

A photograph of a computer workstation. A large monitor in the foreground shows a complex financial dashboard with multiple panels: a line chart with a green curve, a bar chart, and several tables of data. The monitor is a Dell. In front of the monitor is a black keyboard with some colored function keys. The background is slightly blurred, showing another monitor and some desk clutter.

Kapitalförvaltningens kvartalsrapport Q4 2016



KAMMARKOLLEGIET

Innehåll

Förord	3
Ekonomiska utsikter Q4 2016	4
Räntekonsortiet	12
Företagsobligationskonsortiet	14
Aktiekonsortiet Spiran	16
Aktiekonsortiet Sverige	18
Aktieindexkonsortiet Sverige	20
Aktieindexkonsortiet utland	22
Stiftelsekonsortiet GIVA	24
Definitioner	26

Januari 2017

Till andelsägarna i Kammarkollegiets konsortier

Osäkra förutsättningar inför 2017

Inför föregående år skrev vi att 2016 troligen blir ett år med både ”hopp och förtvivlan”, vilket har besannats i allra högsta grad. Även om de finansiella marknaderna har levererat god avkastning under året kännetecknas det även periodvis av stora svängningar. I synnerhet har Brexit och Trumps seger i presidentvalet, trots felseklagna opinionsundersökningar, samt oro för europeiska banksektorn påverkat finansmarknaderna. Vi kan även konstatera att penningpolitiken, globalt sett, nått vägs ände.

En intressant fråga blir därför om dels en mer stimulerande finanspolitik kan ge bränsle till världsekonomin, dels om en sådan är möjlig med tanke på att de flesta länder är högt skuldsatta. Den kommande regeringen Trump har till exempel aviserat infrastruktursatsningar, men det kan ta flera år innan de startar och ger förmodligen inte någon positiv tillväxteffekt redan 2018, vilket däremot varskodda skattesänkningar får. Detta kan medföra löneledd inflation som får FED att höja styrräntan snabbare. Det blir inte mindre komplicerat av att Trump har indikerat begränsningar i frihandeln och därigenom försämrade förutsättningar för globalisering och ekonomisk tillväxt. Till det ska läggas att internationella samarbeten blir osäkrare (NATO, EU), vilket i sig utgör en ökad politisk osäkerhet som finansmarknader sällan uppskattar. Slutsatsen blir att risken ökar för lägre global tillväxt som särskilt drabbar emerging markets och små öppna ekonomier som den svenska. Med höga och i många fall mycket höga värderingar på de flesta tillgångsslag samt osäkra konjunktur- och politiska utsikter talar det mesta för en mycket osäker och volatil framtid.

Vår syn är att världen är inne i en fas där den ekonomiska tillväxten kommer att vara lägre än tidigare, vilket inte minst gäller för Europa och andra länder med demografiska problem (åldrande befolkning) och/eller länder som fortfarande håller på att återhämta sig från finanskrisen för åtta år sedan.

Den extremt lätta penningpolitiken och allt lägre marknadsräntor, har medfört att finansiella priser stigit markant och man kan säga att vi har lånat av framtida avkastning. Som vi skriver längre fram i den här kvartalsrapporten är det vår bedömning att de närmaste åren kommer att bli ”fattigare”, där till exempel den årliga avkastningen på aktier kan genomsnittligt ligga på kanske 4-5 procent de närmaste åren. Läs gärna vidare om våra förväntningar för olika marknader i denna marknadskommentar.

För många av våra kunder är den allt lägre direktavkastningen ett problem eftersom de inte tillåts ta medel från kapitalet för att finansiera löpande verksamhet. Tyvärr finns det aldrig några genvägar för att lösa detta problem. I våra ansträngningar att skapa efterfrågade tjänster kan dock Stiftelsekonsortiet GIVA vara behjälplig i detta sammanhang.

Jag vill även passa på att nämna våra fina förvaltningsresultat i samtliga konsortier. Läs gärna mer om detta längre fram i skriften.

Med hopp om ett bra 2017!

Leif Hässel



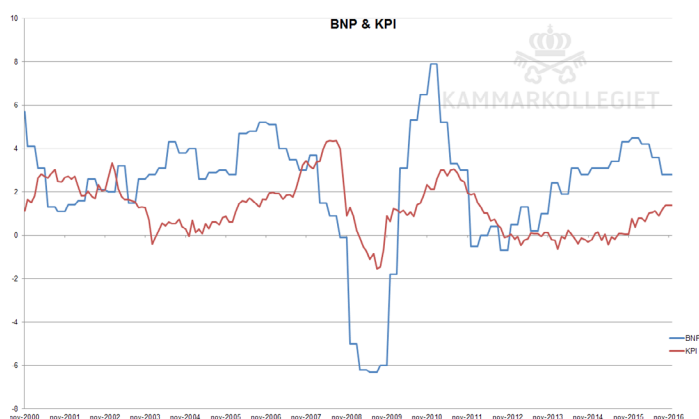
Ekonomiska utsikter

Finanspolitiken i förarsätet? Penningpolitiken har nått vägs ände

Av allt att döma befinner sig Sverige i ett fortsatt gott konjunkturläge. Tillväxttakten i svensk ekonomi för 2016 väntas bli strax över 3 procent vilket är lägre än förra året men fortfarande en klart högre takt än omvärlden och också en förhållandevis hög takt historiskt sett. Arbetslösheten har under året fortsatt att falla något från strax över 7 procent till 6,8 procent.

Under 2016 har inflationen stigit från 0 procent vid årsskiftet till 1,4 procent i slutet av året. Ökningen var dock lägre än väntat vilket ledde till att Riksbanken i februari sänkte styrräntan till -0,50 procent samt att banken i april utökade tillgångsköpen med ytterligare 45 miljarder kronor. Detta betyder att Riksbanken vid utgången av 2016 har köpt obligationer till ett nominellt värde på 245 miljarder kronor vilket motsvarar ungefär 20 procent av den totala mängden utestående statsobligationer.

Figur 1. Utvecklingen av tillväxt och inflation i Sverige sedan millenieskiftet



Även om inflationen nu har rört sig i riktning mot målet på två procent så har det enligt Riksbanken gått alldeles för långsamt. Banken har därför fortsatt att sända signaler om en allt mer utdragen period med låg styrränta. Riksbankens egna prognoser spår nu oföränd-

rad reporänta på -0,50 procent fram till det första kvartalet 2018. Veckan innan jul beslutade Riksbanken dessutom att fortsätta tillgångsköpsprogrammet under första halvåret 2017 med köp av statsobligationer för ytterligare 30 miljarder kronor. Med oförändrad penningpolitik har korta marknadsräntor cementerats på låga nivåer. Räntan på statsobligationer är idag negativ ut till 7-åriga löptider medan räntan på bostadsobligationer är negativa ut till 4 år.

Riksbankens expansiva politik har lett till en försvagning av kronan. Innan årsskiftet kostade en euro lite mer än 9,5 kronor medan en amerikansk dollar kostade 9,2 kronor. Försvagningen beror på sjunkande reala räntor. Under våren sänkte Riksbanken reporäntan och under hösten har inflationen börjat röra sig uppåt. Efter ett par år med i stort sett stillastående priser är inflationstakten nu 1,4 procent. Högre inflation leder till lägre real ränta vilket innebär att penningpolitiken blir mer expansiv även utan ytterligare räntesänkningar. Detta tror vi är en viktig anledning till att kronan försvagats.

Tudelad arbetsmarknad

Arbetslösheten föll något under 2016 från 7 till 6,8 procent i november 2016. Siffrorna döljer dock en kraftigt segregerad arbetsmarknad. För den inrikes födda befolkningen är sysselsättningsgraden mer än 15 procentenheter högre än för de som är utrikesfödda vilket är den största skillnaden bland samtliga länder i Europa. Den stora skillnaden förklaras framför allt av att Sverige har en hög andel av de inrikes födda i arbete snarare än att det är få utrikesfödda som har arbete.

Den stora skillnaden i sysselsättningsgrad talar för att vi kommer få se allt större matchningsproblem framöver, givet det stora antalet människor Sverige har tagit emot de senaste åren. Även om ekonomin utvecklas väl kommer det troligtvis inte leda till samma förbättring på arbetsmarknaden, vilket i sin tur talar för ett lägre inflationstryck än vad som annars varit fallet.

Förväntningar på expansiv finanspolitik

Under 2016 såg vi två viktiga politiska händelser där utfallet överraskade politiska och ekonomiska bedömare. I juni röstade britterna för ett utträde ur den Europeiska unionen trots att i princip alla opinionsundersökningar visade att sannolikheten för ett nej var låg och i november överraskade presidentkandidaten Donald Trump genom att tvärt emot förväntan segra i det amerikanska presidentvalet.

Bägge valen kan sägas symbolisera ett klart avståndstagande till den dittills förda politiken. Väljare markerar mot globalisering och internationalisering till förmån för en mer nationalistisk och protektionistisk politik.

Vi har fått se inflationsförväntningar stiga i både England och USA efter de bägge valen. En försiktig finanspolitisk hållning har ersatts av något som av marknadsaktörer tolkas som en mer inflationistisk och expansiv politik. Värt att hålla i minnet är dock att det som förenar ovanstående händelser är att de faktiskt ännu inte har inträffat. Donald Trump svär presidenteden först den 20 januari och Storbritannien har än så länge inte lämnat in sin formella utträdesansökan enligt EU:s artikel 50. Allt handlar med andra ord om förväntningar och om den nya politiken faktiskt blir infalationsdrivande återstår att se.

