



# Kapitalförvaltningens kvartalsrapport Q1 2018



KAMMARKOLLEGIET





# Innehåll

Låg avkastning att vänta framöver	3
Hur låg avkastning är att vänta de närmaste åren?	4
Finns det varningssignaler?	7
Orimliga förväntningar på ränteplaceringar	7
Hur ska vi se på aktier?	8
Låga riskpremier betyder lägre framtida avkastning	8
Vad kan vi vänta oss av en 60/40 portfölj?	8
Andra tillgångsslag	9
Slutsatser	10
Definitioner	14
Räntekonsortiet	16
Företagsobligationskonsortiet	18
Företagsobligationskonsortiet FRN	20
Stiftelsekonsortiet GIVA	22
Aktiekonsortiet Spiran	24
Aktiekonsortiet Sverige	26
Aktieindexkonsortiet Sverige	28
Aktieindexkonsortiet Utland	30
Aktieindexkonsortiet Äpplet	32
Aktieindexkonsortiet Kronan	34

## Låg avkastning att vänta framöver

Tiden går fort. Jag går igenom mina tidigare kommentarer som jag skrivit under mitt första år i Kammarkollegiets tjänst. Det jag tvingas konstatera är – tyvärr – att det mesta pekar mot ”mer av samma”. Tillgångar är fortsatt högt värderade, räntor är fortsatt väldigt låga och Riksbanken kämpar fortfarande med att få fart på inflationen i Sverige. Konjunkturen är stark, vinsterna i företagen är goda, kronan är rekordsvag – men ändå lyser inflationen med sin frånvaro. Eftersom de flesta av oss har våra tillgångar i SEK, måste vi ju fråga oss hur mycket mer omvärlden måste kosta innan vi till slut importerar lite inflation. I USA har löneledd inflation börjat stiga, globalisering och digitalisering till trots och centralbanken har börjat höja styrräntan. Det mesta pekar mot att FED fortsätter sina gradvisa höjningar under återstoden av 2018. Prissättningen i den svenska räntemarknaden talar dock ett annat språk. Här förväntas Riksbanken agera med sin första räntehöjning allt längre bort i tiden. En fråga som fler och fler ställer sig är hur Riksbanken kommer agera och hantera nästa lågkonjunktur om man inte hunnit lämna negativt territorium med reporäntan innan dess?

Kredittillväxten i Europa har åter börjat ta fart och samma sak gäller industriproduktionen. Dessutom fortsätter arbetsmarknaden att förbättras. Med styrräntor cementerade och genom press från kvantitativa åtgärder, har vi fortsatt en sidledes räntemarknad på låga nivåer

men med ett underliggande tryck uppåt för högre räntor drivet av den starka konjunkturen. ECB liksom Riksbanken måste rimligtvis följa denna utveckling noga, speciellt eftersom USA redan påbörjat sin normalisering. Som rubriken antyder är vår uppfattning att vi måste förvänta oss en betydligt lägre avkastning på tillgångar framåt, jämfört med hur det sett ut historiskt. Man kan uttrycka det som att ”vi lånat av våra barn”. Centralbankernas agerande efter finanskrisen 2007-2009 har inneburit att vi gett oss själva andrum, men självfallet måste notan någon gång betalas. Överavkastning (givet de egentliga naturliga förutsättningarna) igår innebär lägre avkastning imorgon, allt annat lika. Ni kan läsa mer om våra tankar kring detta och hur vi ser på allokering i rapporten. Jag vill också passa på att göra reklam för vår Verksamhetsberättelse 2017. Denna gång har vi valt att särskilt belysa vårt arbete inom hållbarhet. Inom Kammarkollegiet tar vi FN:s initiativ för Agenda 2030 och de 17 målen för global hållbar utveckling på stort allvar. Inom Kapitalförvaltningen arbetar vi ständigt med att förfina vår process för att identifiera hållbara investeringar över tid.

Sedan hösten 2017 har vi intensivt arbetat i ett uppdrag med att hjälpa en av våra största kunder med en omfattande förändring av sin allokering. Det innefattar ALM-studie, nya tillgångsslag och konsortier samt ett utökat redovisnings- och rapporteringsuppdrag. Detta arbete

och konsekvenserna av detta omfattande uppdrag är något som vi upplever kommer att komma andra kunder till godo. Vi har lärt oss mycket och vår kompetens inom tillgångsförvaltning ökar. Vi blir mer attraktiva som leverantörer av finansiella tjänster. Det har också inneburit att vi förändrat vår organisation så att vi kan erbjuda kunder outsourcing av riskkontroll och compliance.

Som vi skrivit om tidigare har vi under 2017 fortsatt att utveckla vårt produktutbud. Jag tycker nu att vi kan erbjuda våra kunder en bra diversifiering oavsett om man tror på aktiv eller passiv förvaltning. Inom räntor erbjuder vi exponering mot korta och långa räntor, krediter och säkerställda placeringar. Inom aktier kan vi idag erbjuda index, indexliknande och aktiv förvaltning, mot stora och små bolag. Vårt konsortium GIVA erbjuder bra möjlighet till direktavkastning. Vi letar ständigt efter riskpremier som vi tror oss kunna fånga. Vi hjälper också Allmänna Arvsfonden med exponering inom fastighetssektorn – en tjänst som vi erbjuder alla våra kunder.

Vilken spännande tid vi får uppleva. Jag hoppas ni finner läsningen intressant.



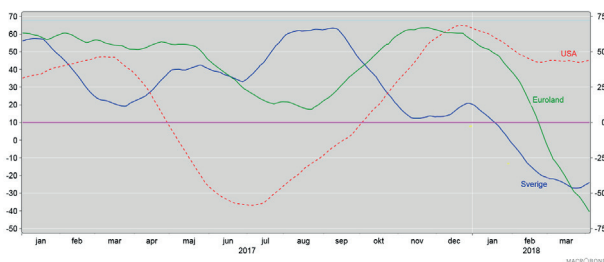
Bengt Svelander

Avdelningschef på Kapitalförvaltningen  
vid Kammarkollegiet

# Hur låg avkastning är att vänta de närmaste åren?

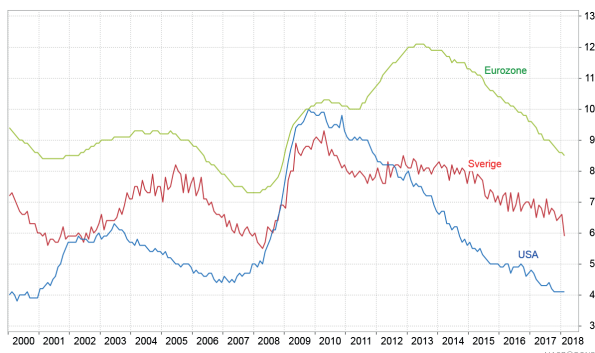
Låt oss börja med att konstatera att den globala konjunkturen fortsätter att uppvisa styrka. Det är historiskt få länder som är i recession i nuläget. Utifrån den synvinkeln tycks allt vara frid och fröjd. Problemet är just att detta redan ligger i dagens förväntningar. Även om vi har en stark synkroniserad världskonjunktur har de senaste månadernas ekonomiska statistik varit lite sämre än förväntningarna, vilket särskilt gäller för Europa som ses nedan. Det faktum att indikatorerna är något svagare än väntat gynnar inte finansiella marknader.

Figur: Ekonomiskt överraskningsindex i Sverige, USA och Euroland



Den goda globala konjunkturen har givit ökade förutsättningar för starka rapporter från bolagen och därmed utdelningsökningar vilket gynnat börsen. Nedanstående figur visar tydligt att världens ekonomier rör sig i likartad riktning det vill säga med allt starkare global arbetsmarknad.

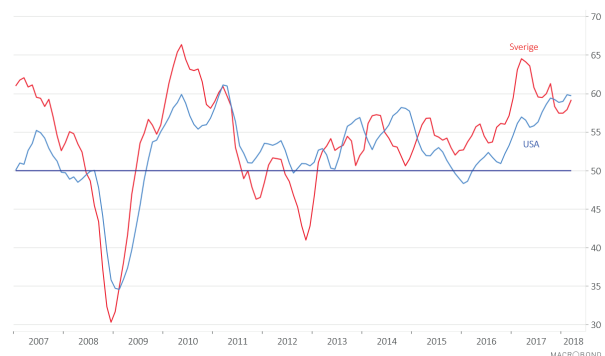
Figur: Arbetslöshet i Euroland, Sverige och USA



USA kan sägas ligga först i konjunkturcykeln. En mycket hög andel av den amerikanska BNP-tillväxten förklaras av privat konsumtion. Den amerikanske konsumenten har svårt i nuläget att öka tillväxten i sin konsumtion eftersom sparandet är rekordlångt. En viss lättnad kan dock ske när bolagsskatten sänks eftersom en del av denna sänkning sannolikt kommer att tillfalla de anställda det vill säga aktieägarna tar inte allt. Trots allt är tillväxten i privat konsumtion begränsad.

En populär konjunkturindikator är inköpschefernas index, som visas nedan för USA och Sverige. Ett värde som överstiger 50 ger en signal att tillväxttakten ökar i ekonomin (och vice versa om värdet understiger 50). Den globala konjunkturbilden är definitivt positiv i skrivande stund.

Figur: Inköpschefernas index i USA och Sverige



Samtidigt som konjunkturen är stark är den globala inflationen fortsatt låg. Inflationen är allt mer internationellt bestämd. Förutom att varu- och kapitalmarknaderna integrerats med omvärlden, så har även arbetsmarknaden utsatts för allt högre konkurrens. Det är därför inte konstigt att vi ser en alltmer likartad inflationsutveckling i västvärlden.

