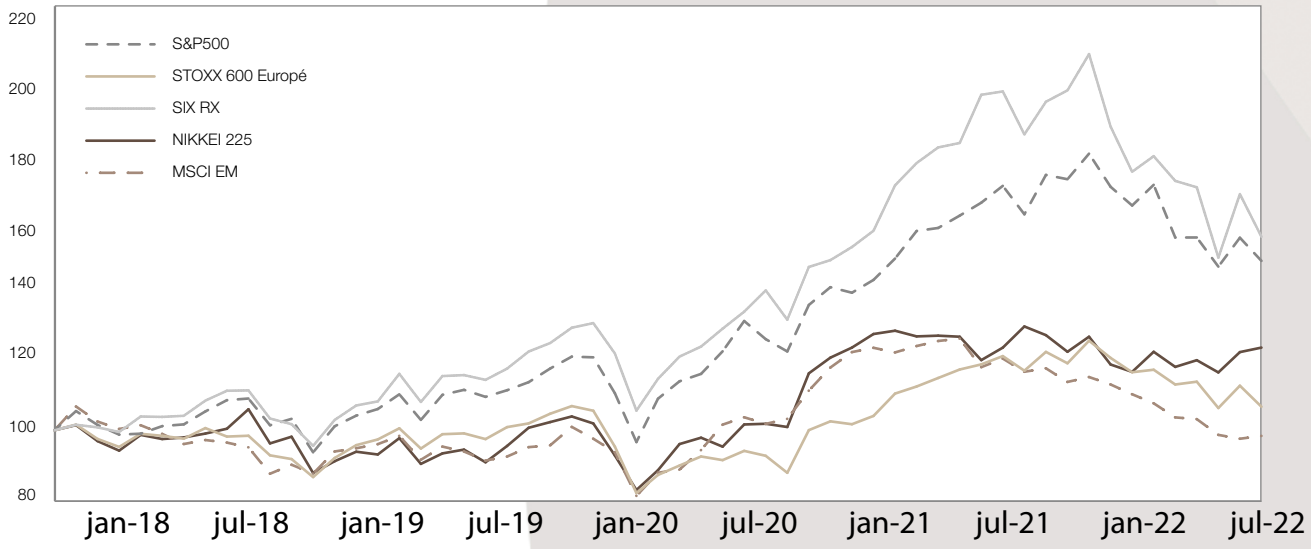
Förvaltarkommentar
SVP portföljförvaltning juli - augusti 2022

Även i år har aktiemarknadernas positiva säsongsmönster gjort sig gällande under sommaren, speciellt i juli. Stiftas diskretionära portföljer har utvecklats positivt, men till följd av sina försiktiga allokeringar något sämre än sina jämförelseindex. Trygg steg med 0,1 procent, Balanserad med 1,8 procent och Tillväxt med 3,6 procent. Efter åtta månader har Trygg sjunkit med 7,8 procent, Balanserad med 5,1 procent och Tillväxt med 15,6 procent, den sistnämnde sämre något sämre än jämförelseindexen*.*

Under perioden juli-augusti har globala aktiemarknader varit generellt starka, men skillnaderna har varit stor mellan de olika regionerna. Överlägset bäst har Nordamerika gått, före Japan och Emerging Markets. Europa har däremot sjunkit något i lokala valutor under perioden. Adderas den katastrofala utvecklingen för den svenska kronan, 4,5 procent mot dollarn, blir dessa trender ännu starkare, från Nordamerika med 9,5 procent ned till Europa med 2,8 procent (Sverige 4,0). Efter åtta månader ligger en index-placering i Nordamerika marginellt under nollstrecket, att jämföra med den svenska börsutvecklingen på -25 procent.