Finanspolitiken i förarsätet?

Parallellt med de förvånande valutgångarna har det under året förts en internationell debatt kring penningpolitik och dess effektivitet eller snarare dess brist på detsamma. Allt fler röster har höjts som kritiserar den förda penningpolitiken. Kritiker pekar på dess begränsade möjligheter att stimulera ekonomin och de potentiellt snedvridande effekter som negativa räntor kan tänkas ha.

Den amerikanska centralbanken (FED) har under december höjt räntan med 0,25 procent till intervallet 0,50-0,75 procent och den europeiska centralbanken (ECB) har signalerat att man från och med april 2017 kommer dra ner tillgångsköpen från 80 till 60 miljarder euro per månad. Även i Sverige ser vi en nedtrappning från de 45 miljarder kr som Riksbanken har köpt för under andra halvåret. Riksbanksdirektionen var dessutom splittrad i beslutet

och hälften av medlemmarna reserverade sig och ville köpa mindre eller avsluta köpen helt.

I kombination med detta kommer signaler om utlovade finanspolitiska satsningar i USA. Det gör att en bild framträder där finanspolitiken hamnar i förarsätet och penningpolitiken långsamt normaliseras. Så länge vi inte får se negativa reaktioner på finansmarknaderna och makrobilden inte försvagas märkbart, finns det goda förutsättningar för att denna trend kommer att präglade 2017.

Att i det här sammanhanget tro på kraftiga ränteuppgångar är nödvändigtvis inte rätt slutsats. Inflationen är visserligen stigande men ligger fortsatt lågt ur ett historiskt perspektiv och lägre än centralbankernas mål. Dessutom är den svenska räntekurvan redan i dag relativt brant och i den miljön ser vi ett begränsat utrymme för kraftiga ränteuppgångar.

Fortsätter inflationen att stiga?

Finns det då ingenting som talar för att inflationen fortsätter uppåt? Stigande oljepriser och en svag krona är faktorer som med stor sannolikhet gör att vi åtminstone tillfälligt kommer att få se en högre inflationstakt under inledningen av 2017.

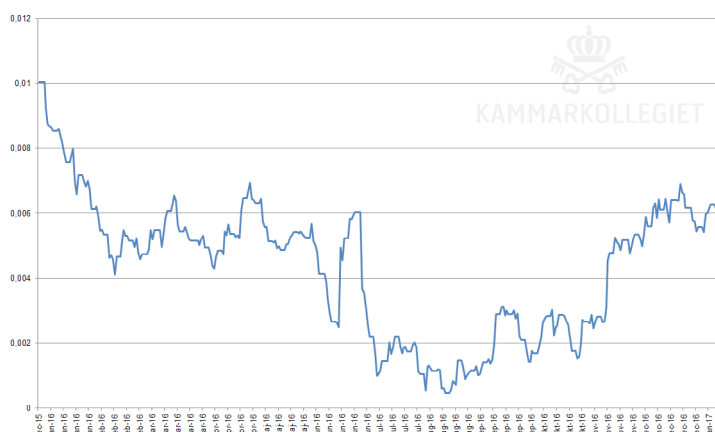
De faktorer som hållit tillbaka inflationen under lång tid finns i stor utsträckning kvar:

- Den demografiska situationen gör att vi även under de närmsta åren kommer att ha ett högt sparande. Samtidigt går den stora efterkrigs-generationen nu mot pensionen vilket gör att ett stort positivt sparande snart kommer börja reverseras.
- Den teknologiska utvecklingen fortsätter vilket gör det möjligt för konsumenter att jämföra och hitta det lägsta priset. I allt högre utsträckning sker nu handeln på nätet snarare än i fysiska butiker. Näthandeln gick om butikshandeln för första gången julen 2016.
- Globaliseringen däremot tycks ha stannat av. Vi kan se tillväxten i världshandeln som ett mått på globalisering och under flera år har den inte drivit den globala tillväxten.

Ränteutveckling 2016. Utsikter för 2017

Året börjar med räntor som är lägre än vad de var för ett år sedan men samtidigt högre än vad de var som allra lägst strax efter sommaren. Ränteuppgången under hösten har varit driven framför allt av stigande inflation, både faktisk men även förväntad framtida inflation. FED har höjt räntan ytterligare en gång och denna gång utan några negativa marknadsreaktioner. Det tycks som om manegen är krattad för ytterligare höjningar under 2017. I Sverige och Europa har penningpolitiken blivit mer expansiv vilket framför allt har lett till svagare valutor.

Figur 2. Utvecklingen av räntan på en 10-årig svensk statsobligation under 2016



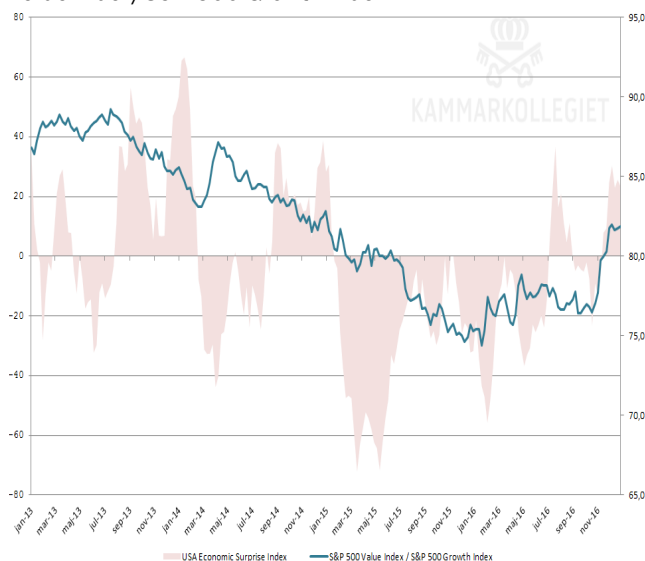
Vi anser att ränteuppgången under hösten är motiverad även utan en förbättrad syn på konjunkturen. Terminspremierna var alldeles för negativa efter sommaren och ränteuppgången kan ses som en normalisering av dessa. Detta gör att vi i ett gynnsamt konjunktorellt läge även framöver har en försiktigt positiv syn på ränteutvecklingen. Denna syn förutsätter dock att inflationsuppgången håller i sig och att vi inte ser några nya bakslag samt att Riksbanken (och ECB) närmar sig slutet på den förda penningpolitiken, något vi ser som sannolikt men inte självklart. Vår förvaltningsstrategi kommer även framöver ha en försiktig hållning till duration och i stället fokusera på de segment som erbjuder bäst relativ avkastning samt att upprätthålla en position i högkvalitativa kreditpremier.

/ Lars Andréén, ränteförvaltare

Börsåret 2016

2016 blev ett utmanade år förvaltningsmässigt. Vid en hastig överblick blev avkastningen historiskt god, med normala börssvängningar mätt som volatilitet. Men det fanns mycket att hantera: kraftigt ändrad konjunkturbild under året, stora ränterörelser, betydande geopolitisk oro, två synnerligen viktiga val med överraskande utfall och en tydlig förändring (Style shift) av ledande aktier under sommaren. De senaste årens kursvinnare, som har haft kvalitativa och defensiva egenskaper, tappade mark till mer konjunkturkänsliga företag. Korrelationen minskade från höga nivåer och branschval blev återigen viktigare. Europeiska banker hade till exempel ett minst sagt turbulent år. Hela 77 procent av Europas förvaltare bedöms ha underträffat sina jämförelseindex och ännu fler sina mål.

Figur 3. USA Economic Surprise Index och S&P 500 Value Index/S&P 500 Growth Index



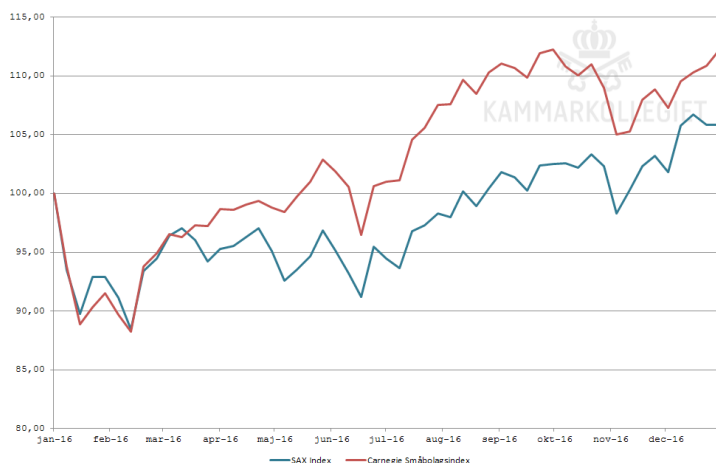
Den svenska börsen bedömdes både av inhemska och internationella förvaltare vara något av en säker hamn, främst på grund av en jämförelsevis stark och stabil ekonomi. Detta medförde att svenska småbolag utvecklades väsentligt bättre än de större exportbolagen. Då tillväxten i världen var på låga nivåer blev "förvärvat tillväxt" årets tema, åtminstone under första halvåret. Detta bidrog också till kursframgångar för de mindre börsbolagen. Vi fick en fortsatt stark ström av börsintroduk-

tioner och utförsäljningar från riskkapitalbolag, medan företagsuppköpen blev färre än förväntat. Det relativt kraftiga räntefallet under våren gjorde svenska fastighetsbolag överlag till börsvinnare.