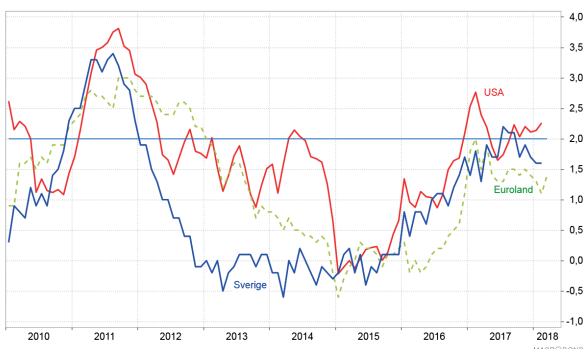
Den starka globala konjunkturen medför att vinstförutsättningarna på kort sikt är goda för kapitalägare, men även att resursbristen tilltar. I de flesta länder har

det blivit allt svårare att få tag på "rätt" arbetskraft. Lägg därtill att kapacitets-höjande investeringar legat på förhållan-devis låga nivåer under senare år. Sam-mantaget ökar detta risken för bland annat stigande timlöner.

Det är inte konstigt att inflationsoron stigit något i främst USA och därmed att räntenivån stigit jämfört med något år sedan. Vi får heller inte glömma vart vi kommer ifrån det vill säga från en miljö där räntor fallit trendmässigt under dryga 25 år. Vår bedömning är trots allt att "Phillipskurvesambandet" råder det vill säga att löneökningar och sysselsättningsnivå har ett samband, men att vi bör ha ett internationellt betraktelsesätt kring detta. Innebörden är att sambandet mellan dessa ser annorlunda ut jämfört med tidigare. Med global stigande sysselsättning är det rimligt att lönekostnader och därmed inflation stiger i de flesta länder. Vi tror inte denna "cykliska" ökning av inflationen är alarmerande på något sätt, men inflat-ionstrenden är svagt uppåtriktad.

Det är samtidigt viktigt att inse att det cykliska inflationstrycket ökar, men däremot inte den strukturella. Den strukturella inflationen hålls fortfarande nere till följd av hög global konkurrens samtidigt som robotisering och automatisering sammantaget bidrar till att hålla såväl inflation som marknadsräntor på låga nivåer.

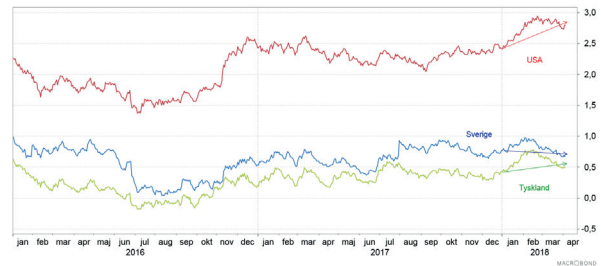
Figur. Inflation i Sverige, USA och Euroland



Den svenska inflationen har överraskat på den låga sidan de senaste månaderna, vilket även är huvudförklaringen varför svenska räntor fallit medan andra länders räntor stigit något under 2018. Förklaringen till stigande globala räntor är drivet av USA

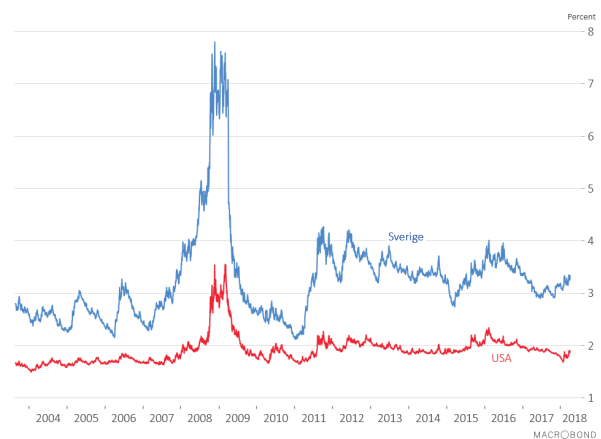
där FED höjt styrräntan i mars och kommer åtminstone att höja två gånger ytterligare under 2018.

Figur: 10-åriga statsobl.räntor i USA, Tyskland och Sverige sedan 2016



Ovanstående figur visar att i USA gäller inte "TINA" längre eftersom räntan upp-går till ca 3 procent medan direktavkast-ningen på börsen är ca 2 procent. Detta är ett mycket viktigt konstaterande. Se nedanstående figur.

Figur: Dividend Yield i USA och Sverige

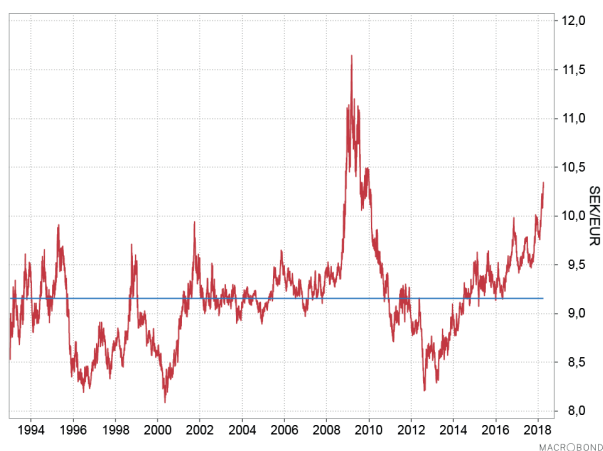


Sverige har gått mot strömmen i den be-märkelsen att räntemarknaden så här långt prissatt ur en höjning under 2018 och att första höjningen väntas under första kvartalet 2019. Vår bedömning är att den kan komma något tidigare, men det beror naturligtvis på inkommande makrodata.

En mycket anmärkningsvärd företeelse är den svenska kronans kraftgång. Mot euron har inte kronan varit så svag sedan 2009. Ur värderingsmässig synvinkel är nuvarande kurs helt orimlig. Den främsta förklaringen bakom denna utveckling är Riksbankens synnerligen låtta

penningpolitik. Med tanke på de senaste årens utveckling är det rimligt att påstå att valutamarknadsaktörerna kan sägas ha ett lågt förtroende för Riksbanken. I ett kortare perspektiv stundar en utdelningsperiod som brukar ge en säsongsmässigt svagare krona. Vidare har den svenska inflationen överraskat på den låga sidan, vilket påverkar förväntningarna på Riksbankens agerande.

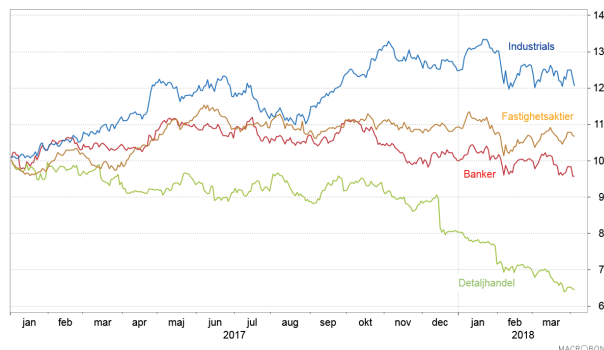
Figur: Svenska kronans utveckling mot Eur



Som vi förklarat ovan förväntar sig inte räntemarknaden någon höjning under 2018. Lägg därtill oro för ett handelskrig som om det skulle hända straffar små öppna ekonomier som den svenska. Enligt vårt synsätt är det mycket negativ information och förväntningar som finns i dagens valutakurs. Sverige har dessutom överskott i såväl bytesbalans som nettotillgångar i utländska valuta. Vår slutsats är att kronan långsiktigt kommer att stärkas även om det är svårt att exakt förutsäga hur snabbt och hur mycket den kommer att stärkas under året. Färdriktningen är emellertid otvetydig.

Förväntningar på bolagens kommande kvartalsrapporter är fortfarande höga. I takt med stigande global tillväxt har även företagens vinster ökat. Vinstprognoser är högt ställda och i USA har de till och med reviderats upp, vilket även ökar känsligheten för negativ information. Nedanstående figur visar olika sektors utveckling på svensk aktiemarknad.

Figur: Utveckling för valda aktiesektor på svensk aktiemarknad



Det är en markant skillnad mellan har industribolagen och detaljhandelsbolagen utvecklats under de senaste 12 månaderna. Den starka globala konjunkturen, tillsammans med en allt svagare krona, har gynnat exportbolagen medan detaljhandeln till stor del förklaras av HM och bolagets strukturproblem med ökad e-handel.

Oljebolagen (som vi inte investerar i av hållbarhetsskäl) har gått mycket bra eftersom oljepriset stigit på senare tid. Specifika bolag som gynnats på senare tid är bland annat Hexagon och Ericsson samt cykliska bolag som till exempel Stora, Trelleborg, Sandvik, Assa och Skanska.

Inom konsumentsegmentet har närmare 70 procent av bolagen utvecklats sämre än börsen i genomsnitt. Bland förlorarna hittar vi bland annat HM och Scandic Hotel. Mer räntekänsliga bolag har gått ungefär som börsen. I Sverige har Telecom utvecklats klart bättre, som tex Telia o Millicom. Banker har fortsatt sin negativa trend, där affärsmodeller och bolånemarginaler ånyo är i fokus.

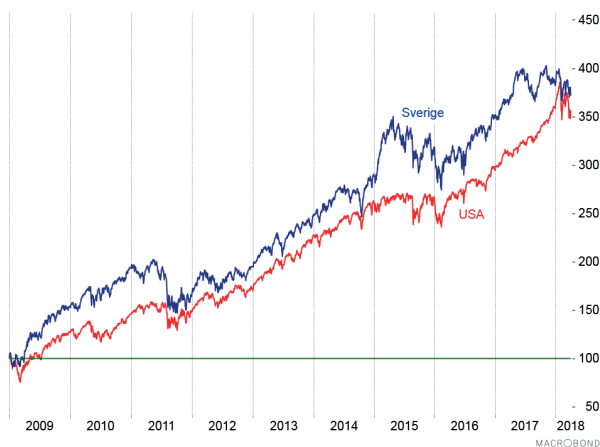
Den svaga kronan kommer att påverka bolagen framledes. Eftersom vår bedömning är att kronan kommer att stärkas är det troligt att cykliska företag (som varit vinnare under försvagningsperioden) är förlorare medan banker, fastigheter och till exempel H&M är vinnare.