Allokeringsrörelser lyser med sin frånvaro under juli och augusti, men små kompletteringsköp har gjorts, nämligen räntefonden Carlsson Norén Macro i Trygg och energifonden Proxy P Energy Transition i Balanserad och Tillväxt. Dessutom har halva innehaven i Storebrand USA bytts ut med värde-intriktade Cicero-Optimum USA ESG i de två sistnämnda portföljerna. Inaktiviteten beror inte på att det har varit sommar, jag har alltid nära till en dator, semestertider eller inte, utan för att jag betraktar uppgången som ett utpräglat ”Bear Market Rally”. Kraften och längden gör uppgången ganska ”typisk” för sådana rekyler och den som fingranskar exempelvis Finanskrisen eller ännu hellre Milleniumkrisen finner åtskilliga liknande exempel. Självfallet kan jag inte vara säker på att det är en övergående rekyl, men de finns flera anledningar, både marknadstekniska och makroekonomiska, till min övertygelse. I min juni-kommentar skrev jag just om en sådan här situation och nämnde att jag skulle vilja se en ”fullständig kapitulation” med medföljande hög volatilitet för att överväga ökningar av aktiexponeringarna i portföljerna. Visserligen var nedgångarna relativt stora, men det var knappast någon ”kapitulation”. Redan den 13:e juni nådde VIX-index dessutom en topp på 34, vilket i och för sig är högt, men inte på något vis extremt, och efter det har värdena fallit. Vidare tenderar sommarmånaderna vara säsongsmässigt starka, framför allt juli, och därtill var sentimentet extremt nedpressat, vilket hjälper till att förklara styrkan i uppgången.

”Don’t fight the Fed”, lyder ett talesätt, som med några få ord fångar den amerikanska aktiemarknadens undergivenhet inför Federal Reserve. I boken ”The only game in town” från 2016 visade Mohamed El-Erian, med förflutet på bland annat IMF, Pimco och Allianz, hur Fed har blivit den överlägset viktigaste aktören för finansmarknaderna. Under sommaren har dock det unika inträffat att samma marknader inte bara har valt att bortse från Feds budskap, utan till och med övertygats om att centralbanken kommer att ändra uppfattning, trots upprepade förnekanden av ledamöterna. Under den sista veckan i juli höjdes styrräntan med 75 punkter, vilket var förväntat, men däremot tolkades Powells efterföljande tal en aning duvaktigt. Ett par dagar senare kom amerikansk inflationsdata, som efter 18 månaders ständiga besvikelser (och flera månaders påfallande dåliga globala makrosiffror), var marginellt bättre än väntat (0,2 procent). Börsuppgångarna, som hade börjat tidigare, fick förnyad kraft. Som nämndes ovan spelade det tydligen ingen roll att inte mindre än sju Fed-ledamöter försökte dämpa marknadsentusiasmen under den följande veckan. Sedan dess har visserligen makronyheterna inte varit fullt så entydigt negativa, men däremot har en strid ström av Fed-ledamöter uttalat sig dämpande, ”hökar”



såväl som ”duvor” om vartannat, och vissa flera gånger. Vid förra veckans konferens i Jackson Hole höll Powell ett kort tal om att inflationsbekämpningen har högsta prioritet, vilket knappast kunde missuppfattas av någon marknadsbedömare (och gjorde därtill åter en jämförelse med den legendariske Paul Volcker).

Amerikansk inflation kommer att toppa någon gång, eller också har den redan gjort det, åtminstone tillfälligt. Att nivån ligger skyhögt över de önskade 2 procenten innebär rimligtvis att någon snabb nedgång inte kan förväntas. Höga inflationstal på över 7 procent tenderar (enligt välrenommerade analysfirman Gavekal) att vara besvärlig att bli av med, särskilt sådan som kommer från löneökningar. Detta är en förklaring till varför Fed just nu betraktar den starka amerikanska arbetsmarknaden som ett problem, snarare än ett glädjeämne. Att i det här läget, likt aktiemarknaderna, hoppas på att Fed skall lyckas kväva inflationen mycket snabbare än väntat, framstår i mina ögon som helt verklighetsfrämmande, speciellt som ledamöterna explicit vänder sig emot synsättet. Nämnde El-Erian har klagat på Feds kommunikationsmissar det senaste året och kanske är förklaringen till den diametrala missuppfattningen att centralbanken fullständigt har lyckats urholka sin trovärdighet.