Om börsåret på Kapitalförvaltningen

Vi hade två övergripande utmaningar under 2016, dels att gå från en mycket väldiversifierad aktieportfölj med mycket låg aktiv risk till en mer koncentrerad med tydligare profil, dels de som marknaden erbjöd oss. Då vår portfölj har alla börsbolag i sitt jämförelseindex (med undantag av de som är avskilda av etiska skäl), till skillnad från merparten av våra konkurrenter som vanligtvis utvärderas efter de 50-90 största börsbolagen, så var småbolagsrallyt under våren förmodligen vår tuffaste utmaning. Många av de mindre företagen fick i våra ögon snabbt en relativt hög värdering. Det här gällde även fastighetsbolagen. Även om det successivt blev bättre under året medförde den lägre exponeringen till små- och fastighetsbolagen ett klart negativ bidrag till årets avkastning.

Figur 4. SAX-index och Carnegies småbolagsindex



Att koncentrera portföljen till en mer aktiv portfölj gick över förväntan, men det medförde klart högre transaktionskostnader än vad vi förutser för kommande år – också ett negativt bidrag kortsiktigt. I princip alla innehav i portföljen har nu en aktiv risk, en avvikelse mot index. I några storbolag, H&M, Ericson och Telia, gick vi kortsiktigt fel av skilda orsaker. Detta bidrog också negativt. Vi har valt

att främst fördela våra riskmandat på bolagsval, varför den aktiva sektorexponeringen är relativt låg, vanligtvis ett par procent. Vi gick dock under första halvåret från undervikt i banker, som står inför komplexa problemställningar, till en övervikt på grund av för låg värdering. Detta bidrog positivt till årets avkastning. Vår normala utmaning gick bra, att välja ut de 3-4 bästa bolagen inom varje sektor. I vissa fall rent av mycket bra, till exempel inom industribolagen. Här finns med marginal majoriteten av årets värdeskapande.

Vi överträffade våra jämförelseindex och nådde våra mål. Många av våra innehav bidrog till överavkastningen, klart fler än normalt. Vilket också är vår ambition. Vi vill inte att årets avkastning ska bero på vårt konjunkturscenario eller på hur vi förväntar oss att börsutvecklingen blir. Vi vill ha många oberoende "bets". Till syvende och sist vill vi att avkastningen ska bero på våra portföljinhavets räntabilitet/värdeskapande och värdering, på lång sikt. Det var vår strategi under 2016 och kommer att vara så framöver.

År 2017 - händelserikt och volatilt?

Det finns mycket som oroar – förväntningarna, värderingen, skuldbubblan – men också en del som lockar. Vi tror att det kommer att bli relativt stora kurssvängningar och stora skillnader i avkastning mellan enskilda aktier – kort sagt, ett år för aktiva förvaltare.

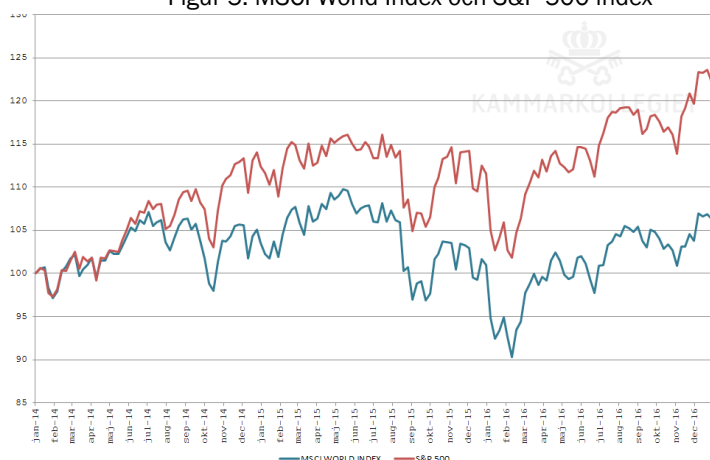
Det konjunkturscenario vi målar upp är till stora delar gemensamt med konsensus. Förväntningarna på Trumps finanspolitik är höga och det syns redan i vinstprognoserna för år 2017. För europeiska aktier räknar marknaden med vinstökningar om cirka 14 procent, vilket faktiskt är ett par procentenheter högre än för amerikanska aktier. Detta är sannolikt berättigat, dels för att Europa har en högre andel konjunktürkänsliga företag, dels för att lönsamheten generellt är klart lägre än i amerikanska företag. Vinstförväntningarna är också klart högre för de typiskt konjunktürkänsliga branscherna. Oavsett om förväntningarna realiseras eller inte, så är inspelet på en aktivare finanspolitik en avgörande ny fundamental hörnsten för börserna under kommande år.

Vi försöker förstå börsen i fyra dimensioner:

Sentimentet, som är ordentligt optimistiskt, vilket är en stor förändring. I början på hösten var andelen börsspeksimister ovanligt hög beroende på ogynnsam värdering och svag tillväxt. Kassa-andelen var också hög. Nu har pendeln svängt helt. Vi ser sentimentet som en negativ faktor för börsen – det är en kontraindikator för oss.

Trenden, som skiljer sig åt emellan olika aktiemarknader. Den anses vara stigande. Men egentligen är det främst de amerikanska börserna som är i en stigande fas. De europeiska börserna och den svenska är snarare i en "trading range". Shanghaibörsen är fjärran från "all-time-high" för ett par år sedan. Trenden ser vi som ett uttryck för kortsiktigt utbud och efterfrågan och den brukar hålla i sig relativt länge. Vi bedömer trenden som neutral till svagt positiv.

Figur 5. MSCI World Index och S&P 500-index



Likviditeten är en faktor som drivit börserna under senare år trots upprepade konjunkturbesvikelser. Tina ("There is no alternative") var årets modeord för aktiemarknadens förespråkare. Den är fortsatt stödjande, men tappar sannolikt något i betydelse framöver. Vi bedömer att det nu krävs tydliga vinstförbättringar för ytterligare börsuppgång. Möjligen kan värdefallet på obligationer som uppstår vid stigande räntor medföra ytterligare omallokering till aktier.

Värderingen är hög. Den är tveklöst hög globalt jämfört med stabila mått såsom

försäljning, investerat kapital, återanskaffningskostnad med mera. Den förefaller vara något hög relativt nuvarande vinster, men är klart hög relativt normaliserade vinster, till exempel CAPE (Cyclically adjusted PE ratio). Värderingen har blivit generellt hög av tre skäl: ovanligt höga vinstmarginaler, för låga avkastningskrav på grund av dopade räntor och alltför optimistiska tillväxtprognoser. Värderingen är dock inte homogen. Värderingen av amerikanska företag är cirka 35 procent högre än för europeiska. Vi anser att värderingen inte heller är homogen mellan skilda företag på stockholmsbörsen. Under 2016 var till exempel småbolag generellt högt värderade relativt större bolag i ett historiskt perspektiv. Värdering är ingen timing-faktor och många har nog på senare år tonat ned dess betydelse till fördel för andra prioriteringar (såsom vinsttillväxt eller låg volatilitet). Detta bygger vi delvis på att den allmänna uppfattningen numera är att värderingen är hög. För oss är värdering den enskilt viktigaste faktorn, den är generellt negativ och för oss manar det till försiktighet. Riskerna är många. Förutom de geopolitiska så följer vi särskilt dessa tre: den mycket höga värderingen av New York-börsen, Europas svaga finansiella system och den ökade globala skuldsättningen, inte minst i Kina. Det sistnämnda känns som en obehaglig svart låda av osäkerhet.

Över medellång tid, 5 till 10 år, så tror vi att aktiernas direktavkastning kommer att vara den klart övervägande delen av den totalavkastning som aktier genererar. En mer pessimistisk syn än konsensus. För 2017 kanske också då med högre volatilitet.

Det blir ett händelserikt aktieår

Vi tror att konjunktur känsliga bolag, med klart lägre värdering än för defensiva företag, kommer att fortsätta få en god relativavkastning under första halvåret. Kombinationen vinsttillväxt och lägre P/E-tal kommer att locka. Vi tror att amerikanska förvaltare kommer att söka sig till den här typen av företag under året.

Vi tror att svenska banker kommer att gynnas av stigande räntor trots osäker långsiktig affärsmodell och svaga europeiska kollegor. Bankerna är inte längre undervärderade som

kollektiv, men gynnas av en hög direktavkastning och hopp om bättre räntenetton. Det kan mycket väl bli en svagare inledning på börsåret. Förväntningar är höga, vi har haft en stark börsutveckling under sista kvartalet, särskilt för cykliska företag och många aktier är klart överköpta kortsiktigt. Första halvåret brukar dock stå för huvuddelen av börsavkastningen i ett historiskt perspektiv.

Vi befarar att även 2017 blir ett år där förväntningarna inte fullt ut infrias. Det är skillnad mellan utfästelser i ett val och aktiv politik. Det är också skillnad på hur snabbt finanspolitiska åtgärder – såsom exempelvis byggande av en hamn – och penningpolitik verkar. Det är skillnad på finanspolitik vid en normal marknad och vid hög skuldsättning, där systemet inte tål mycket högre räntenivåer.