### Finns det varningssignaler?

Hittills under 2018 har marknaden uppvisat en högre volatilitet på i princip samtliga delmarknader, vilket antyder en ökad osäkerhet. Världens börser har haft en oavbruten uppgång sedan 2008, vilket ses nedan. Detta är en mycket lång period och det är knappast någon som protesterar att vi är mycket långt fram i aktiecykeln.

Figur: Svensk och amerikansk börsutveckling sedan 2008



Lägg därtill att vi har förhöjd geopolitisk risk med tanke på spänningar mellan USA och Ryssland, Iran och Nordkorea. Det faktum att Bolton utnämns till USA:s FN-ambassadör minskar inte heller risken för fortsatta spänningar. Mer protektionism innebär högre risk för inflation, minskad världshandel och därmed lägre tillväxt. Inget av detta gynnar till exempel aktiemarknaden.

Även om vi inte tror på något handelskrig, så finns det ändå faktorer som pekar på en ökad sannolikhet för ekonomisk nedgång som flyttats fram i tiden. I nuläget kommer beslutade åtgärder endast att påverka amerikansk tillväxt med någon tiondel eftersom endast en marginell del av totala handeln påverkas. Det finns även andra signaler som observerats.

- Lägre omsättningsvolym under börsdagar med stigande kurser.
- Lägre intresse för IPOs, där till exempel "Bygg hemma-aktien" föll efter börsintroduktion.
- Mid och smallcaps går sämre än börsen som helhet.

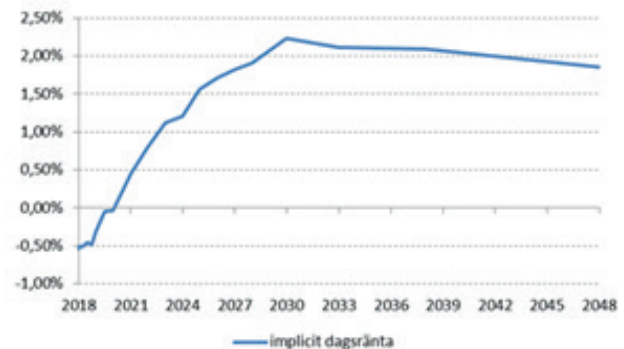
- Utdelningarna har blivit dyrare; kursen faller mer än utdelningen (se till exempel bankerna).

Samtidigt är det intressant att notera att inte kreditspreadar ökat, vilket kan vara ett tecken på att oron överskattas.

### Orimliga förväntningar på ränteplaceringar

Finanskrisen i kombination med låg inflation har medfört att marknadsräntorna ligger på extremnivåer. Vi menar att detta inte är långsiktigt hållbart samt att kapitalägare ska vänta sig mycket låg avkastning på ränteplaceringar de närmaste åren. Detta visas tydligt i nedanstående figur som visar den förväntade dagsräntan de närmaste 30 åren.

Figur: Implicit framtida dagsränta i Sverige



Figuren visar att marknaden förväntar sig att Riksbankens reporänta enbart marginellt kommer att överstiga två procent under de närmaste 30 åren det vill säga i nivå med Riksbankens mål. Förenklat betyder det att om Riksbanken lyckas med att uppnå två procents inflation finns det ingen real avkastning att hämta på räntemarknaden.

Men det som är mest intressant är att Riksbanken själv säger att en neutral real styrränta ligger mellan 0,5 och 2 procent som alltså i nominella termer skulle bli en reporänta mellan 2,5 till 4,0 procent.

Det finns bara tre möjliga förklaringar. Antingen har marknaden fel idag och räntor ska vara högre, den neutrala styrräntan är lägre (snarare kring 0 procent) eller så kommer inflationen på sikt att understiga målet på 2 procent.

Vår slutsats är att den första är korrekt dvs att marknaden har fel och att räntor på sikt ska vara högre. Vi förväntar oss inte någon dramatik i ränteuppgången men räntor har börjat röra sig sakta uppåt. Avkastningen på ränteplaceringar kan vi således förvänta oss vara mycket låg de närmaste åren.

### Hur ska vi se på aktier?

För att kunna bedöma den framtida börsutvecklingen och samtidigt försöka göra en pedagogisk genomgång kan man förenklat förklara företagsvinster som i nedanstående figur.

Figur: Schematisk bild av företagsvinster



Den höga globala ekonomiska tillväxten medför att företagens intäkter ökar. Däremot på kostnadssidan ser det sämre ut. Lönekostnader ökar, även om det fortfarande är på låga nivåer. Det blir allt svårare att rekrytera kompetent personal, vilket medför att risken för löneglidning och därmed högre lönekostnader. Räntor är på väg uppåt och därmed kapitalkostnader. Priset på insatsvaror stiger, vilket bland annat kan ses av stigande oljepris. Totalt sett ökar kostnader. Företagens vinstmarginaler är höga i nuläget och det är sannolikt att de kommer att minska något framledes.

Börsen klarar något högre räntor, men definitivt inte 7-8 ytterligare höjningar av FED. I ett sådant scenario skulle styrräntan höjas med ca 2 procentenheter till 3,5

procent. Enligt vår bedömning skulle det resultera i en amerikansk tioårsränta som ligger mellan 3,5-4,0 procent det vill säga cirka en procentenhet högre än idag. Ett sådant scenario medför fallande börs. Vi tror att den amerikanska centralbanken avslutar sin höjningscykel på en lägre räntenivå eftersom ekonomin försvagas kraftigt om höjningen blir för kraftig. Än så länge fokuserar börsen på goda utdelningar och stark konjunktur. Vår bedömning är att aktiemarknadens fokus kommer att skifta mot centralbankernas beteende under året.

### Låga riskpremier betyder lägre framtida avkastning

De allt lägre marknadsräntorna under senare år kombinerad med en insyn att låga räntor kommer att bestå under lång tid har medfört att värderingarna för alla riskfyllda tillgångar ökat markant. Det är samma sak som att säga att riskpremien minskat. Nedan visas en beräknad riskpremie för den amerikanska aktiemarknaden. Oavsett hur det mäts kan vi konstatera att den är på historiskt låga nivåer.

Figur: Riskpremie på amerikansk aktiemarknad



Det finns många sätt att mäta riskpremien på aktier. Ovan visas den så kallade FED-modellen. Vi har valt att dels utgå från befintliga PEG-tal (12 mån forward), dels "Schiller-PE" som cyklist justerar företagens vinstmarginaler.

Båda dessa metoder att beräkna riskpremie visar att den är låg.

All empirisk forskning och erfarenhet visar att, när riskpremierna är historiskt låga, kommer den framtida avkastningen att vara mycket låg. Det är just i en sådan situation som vi befinner oss. Riskpremierna kan därför långsiktigt väntas återgå till ett genomsnittligt läge.

### Vad kan vi vänta oss av en 60/40 portfölj?

Syftet med nedanstående exempel är att visa att den förväntade avkastningen bör betraktas som mycket låg de närmaste åren.

För ränteplaceringar är vår bedömning att avkastningen i nominella termer kommer att bli cirka 1 procent per år de närmaste fem åren. Den bedömningen grundar sig på att räntor fortsätter stiga långsamt och stiger till ca två procent (mätt som femårs bostadsobligationsränta) under 2020. Även om det är en långsam uppgång är det mer än marknaden väntar sig.

Avkastningen på aktier bedömer vi vara lägre än för det historiska genomsnittet. Vi bedömer att aktier kommer att ge lite mer än direktavkastning i genomsnitt eller cirka fem procent årligen.

Tabell: Förväntad aktie- och ränteavkastning de närmaste fem åren

Tillgång	Andel	Förväntad avk/år	Bidrag	Real avkastning
Aktier	60%	5%	3,0	3%
Ränte	40%	1%	0,4	-1%
Portfölj	100%		3,4%	1,4%

Tabellen visar att med vår tänkta 60/40 portfölj kommer avkastningen att bli ca 1,4 procent realt. Detta är nog väsentligt lägre än vad de flesta kapitalägare har som avkastningskrav. Flera kapitalägare har reala avkastningskrav på 3 procent, vilket skulle kräva en genomsnittlig börsavkastning på ca 7,7 procent om ränteavkastningen blir runt 1 procent. Vi anser detta högst osannolikt att uppnå de närmaste åren.

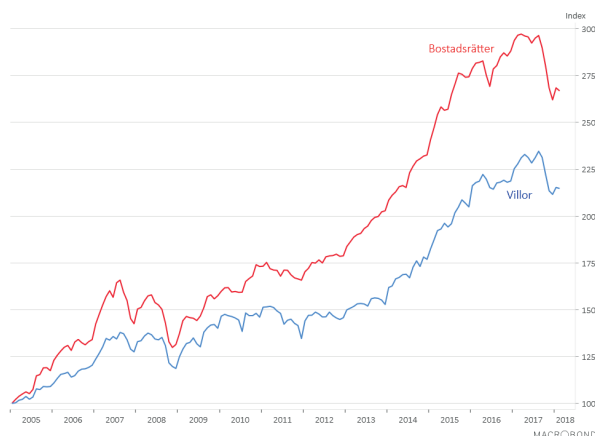
### Andra tillgångsslag

Den goda konjunktursituationen gynnar även företagsobligationer eftersom betalningsinställelser från bolag ter sig mindre sannolika. Det är naturligt att kreditspreadar minskat under året eftersom konjunkturen är god. Även denna riskpremie – mätt som räntedifferens mot statsobligationer med samma löptid – börjar bli oattraktiv dvs en investerare får inte betalt för den kredit- och likviditetsrisk det innebär att äga en företagsobligation. Sammantaget innebär det att alla typer av ränteplaceringar ter sig mindre attraktiva.

Kommersiella fastigheter bedömer vi vara en god placering generellt. Den goda konjunkturen innebär goda kassaflöden samtidigt som vakansrisker är fortsatt låga, särskilt i regioncentra. Till det ska läggas att riskpremien på kommersiella fastigheter är fortsatt hög, även om den minskat under senare år.