ECB å sin sida står inför en akut kris (till skillnad från Fed) genom den kommande vinterns energibrist. Utgångsläget med hög inflation är besvärlig i sig, men ovanpå denna skall läggas Sydeuropas strukturella underskott, som tvingar fram både åtstramningar OCH stimulanser samtidigt, vilket jag har skrivit om tidigare. Därtill kommer således galopperande energibrist, som förmodas lyfta inflationen till nya rekordnivåer. Länder med finansieringsbehov kan höja skatter, låna eller trycka pengar och som regel sker åtgärderna i denna ordning. USA är i den sista fasen och ägnar sig sedan några år åt så kallad ”monetär finansiering”. Även om dollarns status som reservvaluta tillförsäkrar USA en särställning, så ger andra nationers kontroll av sin egen valuta också möjligheter att trycka pengar (i och för sig oftast med vidhängande inflationsproblem). Denna möjlighet saknar dock ECB och det är bara EU-medlemmarnas goda vilja (läs: Tyskland) som backar upp euron. Sannolikt riskerar denna ”välvilja” att utsättas för påfrestningar under vintern (om inte förr).

Det är svårt att sätta fingret på när Kinas problem förvandlades från att vara ett mörkt moln vid horisonten till ett hot. Det rör sig om flera olika kriser, som alla kokar ned i kommunistregimens totalitära gryta. I förra årets oktober-kommentar gjorde jag mig lustig över Xi Jinpings då halvårsgamla ”Common Prosperity”, alltså ambitionen att stampa ut all form av kapitalism, där rädslan för invånarnas egna initiativ (och krav) vida översteg ekonomisk stagnation. Bland andra åtgärder ströps kreditgivningen till den gigantiska fastighetssektor, men denna kris, som startade med Evergrandes kollaps, har vuxit till att nu innefatta protestaktioner i åtskilliga städer. Den förlamande Covid-hanteringen, som regimen inte tycker sig kunna backa från, gör sig dessutom ständigt påmind. I bakgrunden svävar det katastrofala demografiska läget. Hur Kinas problem kommer att påverka Västvärldens finansmarknader är ännu svårt att säga, men sedan 1990-talet har billig arbetskraft och varor varit ett klart deflationistiskt inslag, som världen får lov att klara sig utan framöver.

Jackson Hole avlivade knappast idéerna om ”the Pivot”, som jag har skrivit om flera gånger tidigare, alltså att Fed skall börja stimulera igen för att inflatera ned den amerikanska statsskulden till mer ”hanterlig storlek”. USA skulle behöva låta realräntan förbli kraftig negativ under en längre period, vilket skulle gynna de flesta tillgångar, bland annat aktier. En sådan åtgärd skulle dock sannolikt leda fram till fullständig så kallad ”yield curve control”, vilket inte förefaller ligga i Fed-ledamöternas intressen (åtminstone inte inom den närmaste framtiden). Därför känner jag mig fortsatt lugn med portföljernas relativt stora undervikter av aktierisk. Det är mycket som kan bli väsentligt sämre, framför allt i Europa.