Redan under andra halvåret kan marknadens fokus komma att återgå från övergripande konjunkturprognoser till bedömningar av enskilda företags kvaliteter. Vi ser ett antal större företag där skickliga företagsledningar har möjlighet att öka den långsiktiga lönsamheten från historiska nivåer. Lyckas detta kommer några av dem att ligga i topp på 2017 års börslista. Vi ser också företag där bristande kundnytta till slut kommer att innebära lägre intäkter och således en svag värdeutveckling.

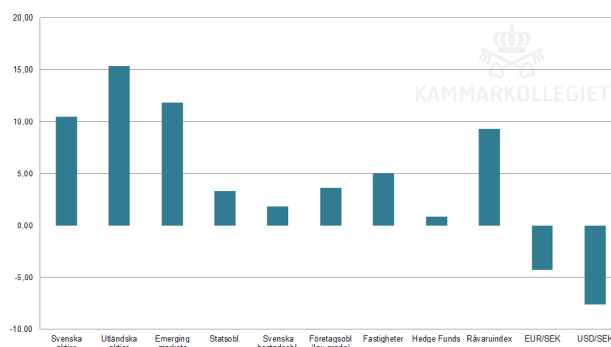
Blir kursutvecklingen under första halvåret till klar fördel för de stora exportbolagen kan det mycket väl finnas intressanta småbolag att investera i under hösten. Det kommer att bli ett händelserikt år.

/ Michael Persson, aktiechef

Vilka tillgångsslag kommer att vara bäst under 2017?

Trots oväntade utfall i Brexitomröstningen, amerikanska presidentvalet och fortsatta bankproblem i Europa, har avkastningarna varit goda för i princip alla tillgångsslag under 2016. Naturligtvis beror detta till stor del på den förda och mycket expansiva globala penningpolitiken. Jakten på avkastning och ett ökat risktagande bland kapitalägare avspeglar sig i bilden nedan.

Figur 6. Avkastning för olika tillgångsslag



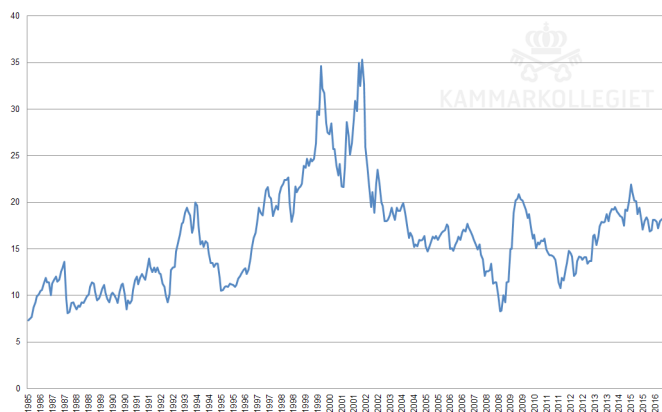
I bilden framgår även tydligt kronans försvagning som till stor del varit driven av Riksbankens politik, vilket medfört att globala aktier och råvaror, mätt i kronor, givit en hög avkastning under 2016.

Vi är helt övertygade om att räntebotten uppnåddes föregående sommar. Penningpolitiken och därmed "nollräntepolitiken" har nått vägs ände. Som vi beskriver i ränteavsnittet har inflationen rört sig uppåt, samtidigt som tillväxten är god, vilket betyder att centralbanker och därmed marknadsräntor snarare bör röra sig försiktigt uppåt. Det nästa som väntas ske är bland annat att ECB börjar signalera att det inte blir ytterligare lättnader. Mixen mellan finans- och penningpolitik är på väg att förändras i flera länder, men kanske tydligast i USA som ligger längre fram i konjunkturcykeln. Sammantaget betyder det att avkastningspotentialen i riskfyllda tillgångar begränsas i och med att räntor väntas stiga något.

Vår utgångspunkt när vi bedömer avkastningsförutsättningar för olika tillgångar är alltid rådande räntenivå och förväntade ränteförändringar. Eftersom vi bedömer det vara rimligt att räntenivån kommer att stiga något, men absolut inte dramatiskt. Under 2017 betyder det att räntemarknaden dels väntas ge låg avkastning, dels att förutsättningarna försämrats för andra tillgångsslag. Vid val av ränteplaceringar vill vi betona betydelsen av att inte ha för lång duration (löptid) i sparandet.

Under fjärde kvartalet har aktiekurser stigit trots en rad osäkerheter som till exempel att frihandeln riskerar att begränsas när Trump kommer till makten. Till det ska läggas att FED höjt styrräntan samt väntas höja åtminstone två gånger till kommande år. Lägger vi till andra osäkerheter som till exempel att den svenska kronan i princip bara kan stärkas och en hög riskapitalitet samt höga värderingar (se nedanstående figur), borde det väl bara vara att fly aktiemarknaden. Vi tror inte det är klokt, men samtidigt ska försiktighet iakttagas. Det är inte läge att övervikta aktier utan snarare att hålla sig neutral.

Figur 7. P/E-tal för den svenska börsen



Anledningen till att vi inte vill skrika ”sälj aktier” är att det inte finns några bra alternativ. En intressant iakttagelse under hösten är att mindre bolag börjat gå sämre än större på börsen. Vi är starkt övertygade om att stigande räntor har medverkat till detta, särskilt som mindre bolag haft en enastående utveckling under senare år. En stor del av dessa mindre bolag är fastighetsbolag vilka är särskilt

räntekänsliga, varför en fortsatt uppgång kan ge en besvärlig tid för små bolag.

På temat räntekänslighet gäller även fastighetspriser generellt. Även om vi ännu inte sett fall i varken fastighets- eller hyrespriser kan det vara lämpligt att åtminstone ge en varningssignal eftersom fastighetsägare haft mycket goda tider under lång tid. Börjar sötebrödsdagarna ta slut? Råvarupriser har generellt haft en mycket god utveckling under året vilket naturligtvis delvis är kopplat till kraftigt stigande oljepris efter ett mycket stort prisfall under 2015. Det krävs samtidigt en tillräckligt hög efterfrågan (läs ekonomisk tillväxt) för att denna utveckling ska fortsätta.

Vår syn är att världen är inne i en fas där den ekonomiska tillväxten kommer att vara lägre än tidigare, vilket inte minst gäller för Europa och andra länder med demografiska problem och/eller håller på att återhämta sig från finanskrisen för åtta år sedan. Den lätta penningpolitiken har medfört att vi fått högre avkastning under senare år, men riskerar att få väsentligt lägre avkastning på sikt.

Som bekant är vår strategi att ta positioner när vi framför allt upplever att det finns stora avvikelser från vår bedömning om rimlig värdering av olika tillgångsslag. Vi bedömer att marknadsavkastningen under de närmaste 12 månaderna kommer att vara låg för såväl aktier som räntebärande placeringar (nära nollstreck). På några års sikt bedömer vi att den genomsnittliga aktieavkastningen kommer att ligga runt 4-5 procent årligen. Samtidigt är det mycket troligt att börsen, åtminstone vid något tillfälle, faller med åtminstone 15 procent under de närmaste åren. Slutsatsen kan omöjligen bli något annat än att utgå från försiktighet. Nedan framgår den fina avkastning som våra konsortier gett under föregående år.

Tabell 1. Avkastning 2016 i våra konsortier

Konsortie	2016	Relativt index
Svenska aktiekonsortiet	10,5	0,6
Aktiekonsortiet Spiran	11,1	0,7
Sv. Aktieindexkons.	11,7	0,2*
Utl. aktieindexkons.	14,4	-0,9**
Räntekonsortiet	1,1	0,3
Företagsobl. kons.	3,6	0,5
Stiftelsekons. GIVA	12,1	n.a.

* Anledningen till den positiva avvikelsen mot index förklaras av höga aktielåneintäkter, vilket helt tillfaller våra kunder

** Motivet till den negativa avvikelsen mot index förklaras av att vi tar NAV vid annan tidpunkt än index det vill säga det blir både en valuta- och börseffekt. Rensat för detta är avkastningen som index

/ Leif Hässel, chef Kapitalförvaltningen

Sammantaget betyder det att vi, på marginalen, är mycket försiktiga i fördelningen mellan tillgångsslag. Frågan är snarast vad som egentligen är intressant att äga.

Räntekonsortiet

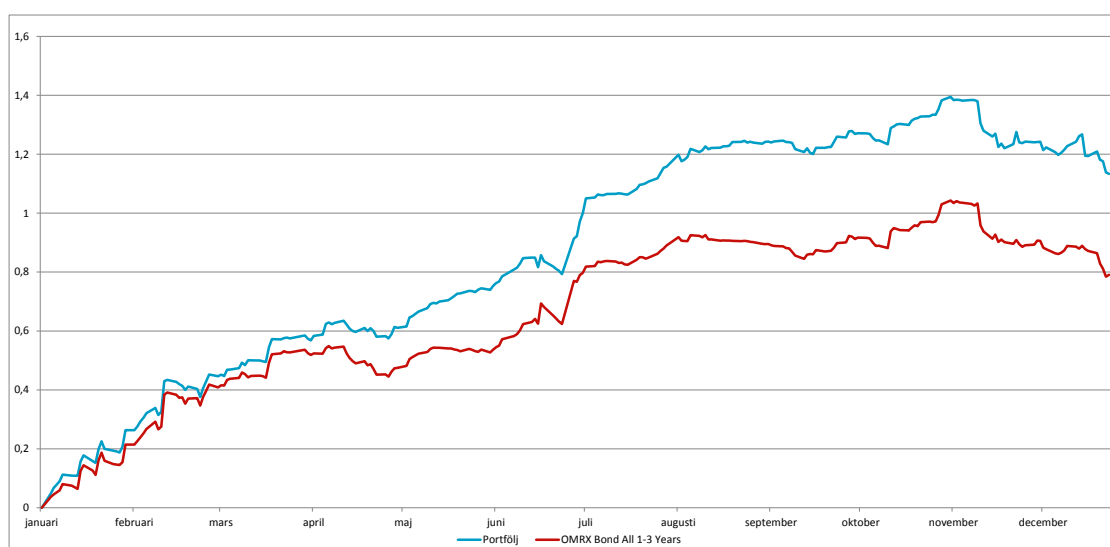
Aktiv förvaltning av svenska räntebärande placeringar. Den genomsnittliga räntebindningstiden är cirka 2 år.