Oron på bostadsmarknaden ska inte underskattas även om vår bedömning fortsatt är att den inte kommer att eskalera till en faktor som kraftigt hämmar svensk tillväxt. Prisfallet, som ses nedan, kommer sannolikt att pågå ytterligare en tid. Detta prisfall förklaras främst av ett utbudsöverskott på bostadsrätter i större städer dvs det har byggts primärt för ”välbeställda” hushåll. Det är trots allt en stor efterfrågan på boende i större städer pga demografiska orsaker. Bostadsbyggandet kommer inte att upphöra, men däremot kommer bidraget till BNP att minska.

Figur: Utveckling för villor och bostadsrätter i Stockholm sedan 2005





Sverige har tur i den bemärkelsen att den globala tillväxten kan förutsättas vara god under 2018 och kan därmed ersätta åtminstone delar av minskade bygginvesteringar. Sedan bör det påpekas att hushållens ekonomiska situation är fortsatt god, vi kommer att ha fortsatt låga räntor och sysselsättningen stiger. I vårt scenario ingår även att några fastighetsbolag, som främst vänt sig mot "rikare hushåll" kommer att få problem och det är sannolikt att en del projekt kommer att bli hyresbostäder, vilket mycket kraftfullt kommer att påverka resultatet för dessa bolag. Vi kan även se att börsen straffat dessa bolag hårt, men samtidigt att andra fastighetsbolag haft en väsentligt bättre utveckling vilket vi bedömer vara rimligt.

Fastighetsbolag har fått ökade finansieringsutmaningar. Det visar sig genom att vissa bolag har fått svårare att låna, dels belåningsgraderna sjunker och bankernas

lånemarginaler ökar. Dessutom är räntorna i en stigande trend. Vi är inte pessimistiska men en ökad osäkerhet har infunnit sig.

Vår slutsats är att det blivit än viktigare att välja "rätt" fastighetsstrategi. Det innebär fysiska fastigheter, fastighetsfonder eller fastighetsprojekt som inkluderar långa hyresavtal med "säkra" hyresgäster som ger en hög sannolikhet för stabil och god direktavkastning. Trots dessa osäkerheter bedömer vi att direktavkastningen kommer att vara fortsatt god för fysiska fastigheter medan däremot värdeförändringar är mer osäkra.

## Slutsatser

Låt oss först konstatera att den amerikanska centralbanken kommer att fortsätta höja styrräntan, vilket kommer att bli alltmer hämmande för börsen. Alternativet – ränteplaceringar – blir allt mer attraktivt när värderingar på aktiemarknaden är höga. Däremot tror vi inte att höjningarna blir så pass kraftiga att de leder till en stort fall i konjunkturen och därmed på börsen. Det ska läggas till att vi kommer få betala

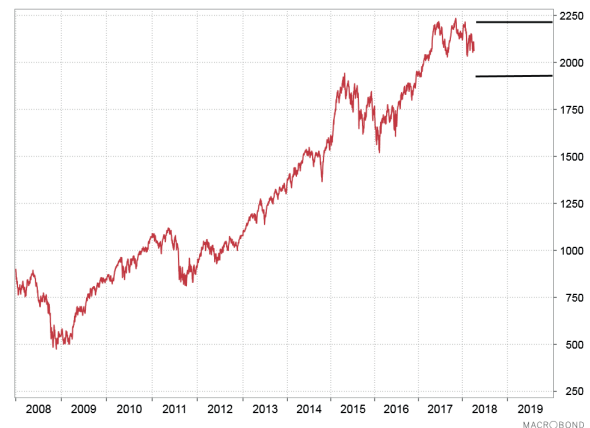
tillbaka lite av det vi lånat av framtiden, det vill säga att avkastningen på aktier, fastigheter och andra riskfyllda placeringar blir lägre än det historiska genomsnittet under kommande år.

Realräntorna har varit exceptionellt låga under flera år och det är troligt att de kommer att stiga något. Vi går mot en mer "normal" värld med positiva styrräntor vilket innebär något högre räntor. Detta kräver en anpassning till något lägre förväntad avkastning på riskfyllda tillgångar.

Riskpremierna på riskfyllda placeringar förväntar vi oss att de ska stiga något. Det förhindrar att avkastningstalen kommer att ligga i nivå med historiska genomsnitt.

Vi förväntar oss att börsen kommer att ligga ungefär på nuvarande nivå under 2018-19, men att den rör sig i en range från dagens nivå med  $\pm 7,5$  procentenheter. Se nedanstående figur.

Figur: Vår bedömning om framtida svensk börs under 2018-19



Nedan följer avkastningen för våra konsortier under 2018.

Tabell: Avkastning i våra konsortier

Konsortie	2018	Index
Räntekonsortiet	0,35	0,19
Företagsobligationskonsortiet	0,64	0,54
Företagsobligationskonsortiet FRN	0,22	0,17
Stiftelskonsortiet GIVA	-0,93	n.a.
Aktiekonsortiet Sverige	-1,09	-0,30
Aktieindexkonsortiet Sverige	0,38	0,38
Aktieindexkonsortiet Apple	-1,07	-0,28
Akteikonsortiet Spiran	1,02	0,32
Småbolagskonsortiet Kronan	-3,84	n.a.
Aktieindexkonsortiet Utland.	0,54	1,74

# Definitioner

Alla nyckeltal är baserade på månadsdata för perioden.

## Avkastning & jämförelseindex

Portföljens respektive jämförelseindexets avkastning beräknas utifrån daglig data.

## 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.

## 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 & 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.

## Standardavvikelse & jämförelseindex

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

## 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.

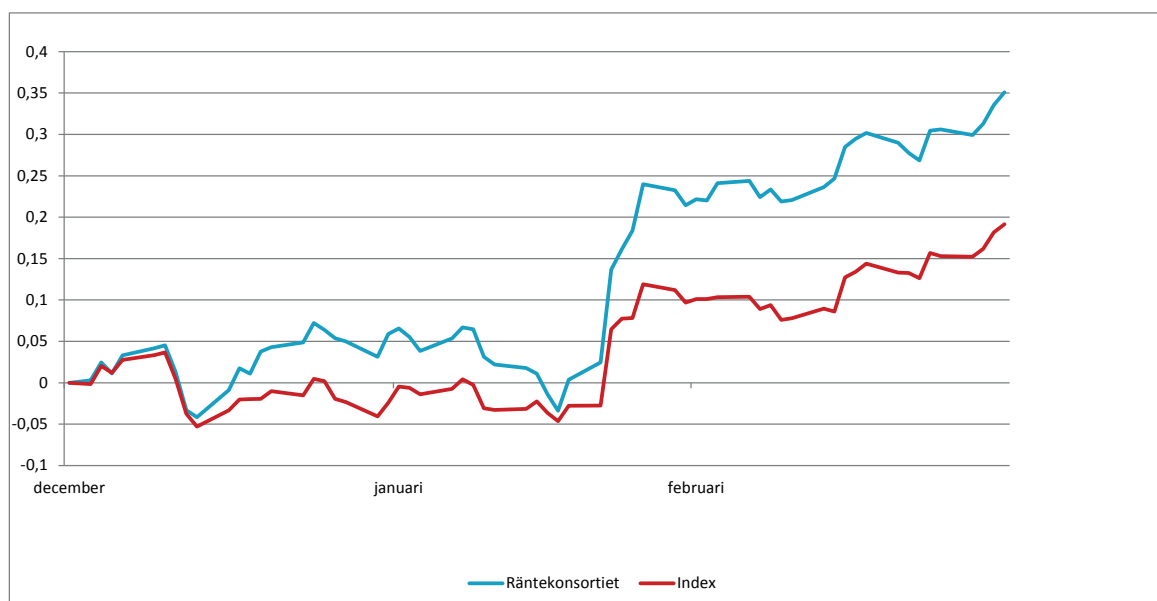
# Räntekonsortiet

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-03-29	4 332 928
Förmögenhet föregående månad (tkr)		4 433 978
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	5 591 805
Andelar (antal)	2018-03-29	36 292 912
Andelsvärde inkl. utdelning		119
Andelsvärde exkl. utdelning		119

Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		0,13 (0,09)
3 mån (%)		0,35 (0,19)
Sedan årets start (%)		0,35 (0,19)

## Avkastning (januari - mars) (%)





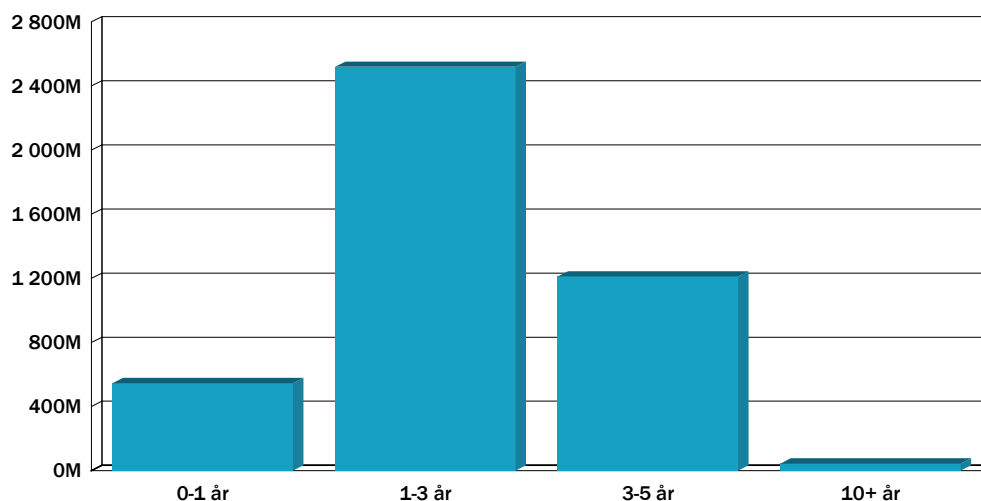
## Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	0,76 (0,69)
Sharpekvot*	0,67 (0,10)
Informationskvot*	2,69
Informationskvot 12-månaderstal	3,80
Tracking error (%)*	0,16
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,14
Duration	1,75