Peter Eklöf, Portföljförvaltare

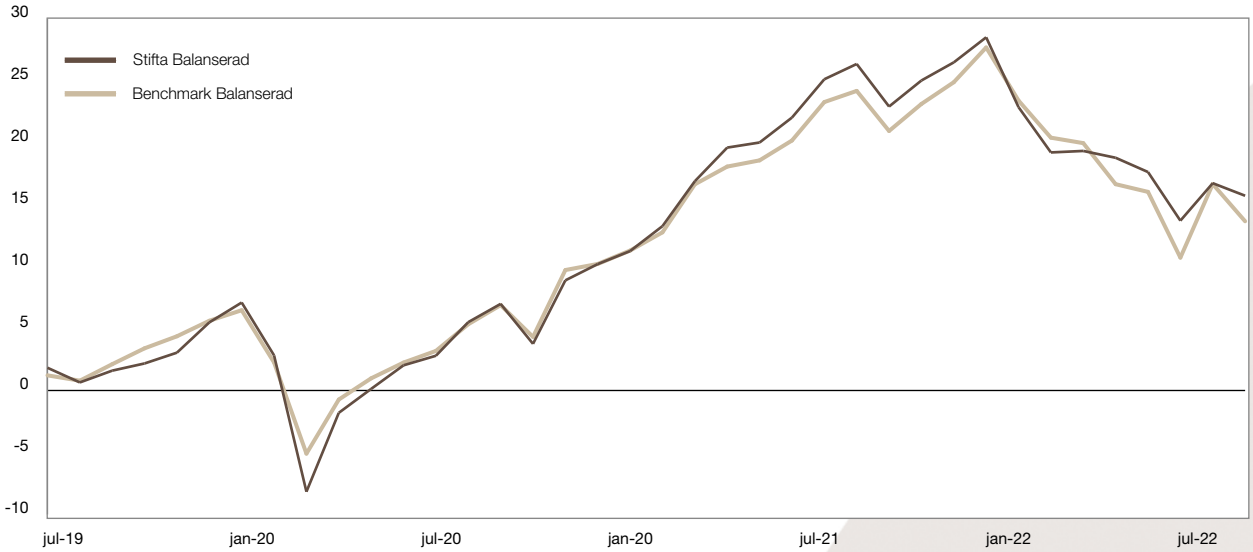
**Jämförelseindexen består av tre komponenter med olika vikter, beroende på portföljernas risk. Världsindex (MSCI ACWI Net Index USD i SEK), svenskt börsindex (SIX RX) och ett räntein-dex (OMRX Total Bond Index). Vikterna är 10/10/80 för Trygg, 25/25/50 för Balanserad och 40/40/20 för Tillväxt*

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, frånsäger 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.

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%	3,20%	2,32%	0,34%	1,68%	2,53%	0,98%	-2,72%	1,71%	1,17%	1,60%	**16,59%**
2022	-4,38%	-2,97%	0,10%	-0,46%	-0,97%	-3,33%	2,66%	-0,87%					**-9,94%**

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	**9,8%**
Aktiespararna Direktavkastning	6,4%
Länsförsäkringar Sverige Indexnära	2,9%
Odin Small Cap A	0,5%

Utländska aktier	**16,2%**
Lancelot Camelot	1,5%
Öhman global Hållbar	1,0%
Coeli Global Select R	3,0%
Tellus Investmentbolag	3,2%
MS INVF Global Opportunity	0,7%
Storebrand Global Value	4,5%
SPP Aktiefond USA	1,2%
Cicero-Optimum US ESG A	1,1%

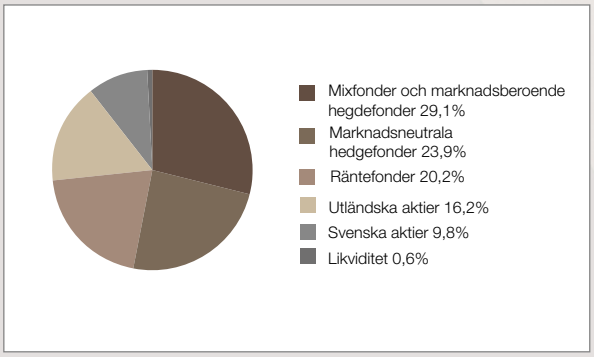
Mixfonder och marknadsberoende hegdefonder	**29,1%**
Alcur	2,6%
Sensor Select	5,9%
Coeli Absolute European Equity	0,9%
Elementa	1,6%
Prior Nilsson Idea	6,0%
Nordea Alpha 10	1,7%
European Alliance RPM Evolving CTA ER	9,4%
Proxy P Energy Transition	1,0%