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	4 923 386
Förmögenhet föregående månad (tkr)	4 931 681
Förmögenhet 2015-12-31 (tkr)	4 591 422
Andelar 2016-12-31 (antal)	40 845 265
Andelsvärde inkl. utdelning	121
Andelsvärde exkl. utdelning	120

Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	-0,11 (-0,11)
3 mån (%)	-0,13 (-0,12)
Sedan årets start (%)	1,14 (0,80)

Avkastning januari - december (%)

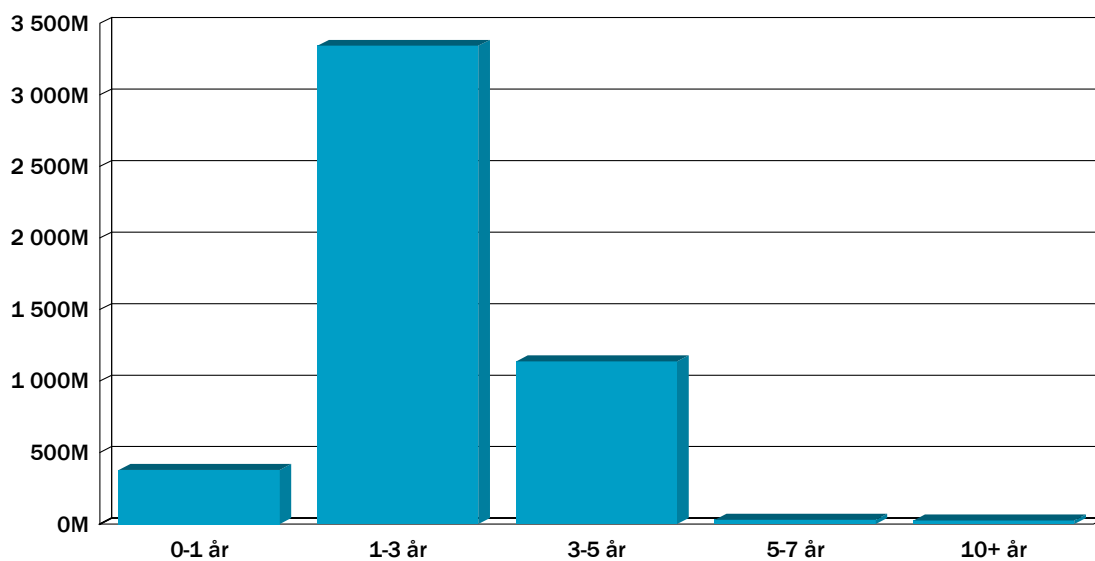


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	0,84 (0,74)
Sharpekvot*	1,71 (1,10)
Informationskvot*	2,78
Informationskvot 12-månaderstal	2,42
Tracking error (%)*	0,22
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,14
Duration	1,94

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Länsförsäkringar Hypotek	21,65	933 445 574
Stadshypotek	17,77	765 985 520
Landshypotek	17,16	739 843 812
SBAB	14,53	626 489 087
Vasakronan	7,59	327 204 939
Skandiabanken AB	7,31	315 167 089
SEB	6,21	267 786 000
Willhem	4,89	210 913 311
Spintab	3,58	154 527 707
Scania	2,82	121 420 199

Förfallostruktur

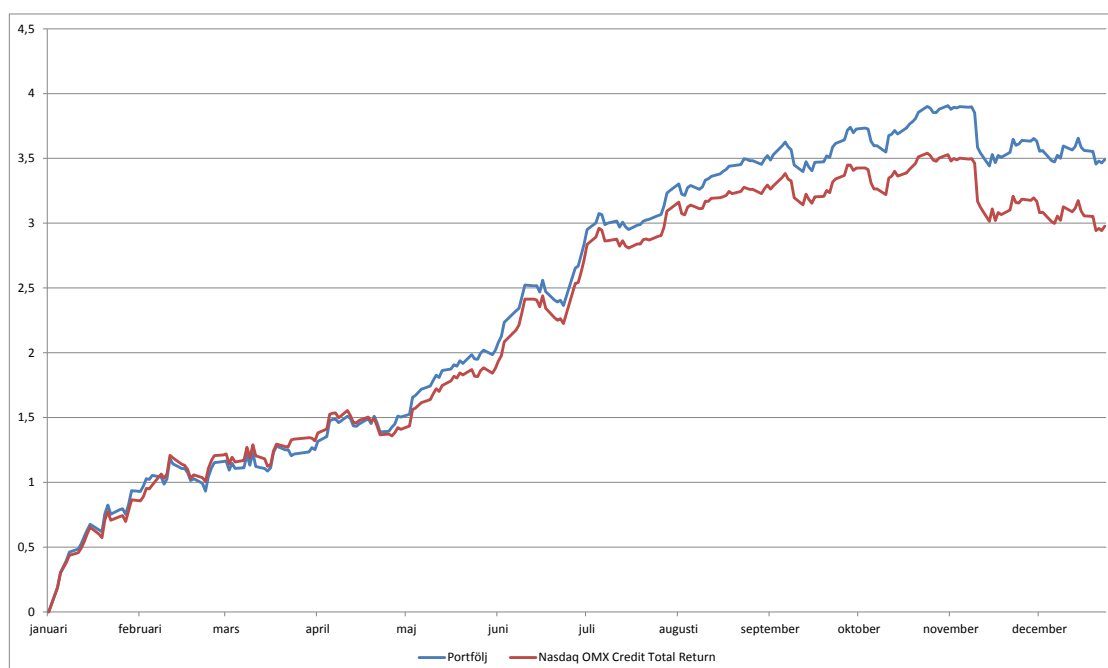
Företagsobligationskonsortiet

Aktiv förvaltning av svenska företagsobligationer. Konsortiet startades 1 juni 2013. Den genomsnittliga räntebindningstiden är cirka 3 år.

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	2 391 260
Förmögenhet föregående månad (tkr)	2 268 819
Förmögenhet 2015-12-31 (tkr)	1 849 729
Andelar 2016-12-31 (antal)	2 300 884
Andelsvärde inkl. utdelning	1 039
Andelsvärde exkl. utdelning	1 038

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-0,06 (-0,12)
3 mån (%)	-0,15 (-0,37)
Sedan årets start (%)	3,57 (3,04)

Avkastning januari - december (%)

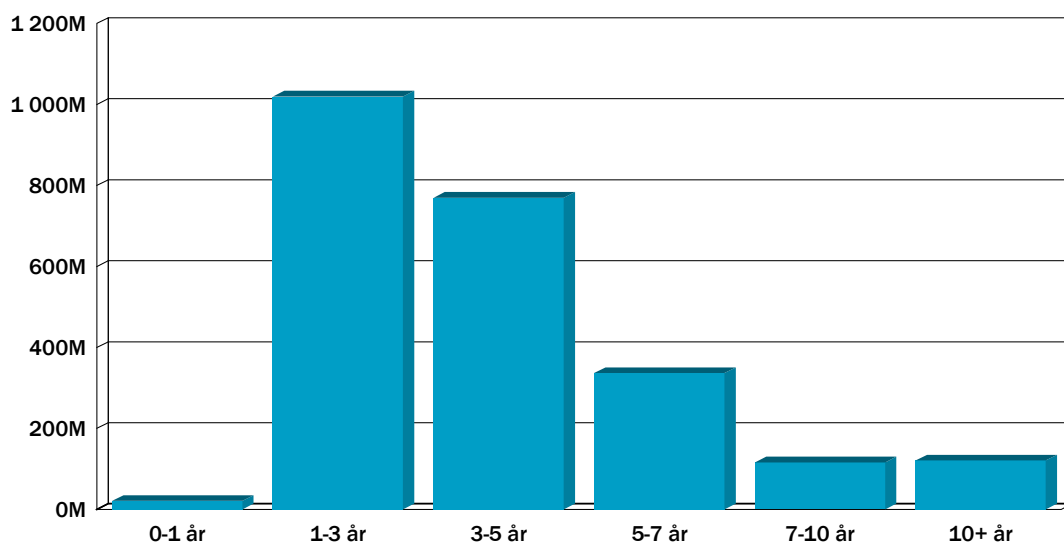


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	1,44 (1,49)
Sharpekvot*	1,83 (1,37)
Informationskvot*	1,63
Informationskvot 12-månaderstal	2,17
Tracking error (%)*	0,36
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,24
Duration	2,84

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Vasakronan	6,55	158 868 611
LeasePlan	5,54	134 180 502
Fortum värme	5,32	128 864 208
Länsförsäkringar Hypotek	5,22	126 604 904
Hufvudstaden	4,42	107 148 850
Sveaskog MTN	4,06	98 410 712
Scania	3,94	95 617 019
Sandvik	3,82	92 491 504
Danske Bank	3,71	90 045 144
Electrolux	3,62	87 669 684