## Största enskilda innehav

	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
NasdaqOMX instrument	18,80%	1 003 191 037
Landshypotek	12,35%	658 849 042
SBAB	9,51%	507 525 350
Stadshypotek	8,76%	467 363 993
Länsförsäkringar Hypotek	6,46%	344 867 227
Vasakronan Fastighet	6,37%	340 038 956
Danske Hypotek AB	4,50%	240 198 140
Ålandsbanken	4,29%	228 872 056
Willhem	2,72%	145 073 950
Sparbanken skåne	2,58%	137 710 882

## Förfallostruktur



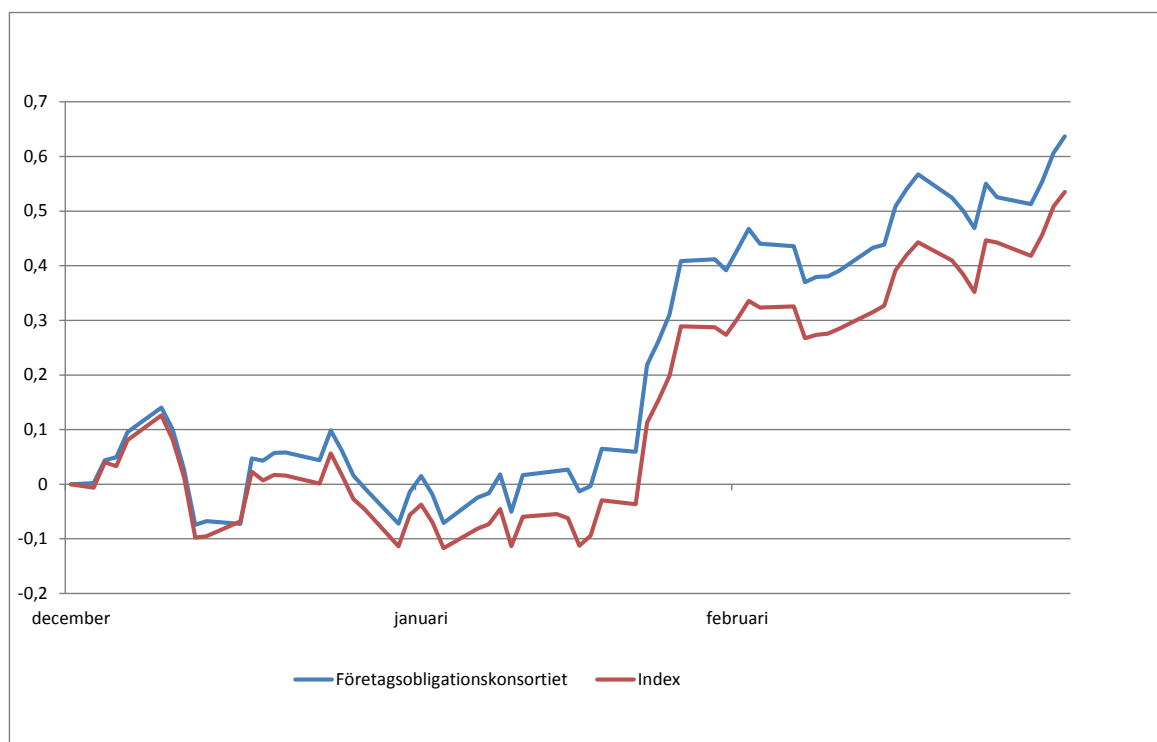
# Företagsobligationskonsortiet

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-03-29	2 472 296
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 493 399
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	2 780 658
Andelar (antal)	2018-03-29	2 359 006
Andelsvärde inkl. utdelning		1 048
Andelsvärde exkl. utdelning		1 042

Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		0,21 (0,23)
3 mån (%)		0,64 (0,54)
Sedan årets start (%)		0,64 (0,54)

## Avkastning (januari - mars) (%)



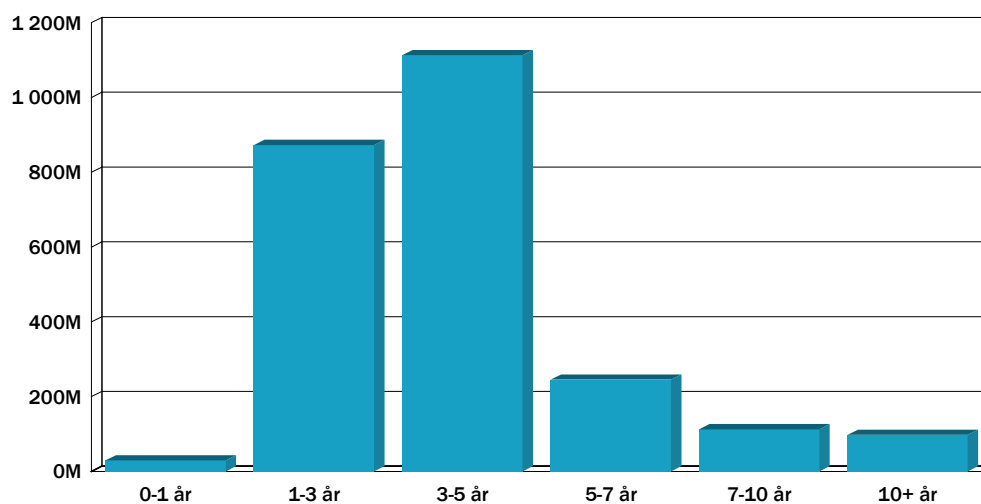
## Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	1,35 (1,38)
Sharpekvot*	1,46 (1,03)
Informationskvot*	1,75
Informationskvot 12-månaderstal	2,80
Tracking error (%)*	0,31
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,13
Duration	3,01

## Största enskilda innehav

	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Fortum värme	5,87%	142 317 789
Hufvudstaden	4,62%	111 933 015
Volvo Finans	4,00%	96 870 111
Castellum	3,91%	94 698 532
Willhem	3,77%	91 402 378
Sandvik	3,70%	89 600 883
SBAB	3,65%	88 521 596
Nordea Hypotek	3,35%	81 267 591
Rodamco Sverige	3,23%	78 354 509
LeasePlan	2,95%	71 378 603

## Förfallostruktur



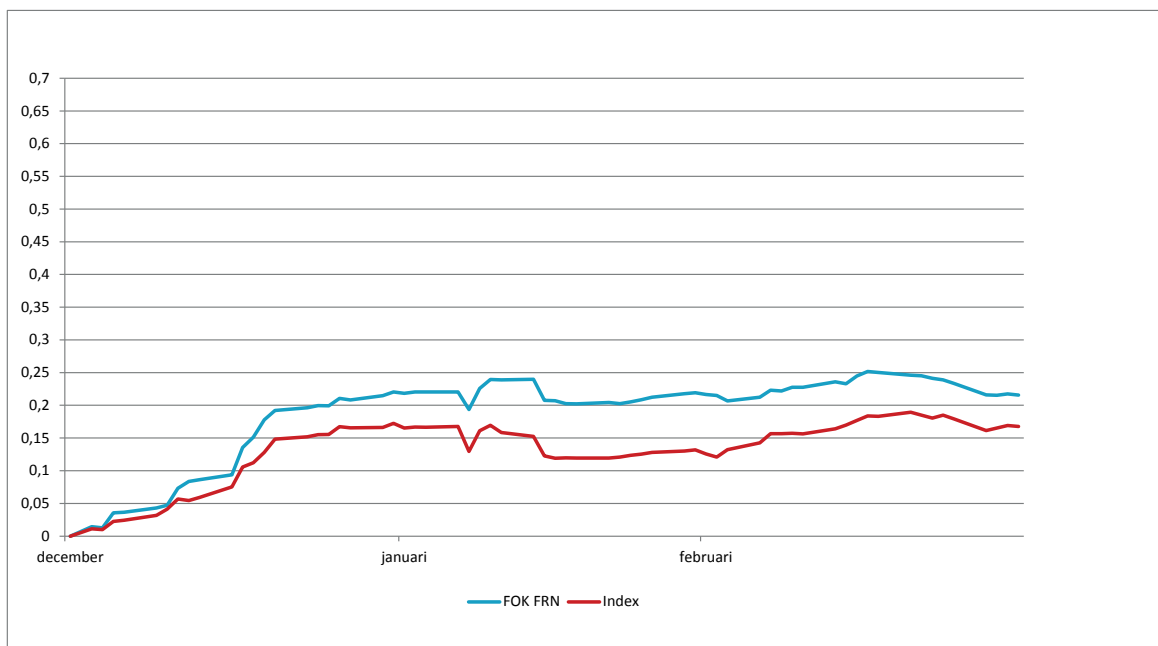


# Företagsobligationskonsortiet FRN

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-03-29	292 417
Förmögenhet föregående månad (tkr)		264 239
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	263 668
Andelar (antal)	2018-03-29	
Andelsvärde inkl. utdelning		
Andelsvärde exkl. utdelning		
Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		0,00 (0,04)
3 mån (%)		0,22 (0,17)
Sedan årets start (%)		0,22 (0,17)

## Avkastning (januari - mars) (%)



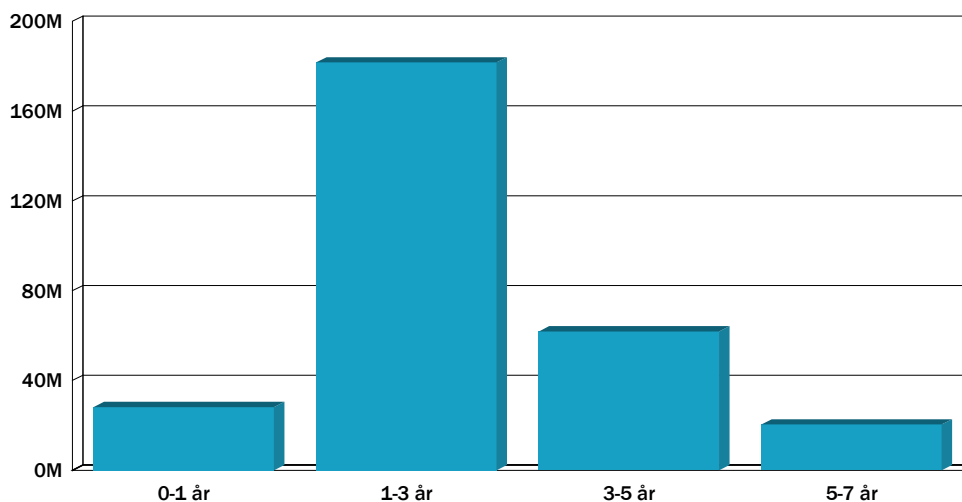
## Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	0,29 (0,23)
Sharpekvot*	4,95 (6,28)
Tracking error (%)*	0,13
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,13