Marknadsneutrala hedgefonder	**23,9%**
Atlant Opportunity	12,8%
QQM M	11,1%

Räntefonder	**20,2%**
Excalibur	12,9%
SEB Korträntefond C USD	7,3%

Likviditet	**0,6%**

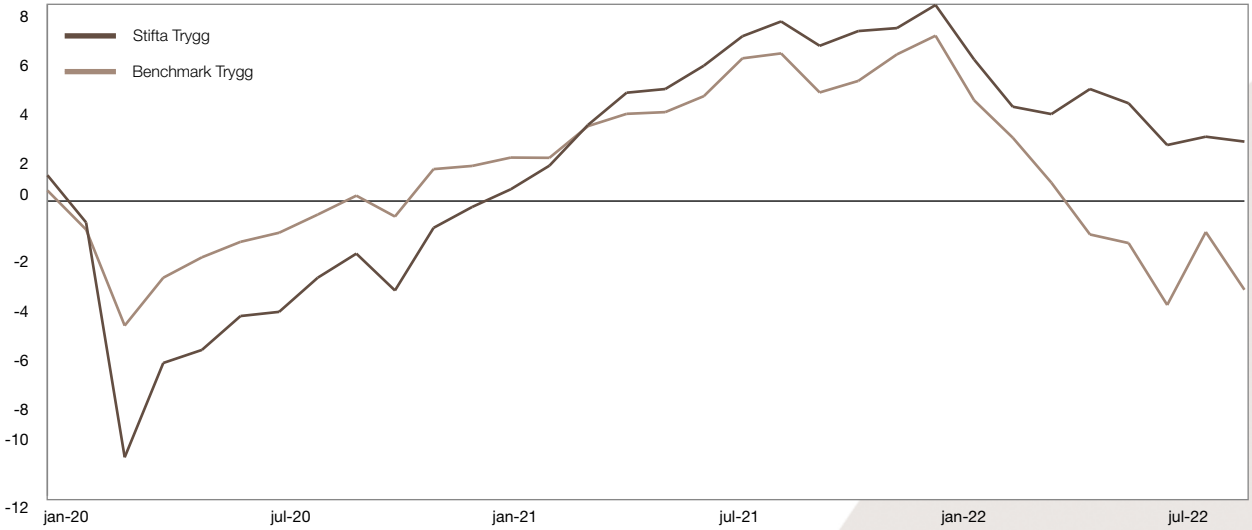
Tillgångsfördelning



Svensk Värdepappersservice

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%	1,63%	1,27%	0,14%	0,91%	1,14%	0,57%	-0,92%	0,56%	0,12%	0,87%	**8,24%**
2022	-2,06%	-1,81%	-0,29%	0,98%	-0,55%	-1,64%	0,34%	-0,19%					**-5,14%**

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	**1,9%**
Aktiespararna Direktavkastning	1,3%
Länsförsäkringar Sverige Indexnära	0,6%

Utländska aktier	**3,5%**
Coeli Global Select R	0,6%
Öhman global Hållbar	0,5%
MS INVF Global Opportunity	0,5%
Odin Global C	1,0%
SPP Aktiefond USA	0,9%

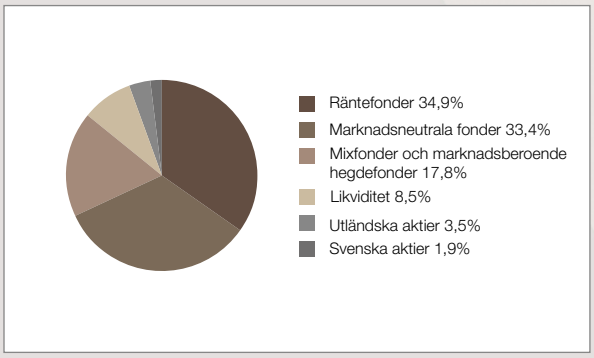
Mixfonder och marknadsberoende hegdefonder	**17,8%**
Alcur	2,8%
Sensor Select	1,2%
Coeli Absolute European Equity	0,7%
Elementa	2,9%
Prior Nilsson Idea	1,6%
Nordea Alpha 10	1,8%
European Alliance RPM Evolving CTA ER	6,8%

Marknadsneutrala fonder	**33,4%**
Atlant Opportunity	17,3%
QQM M	16,1%

Räntefonder	**34,9%**
Carlsson Norén Macro Fund	4,0%
IKC Avkastningsfond	5,5%
Excalibur	18,0%
SEB Korträntefond C USD	7,4%