Förfallostruktur

Aktiekonsortiet Spiran

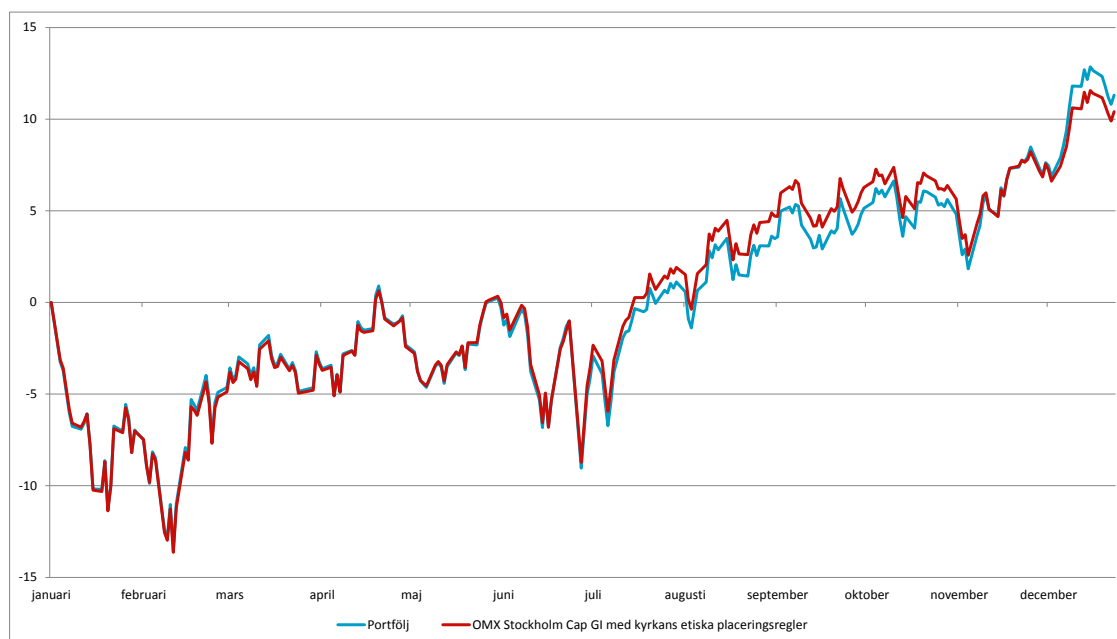
Aktiv förvaltning av svenska aktier. Konsortiets jämförelseindex utgörs av det vanligaste indexet på börsen som innehåller närmare 300 bolag.

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	947 361
Förmögenhet föregående månad (tkr)	933 637
Förmögenhet 2015-12-31 (tkr)	853 210
Andelar 2016-12-31 (antal)	133 816
Andelsvärde inkl. utdelning	7 080
Andelsvärde exkl. utdelning	7 080

Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	3,22 (2,62)
3 mån (%)	5,65 (3,85)
Sedan årets start (%)	11,08 (10,36)

Avkastning januari - december (%)

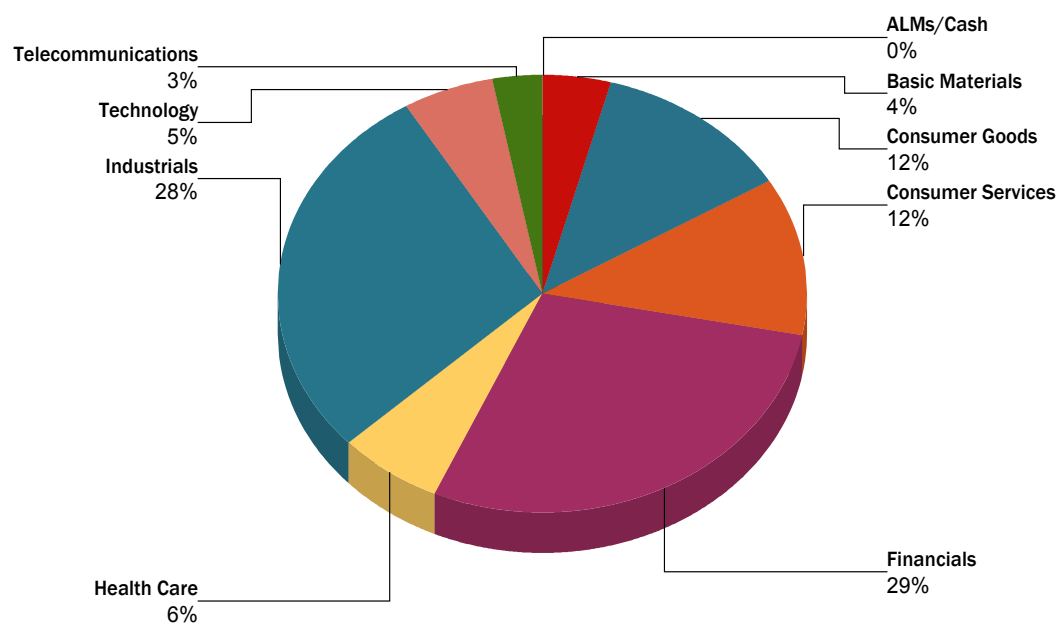


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	12,48 (12,24)
Sharpekvot*	0,91 (1,00)
Informationskvot*	neg
Informationskvot 12-månaderstal	0,54
Tracking error (%)*	1,22
Tracking error 12-månaderstal (%)	1,33

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Bank	9,61	90 957 270
Hennes & Mauritz B	9,47	89 674 712
Volvo B	6,53	61 828 189
Atlas Copco B	6,39	60 466 978
SEB A	5,53	52 342 099
LM Ericsson B	5,42	51 286 010
Sandvik	4,95	46 830 569
Svenska Cellulosa B	4,74	44 849 706
Handelsbanken A	4,58	43 327 078
Autoliv	3,47	32 798 340

Branschfördelning

Aktiekonsortiet Sverige

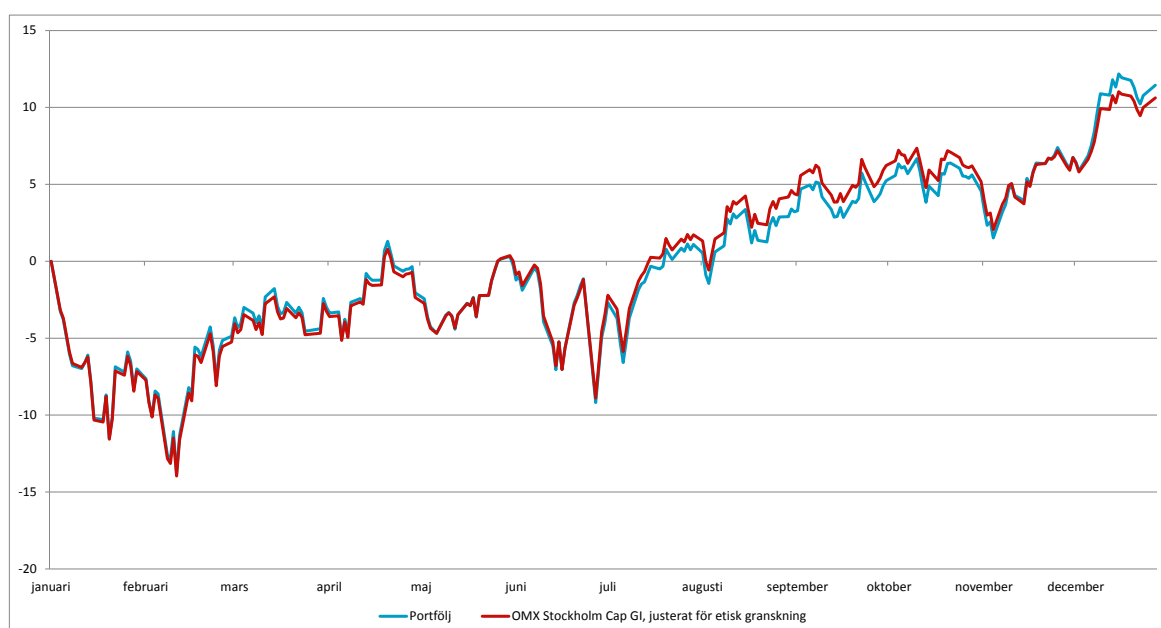
Aktiv förvaltning av svenska aktier. Konsortiets jämförelseindex utgörs av det vanligaste indexet på börsen som innehåller närmare 300 bolag.