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Vasakronan Fastighet	9,61%	28 096 432
Sveaskog MTN	8,27%	24 196 621
Nordea Bank	7,27%	21 269 727
Deutsche Bahn Finance	7,19%	21 033 241
Rikshem	6,28%	18 357 915
Länsförsäkringar Bank	5,95%	17 405 102
Willhem	5,52%	16 142 614
Specialfastigheter Sverige AB	5,17%	15 121 021
Ålandsbanken	5,15%	15 054 041
SBAB	4,87%	14 246 321

## Förfallostruktur



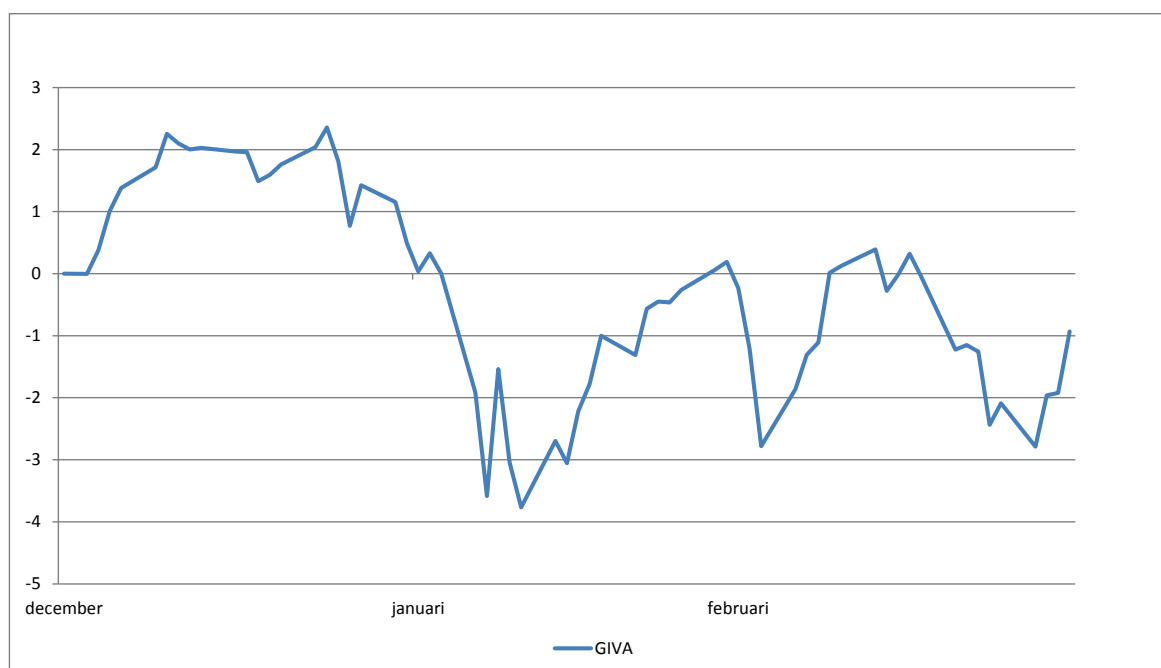
# Stiftelsekonsortiet GIVA

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 aktie marknaden. Konsortiet investerar i aktier och företagsobligationer och dessutom säljs köpoptioner mot aktieinnehaven vilket ytterligare minskar risken och ökar de utdelningsbara medlen.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-03-29	690 702
Förmögenhet föregående månad (tkr)		705 926
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	705 716
Andelar (antal)	2018-03-29	676 530
Andelsvärde inkl. utdelning		1 021
Andelsvärde exkl. utdelning		995

Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		-0,70
3 mån (%)		-0,93
Sedan årets start (%)		-0,93

## Avkastning (januari - mars) (%)



**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	6,72
Sharpekvot*	1,06

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Bank	7,74%	53 460 000
Volvo B	7,17%	49 536 669
SEB A	6,88%	47 554 681
Hennes & Mauritz B	6,30%	43 520 454
TeliaSonera	5,44%	37 598 351
Skanska B	5,38%	37 125 249
Sandvik	5,11%	35 285 010
Trelleborg B	4,86%	33 536 530
SKF B	3,33%	22 995 506
LM Ericsson B	3,04%	21 016 173

**Utdelning**

Utdelning 170815	1,57 %
Utdelning 171215	1,30 %
Utdelning 180413	3,24 %

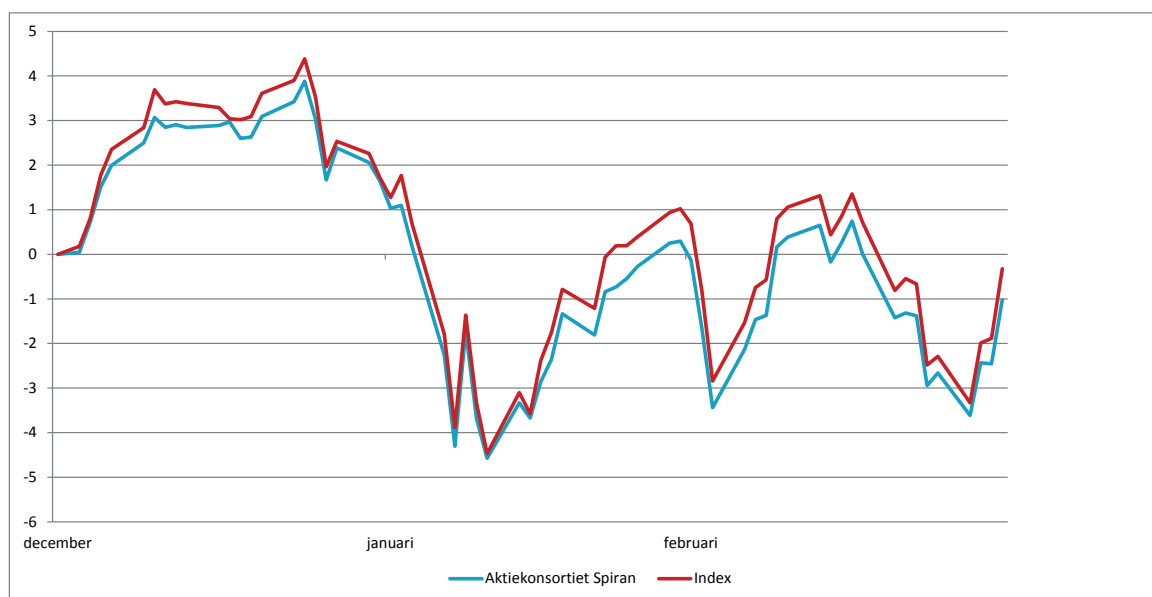
# Aktiekonsortiet Spiran

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-03-29	1 109 967
Förmögenhet föregående månad (tkr)		1 052 288
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	1 053 653
Andelar (antal)	2018-03-29	149 805
Andelsvärde inkl. utdelning		7 409
Andelsvärde exkl. utdelning		7 294

Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		-0,89 (-1,00)
3 mån (%)		-1,02 (-0,32)
Sedan årets start (%)		-1,02 (-0,32)

## Avkastning (januari - mars) (%)





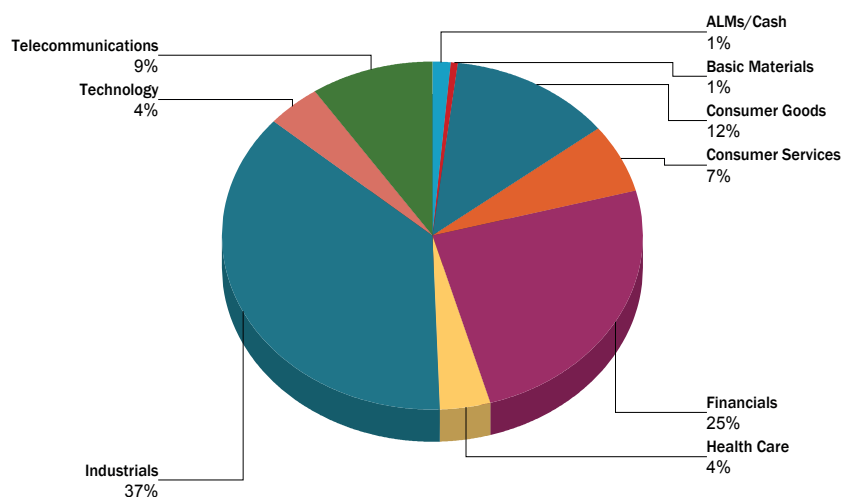
## Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	12,02 (11,71)
Sharpekvot*	0,83 (0,92)
Informationskvot*	-0,58
Informationskvot 12-månaderstal	-1,33
Tracking error (%)*	1,38
Tracking error 12-månaderstal (%)	1,65
Duration	

## Största enskilda innehav

	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Volvo B	9,72%	106 575 000
Nordea Bank	9,27%	101 589 503
Sandvik	6,03%	66 062 378
TeliaSonera	5,84%	63 996 758
Hennes & Mauritz B	5,27%	57 724 504
Atlas Copco B	4,89%	53 594 745
Essity	4,89%	53 578 757
Autoliv	4,61%	50 503 143
Skanska B	4,34%	47 612 033
LM Ericsson B	4,28%	46 949 036