Likviditet	**8,5%**

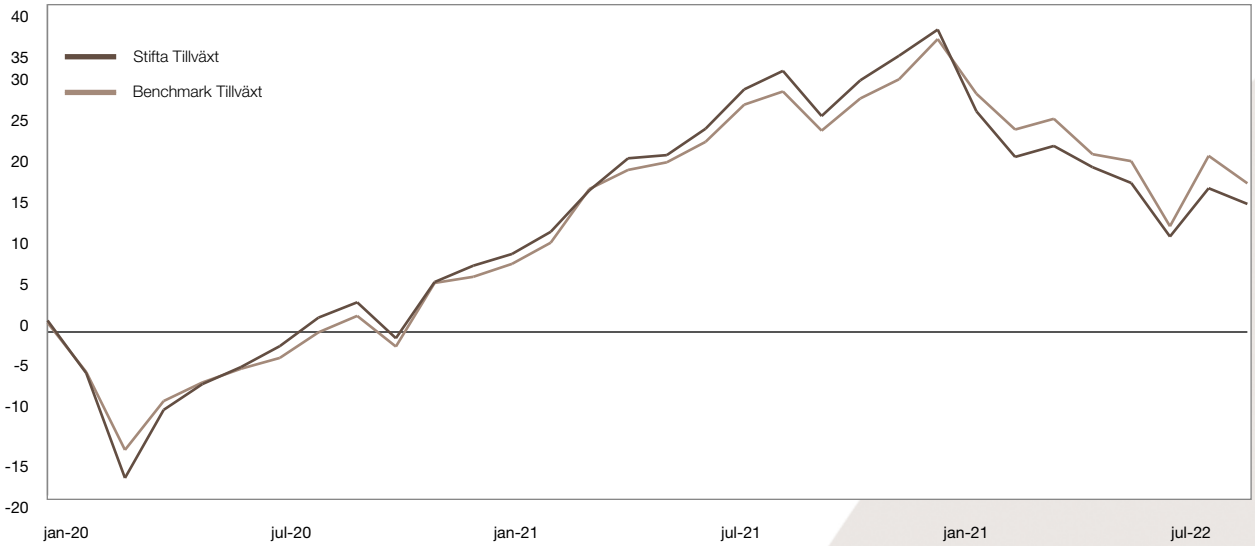
Tillgångsfördelning



Svensk Värdepappersservice

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%	4,52%	3,34%	0,34%	2,65%	3,86%	1,74%	-4,18%	3,45%	2,30%	2,39%	**26,70%**
2022	-7,30%	-4,39%	1,11%	-2,12%	-1,61%	-5,54%	5,29%	-1,64%					**-15,57%**

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

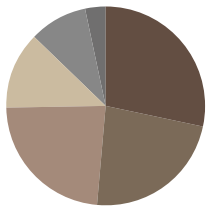
Svenska aktier	**23,1%**
Aktiespararna Direktavkastning	9,2%
Cliens Småbolag	0,5%
Cliens Sverige	5,2%
Länsförsäkringar Sverige Indexnära	7,6%
Odin Small Cap A	0,6%

Utländska aktier	**28,6%**
Lancelot Camelot	2,9%
Öhman global Hållbar	2,1%
Coeli Global Select R	4,3%
Tellus Investmentbolag	4,5%
MS INVF Global Opportunity	0,8%
Storebrand Global Value	4,2%
SPP Aktiefond USA	4,9%
Cicero-Optimum US ESG A	4,2%
SEB Nordamerika Småbolag	0,7%

Mix- och marknadsberoende fonder	**23,2%**
Alcur Select	1,9%
Sensor Select	2,4%
Coeli Absolute European Equity	3,1%
Prior Nilsson Idea	1,8%
European Alliance RPM Evolving CTA ER	10,9%
Proxy P Energy Transition	3,1%

Marknadsneutrala fonder	**12,7%**
Atlant Opportunity	7,4%
QQM M	5,3%

Räntefonder	**9,4%**
Excalibur	4,9%
SEB Korträntefond C USD	4,5%

Likviditet	**3,2%**

Tillgångsfördelning