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	3 540 067
Förmögenhet föregående månad (tkr)	3 582 729
Förmögenhet 2015-12-31 (tkr)	3 829 261
Andelar 2016-12-31 (antal)	513 531
Andelsvärde inkl. utdelning	6 894
Andelsvärde exkl. utdelning	6 894

Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	3,52 (3,00)
3 mån (%)	5,01 (3,51)
Sedan årets start (%)	10,51 (9,95)

Avkastning januari - december (%)

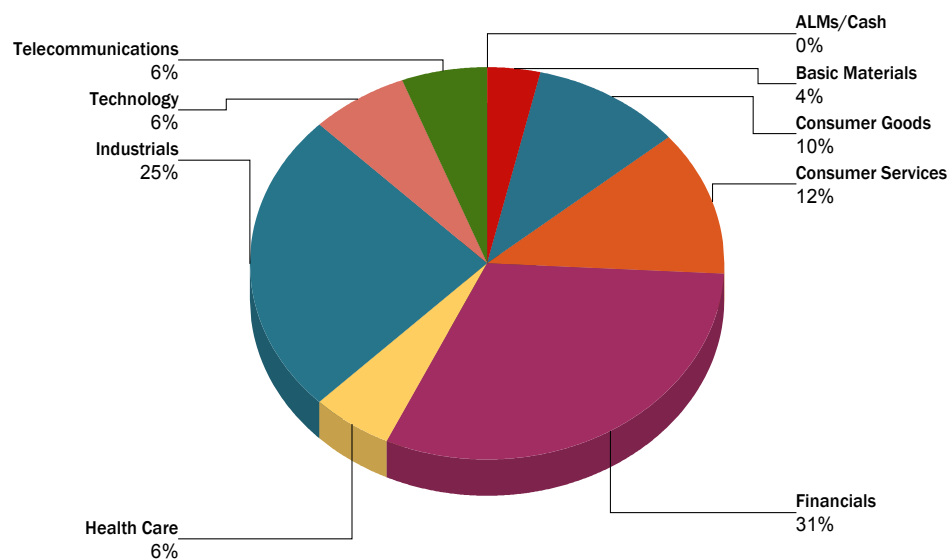


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	12,72 (12,43)
Sharpekvot*	1,10 (1,18)
Informationskvot*	neg
Informationskvot 12-månaderstal	0,44
Tracking error (%)*	1,18
Tracking error 12-månaderstal (%)	1,28

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Bank	8,85	313 070 993
Hennes & Mauritz B	8,13	287 817 802
Volvo B	6,18	218 547 834
Investor B	5,75	203 442 962
SEB A	5,10	180 360 371
Atlas Copco B	5,05	178 824 195
LM Ericsson B	4,88	172 682 271
TeliaSonera	4,82	170 751 389
Sandvik	4,60	162 788 501
Svenska Cellulosa B	4,05	143 426 482

Branschfördelning

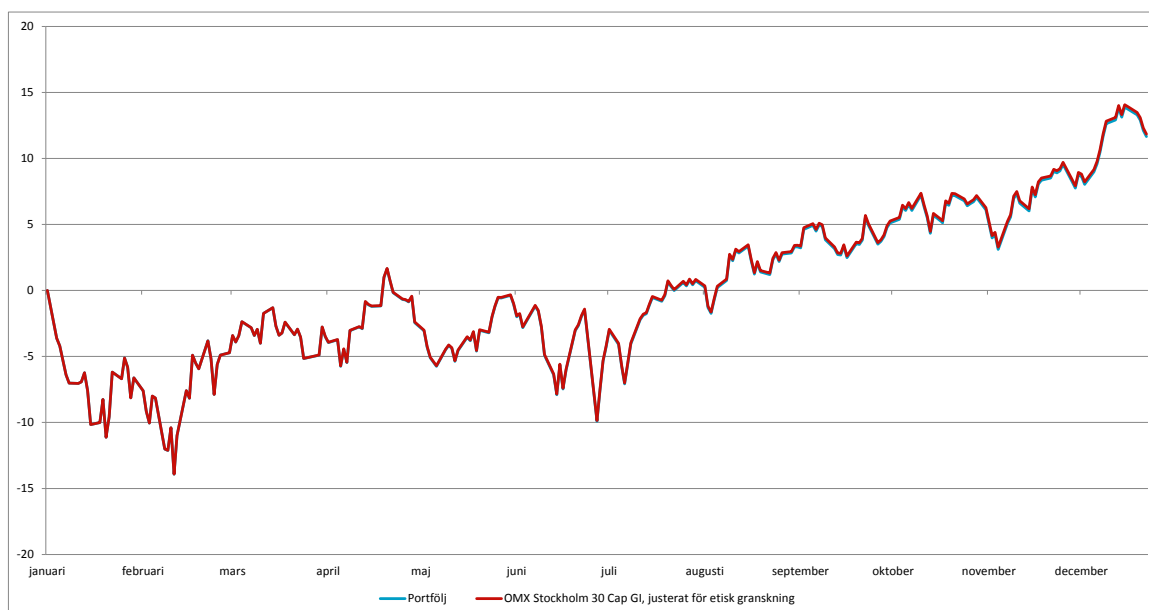
Aktieindexkonsortiet Sverige

Passiv förvaltning av de 30 mest omsatta aktierna i en portfölj som helt följer börsens svängningar.

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	1 906 285
Förmögenhet föregående månad (tkr)	1 859 907
Förmögenhet 2015-12-31 (tkr)	1 710 221
Andelar 2016-12-31 (antal)	11 601 545
Andelsvärde inkl. utdelning	164
Andelsvärde exkl. utdelning	164

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	2,49 (2,51)
3 mån (%)	6,08 (6,06)
Sedan årets start (%)	11,66 (11,49)

Avkastning januari - december (%)

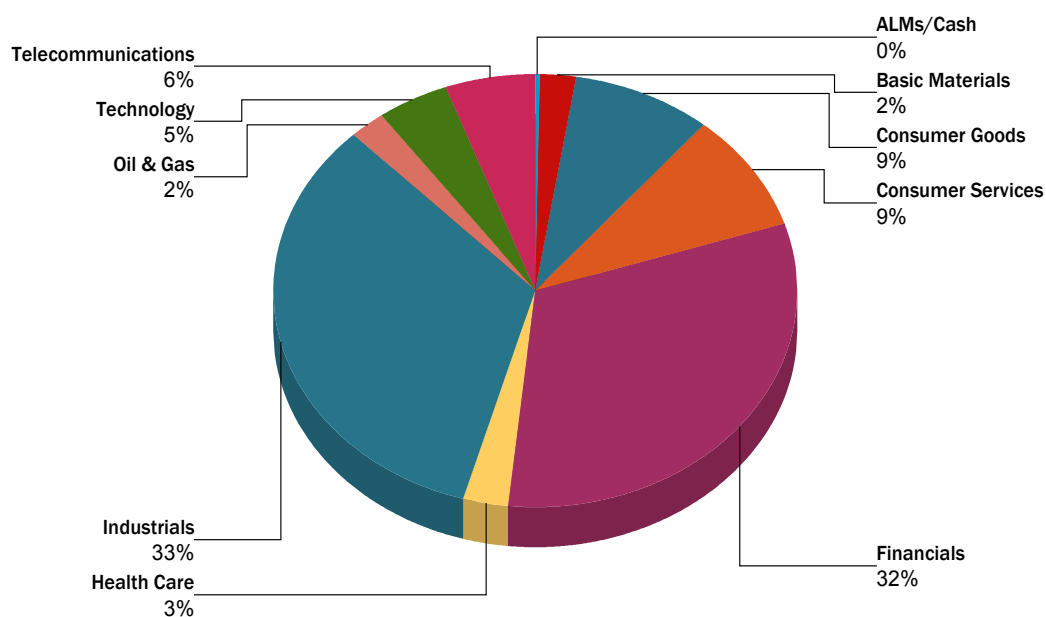


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	12,78 (12,78)
Sharpekvot*	1,02 (1,02)
Tracking error (%)*	0,05
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,04

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Hennes & Mauritz B	9,03	171 787 462
Nordea Bank	9,02	171 545 269
Swedbank A	7,52	143 170 987
Atlas Copco A	6,36	121 088 235
Svensk Cellulosa B	4,53	86 104 416
LM Ericsson B	4,52	85 989 213
TeliaSonera	4,51	85 813 773
SEB A	4,51	85 798 358
Volvo B	4,51	85 768 295
Assa Abloy AB	4,50	85 676 544

Branschfördelning

Aktieindexkonsortiet utland

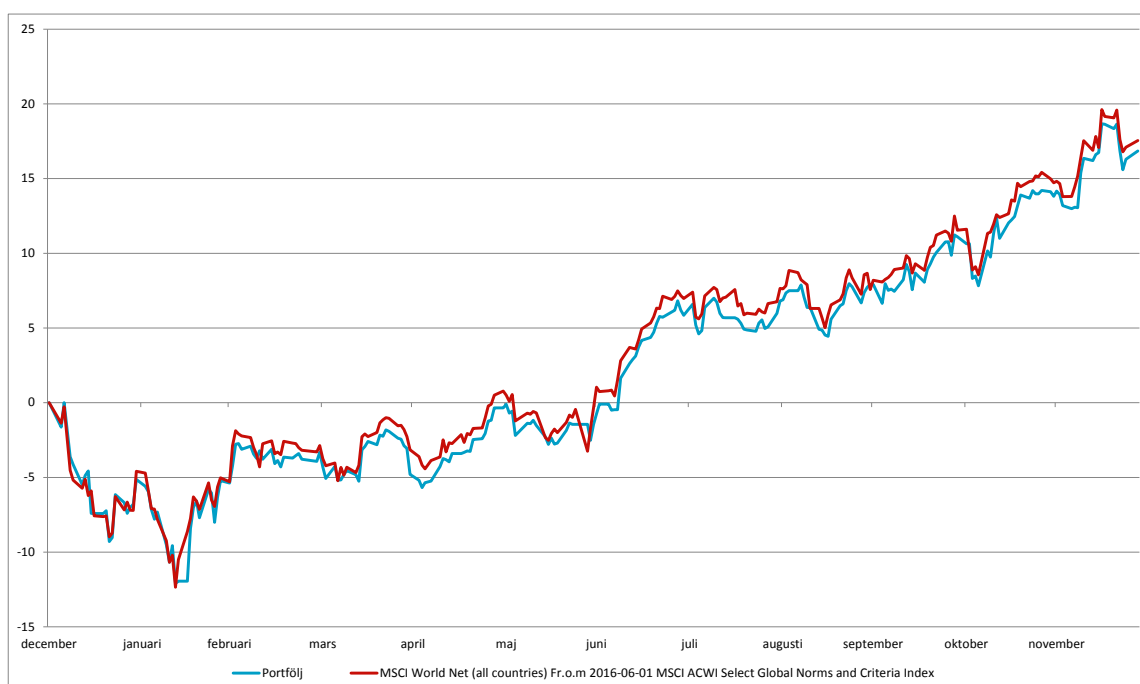
Passiv förvaltning av globala aktier i en portfölj som helt följer världsindex för aktier.