## Branschfördelning



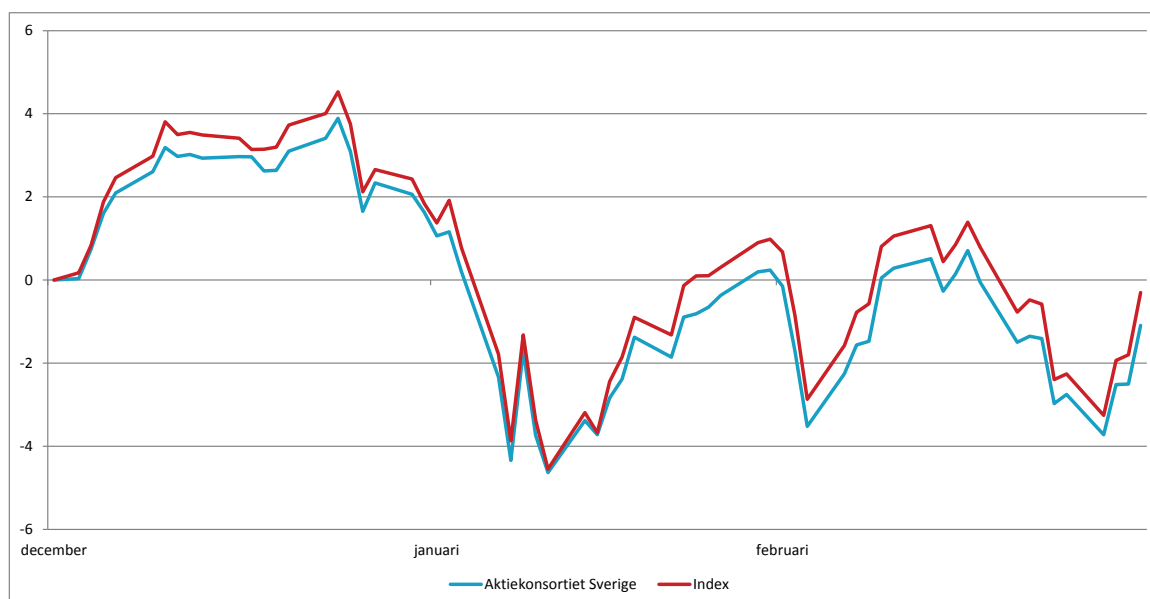
# Aktiekonsortiet Sverige

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-03-29	3 572 433
Förmögenhet föregående månad (tkr)		3 626 534
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	3 661 974
Andelar (antal)	2018-03-29	495 082
Andelsvärde inkl. utdelning		7 216
Andelsvärde exkl. utdelning		7 115

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-0,95 (-0,97)
3 mån (%)	-1,09 (-0,30)
Sedan årets start (%)	-1,09 (-0,30)

## Avkastning (januari - mars) (%)



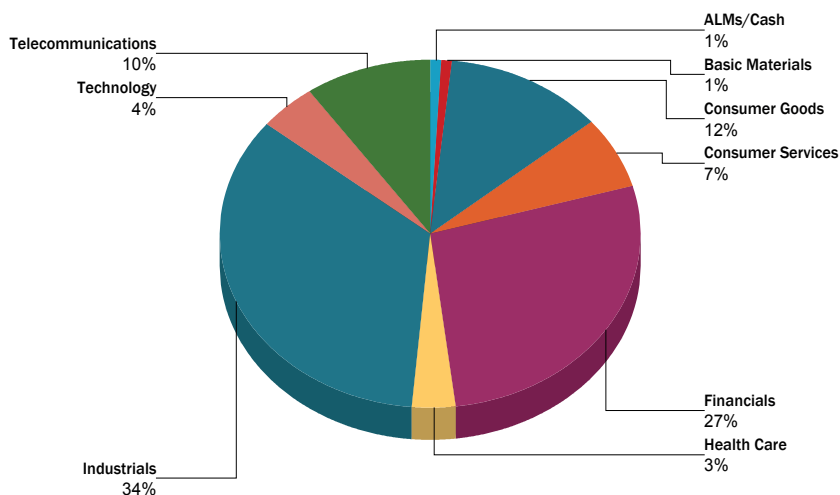
## Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	12,02 (11,76)
Sharpekvot*	0,82 (0,92)
Informationskvot*	-0,72
Informationskvot 12-månaderstal	-1,67
Tracking error (%)*	1,28
Tracking error 12-månaderstal (%)	1,34
Duration	

## Största enskilda innehav

	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Bank	8,79%	311 392 115
Volvo B	8,75%	309 884 778
TeliaSonera	5,84%	206 891 839
Sandvik	5,79%	205 128 640
Essity	5,06%	179 002 558
Hennes & Mauritz B	4,97%	176 135 771
Atlas Copco B	4,58%	162 040 698
LM Ericsson B	4,48%	158 718 564
Skanska B	4,42%	156 557 040
Autoliv	4,40%	155 695 869

## Branschfördelning



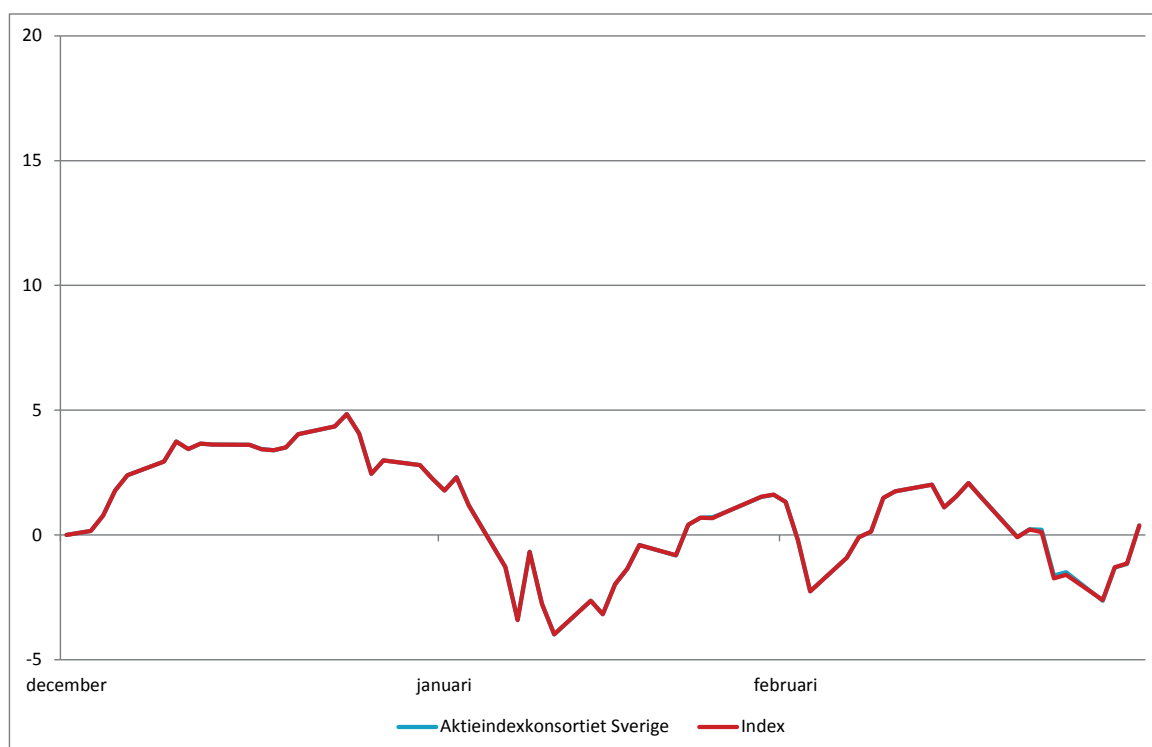
# Aktieindexkonsortiet Sverige

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-03-29	1 929 168
Förmögenhet föregående månad (tkr)		1 947 352
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	1 946 779
Andelar (antal)	2018-03-29	11 127 419
Andelsvärde inkl. utdelning		173
Andelsvärde exkl. utdelning		170

Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		-0,93 (-0,94)
3 mån (%)		0,38 (0,38)
Sedan årets start (%)		0,38 (0,38)

## Avkastning (januari - september) (%)



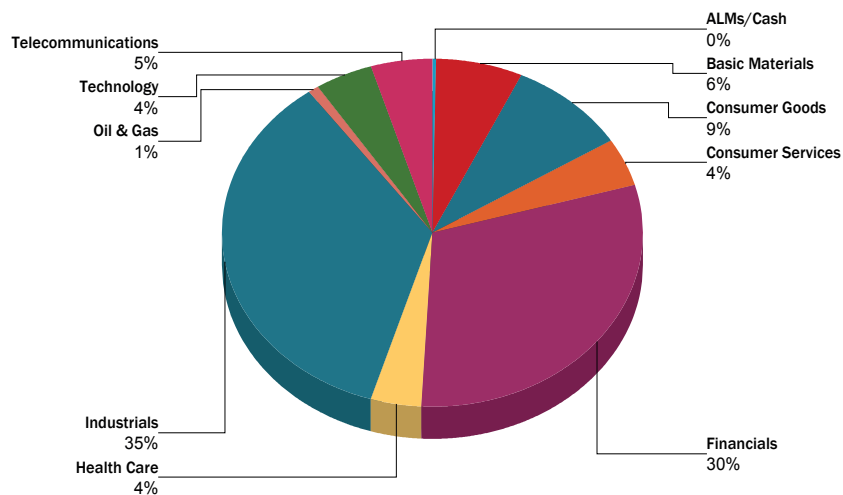
## Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	12,07 (12,06)
Sharpekvot*	0,74 (0,73)
Informationskvot*	1,00
Informationskvot 12-månaderstal	1,14
Tracking error (%)*	0,04
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,05
Duration	