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	2 229 763
Förmögenhet föregående månad (tkr)	2 239 695
Förmögenhet 2015-12-31 (tkr)	2 111 651
Andelar 2016-12-31 (antal)	297 806
Andelsvärde inkl. utdelning	7 487
Andelsvärde exkl. utdelning	7 485

Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	0,22 (0,43)
3 mån (%)	6,03 (6,58)
Sedan årets start (%)	14,42 (15,32)

Avkastning januari - december (%)



Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	10,48 (10,10)
Sharpekvot*	1,44 (1,50)
Tracking error (%)*	1,98
Tracking error 12-månaderstal (%)	2,56

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal.

Största enskilda innehav

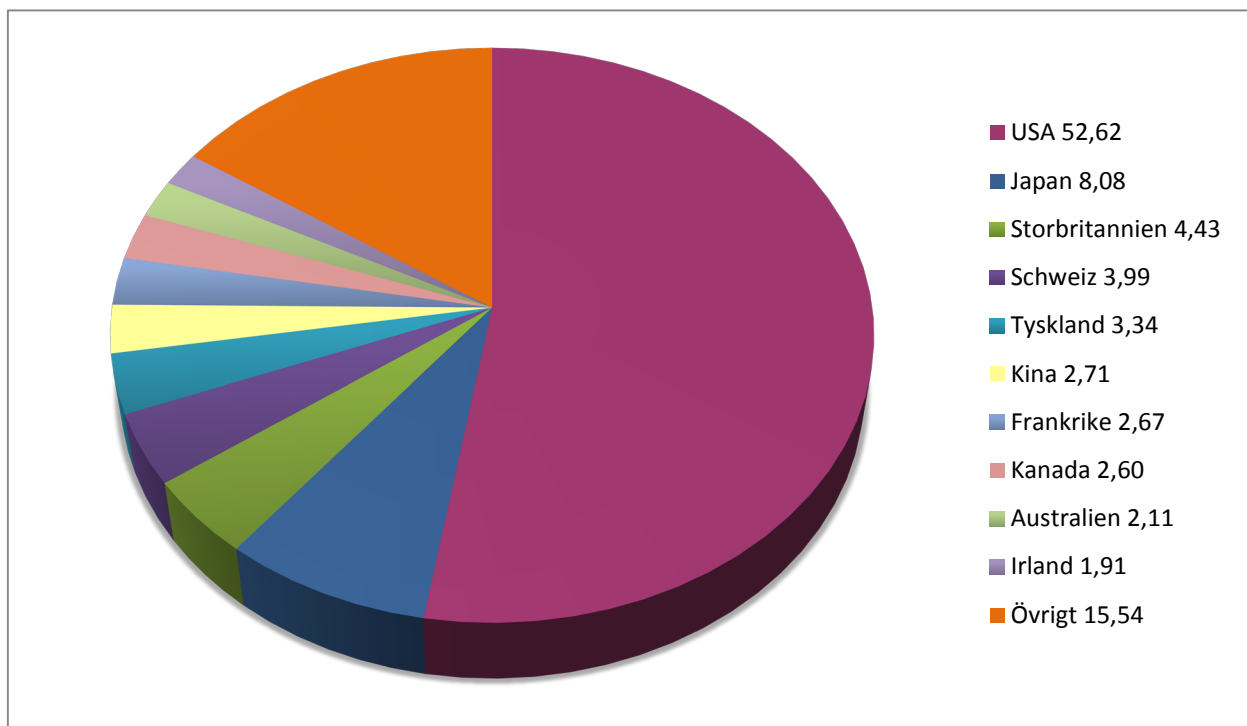
Handelsbanken Global Index Etisk Utd

Andel (%)

100,00

Marknadsvärde (kr)

2 229 762 837

Geografisk fördelning

Stiftelsekonsortiet GIVA

Stiftelsekonsortiet GIVA vänder sig främst till stiftelser i behov av utdelningsbara medel. Målsättningen är en årlig utdelningstakt kring 4,5% av kapitalet och en risk motsvarande 2/3 av risken på aktiemarknaden. Konsortiet investerar i aktier och företagsobligationer och dessutom säljs köpoptioner mot aktieinnehaven vilket ytterligare minskar risken och ökar de utdelningsbara medlen.

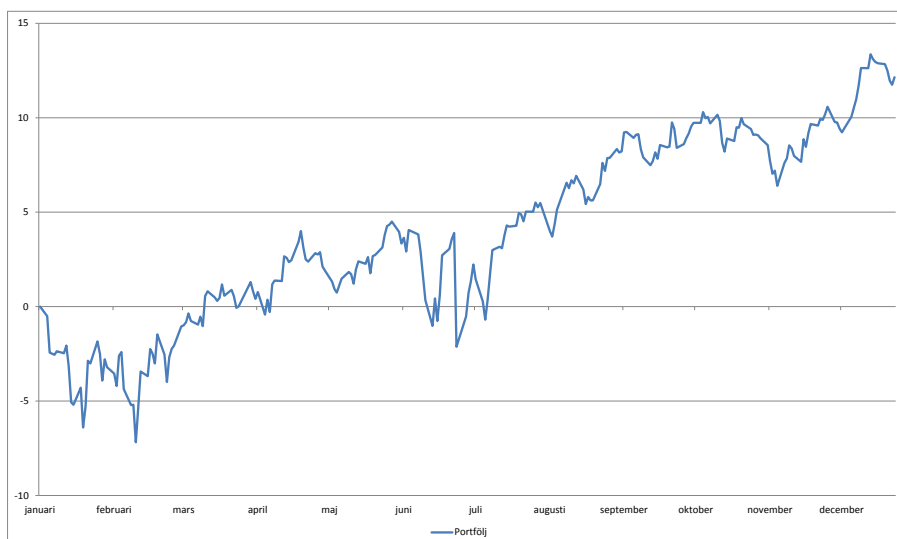
Förmögenhet

	Total
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	518 225
Förmögenhet föregående månad (tkr)	252 461
Förmögenhet 2015-12-31 (tkr)	0
Andelar 2016-12-31 (antal)	493 773
Andelsvärde inkl. utdelning	1 050
Andelsvärde exkl. utdelning	1 047

Avkastning

1 mån (%)	2,39
3 mån (%)	2,30
Sedan årets start (%)	12,05

Avkastning januari - december (%)



Nyckeltal

Standardavvikelse (%)*	7,27
Sharpekvot*	1,73

*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal. Konsortiet startade 1 januari 2016.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Bank	7,34	38 023 462
Swedbank A	7,32	37 923 544
SEB A	7,30	37 846 686
Hennes & Mauritz B	6,56	34 000 452
Securitas B	4,63	24 004 586
SKF B	4,61	23 868 251
Volvo B	4,60	23 864 030
ABB Ltd	4,53	23 485 526
LM Ericsson B	3,19	16 544 875
NCC B	3,06	15 844 493

Utdelning

Utdelning 160415:	3,0%
Utdelning 160815:	2,4%
Utdelning 161215:	1,3%

Definitioner

Alla nyckeltal är baserade på månadsdata för perioden.

Avkastning & avkastning, jämförelseindex

Portföljens respektive jämförelseindexets avkastning beräknas utifrån daglig data.

Standardavvikelse & standardavvikelse, jämförelseindex

Visar hur mycket portföljens värde respektive jämförelseindexets värde har svängt kring dess medelvärde. Ju högre standardavvikelse desto högre risk.

Duration

Ett sätt att mäta en obligations eller en portföljs genomsnittliga räntebindningstid. Duration är också ett vanligt riskmått för en obligation eller en portfölj. Duration är det mest använda måttet avseende ränterisk och anger vad som händer när alla marknadsräntor förändras lika mycket.

Tracking error

Beskriver hur portföljens utveckling i förhållande till index har varierat historiskt. Måttet beräknas som standardavvikelsen för över- eller underavkastningen mot jämförelseindex. Ju högre värde desto högre risk i förhållande till jämförelseindex.

Informationskvot

Informationskvoten är ett mått på förvaltarens skicklighet i förhållande till risken. Ju högre kvot, desto bättre avkastning har konsortiet givit. Mäts som överavkastning i förhållande till Tracking error.

Sharpekvot & sharpekvot, jämförelseindex

Är ett mått på riskjusterad avkastning och anger en portföljs (portföljens respektive jämförelseindexets) meravkastning i relation till standardavvikelsen. Den beräknas som kvoten av portföljens meravkastning över riskfri ränta och portföljens standardavvikelse.