## Största enskilda innehav

	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Bank	7,72%	148 247 520
Volvo B	6,79%	130 281 695
Atlas Copco A	6,32%	121 405 099
Swedbank A	4,82%	92 498 802
Assa Abloy AB	4,59%	88 062 921
LM Ericsson B	4,40%	84 553 142
Sandvik	4,25%	81 546 420
Investor B	4,15%	79 584 014
Handelsbanken A	4,04%	77 593 885
Essity	3,99%	76 525 763

## Branschfördelning





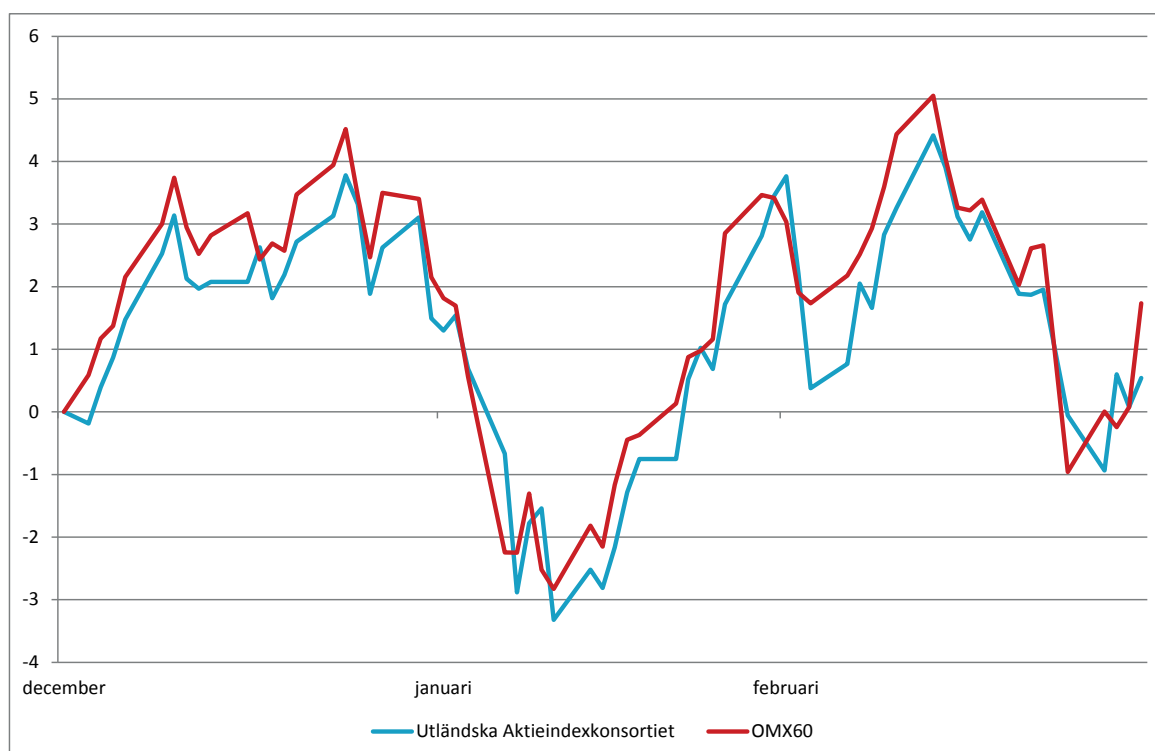
# Aktieindexkonsortiet Utland

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-03-29	2 552 931
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 637 329
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	2 511 038
Andelar (antal)	2018-03-29	306 017
Andelsvärde inkl. utdelning		8 342
Andelsvärde exkl. utdelning		8 333

Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		-3,11 (-1,26)
3 mån (%)		0,54 (1,74)
Sedan årets start (%)		0,54 (1,74)

## Avkastning (januari - mars) (%)



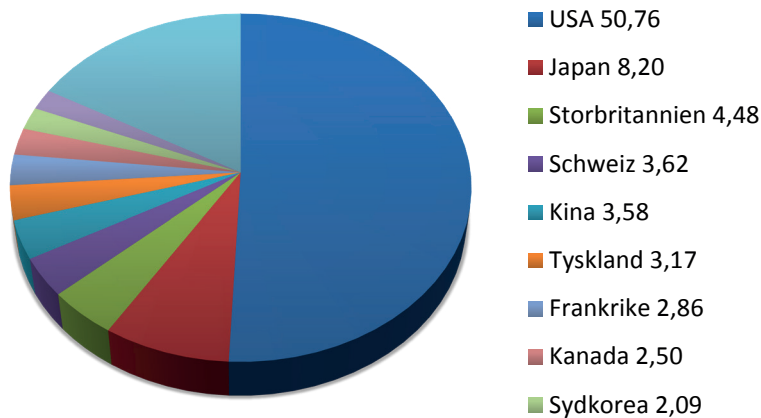
## Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	10,95 (10,55)
Sharpekvot*	1,31 (1,38)
Informationskvot*	-0,08
Informationskvot 12-månaderstal	-0,23
Tracking error (%)*	2,15
Tracking error 12-månaderstal (%)	2,75
Duration	

## Största enskilda innehav

	Andel
Apple	2,53%
Microsoft	1,94%
Amazon.com	1,70%
Facebook	1,14%
JPMorgan Chase	1,13%
Johnson & Johnson	1,00%
Alphabet C	0,96%
Bank of America	0,86%
Tencent	0,85%
Alphabet A	0,85%

## Geografisk fördelning



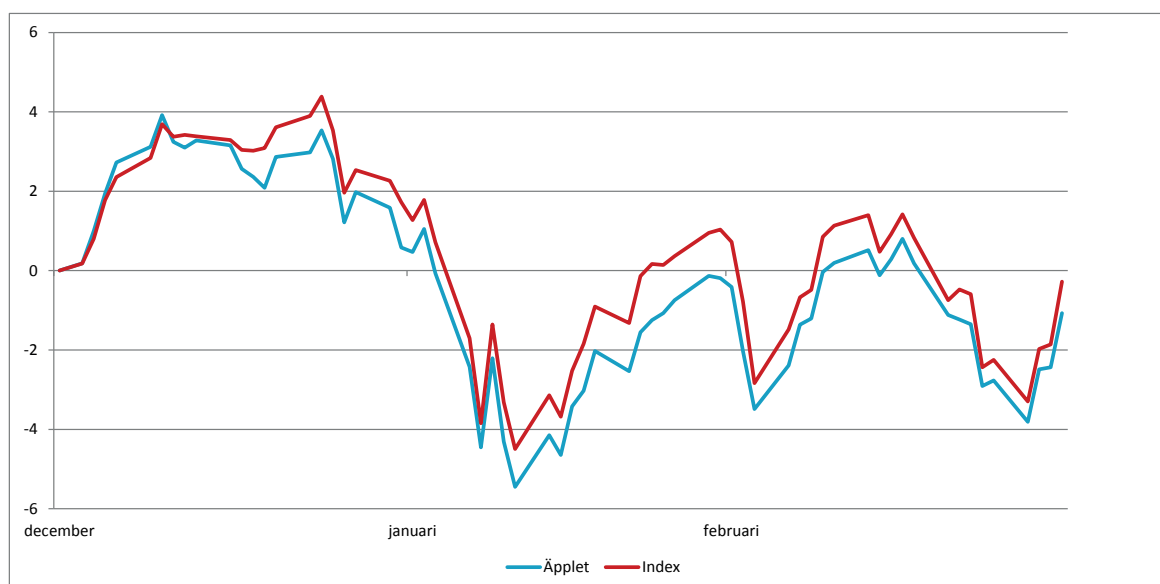
# Aktieindexkonsortiet Äpplet

Ett likaviktat aktieindexkonsortium.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-03-29	79 462
Förmögenhet föregående månad (tkr)		59 606
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	59 853
Andelar (antal)	2018-03-29	75 223
Andelsvärde inkl. utdelning		1 056
Andelsvärde exkl. utdelning		1 046

Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		-0,66 (-0,99)
3 mån (%)		-1,07 (-0,28)
Sedan årets start (%)		-1,07 (-0,28)

## Avkastning (januari - mars) (%)



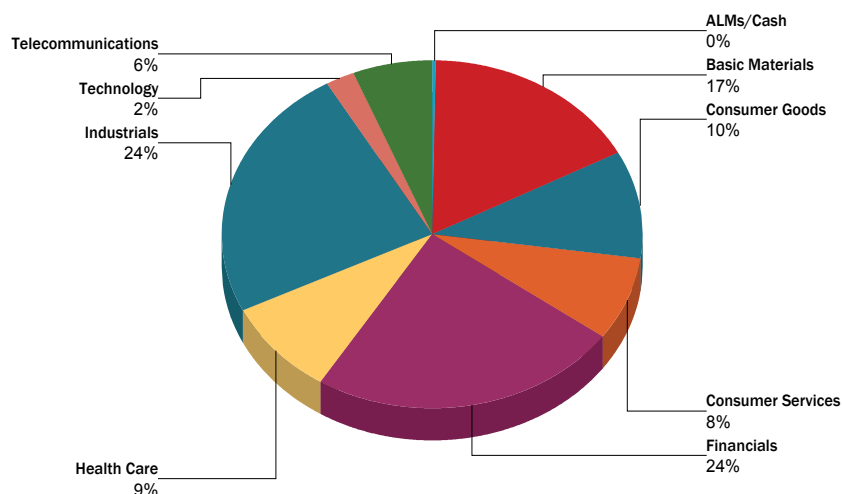
## Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	10,95 (10,55)
Sharpekvot*	1,31 (1,38)
Tracking error (%)*	2,15
Tracking error 12-månaderstal (%)	2,75

## Största enskilda innehav

	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Elekta B	2,41%	1 909 001
Stora Enso R	2,29%	1 809 902
Svenska Cellulosa B	2,28%	1 807 566
Swedish Orphan Biovitrum	2,24%	1 775 931
BillerudKorsnas	2,24%	1 771 639
JM	2,23%	1 765 572
Fabege	2,22%	1 757 376
AstraZeneca	2,21%	1 745 950
Holmen B	2,20%	1 739 520
Kinnevik	2,19%	734 209

## Branschfördelning

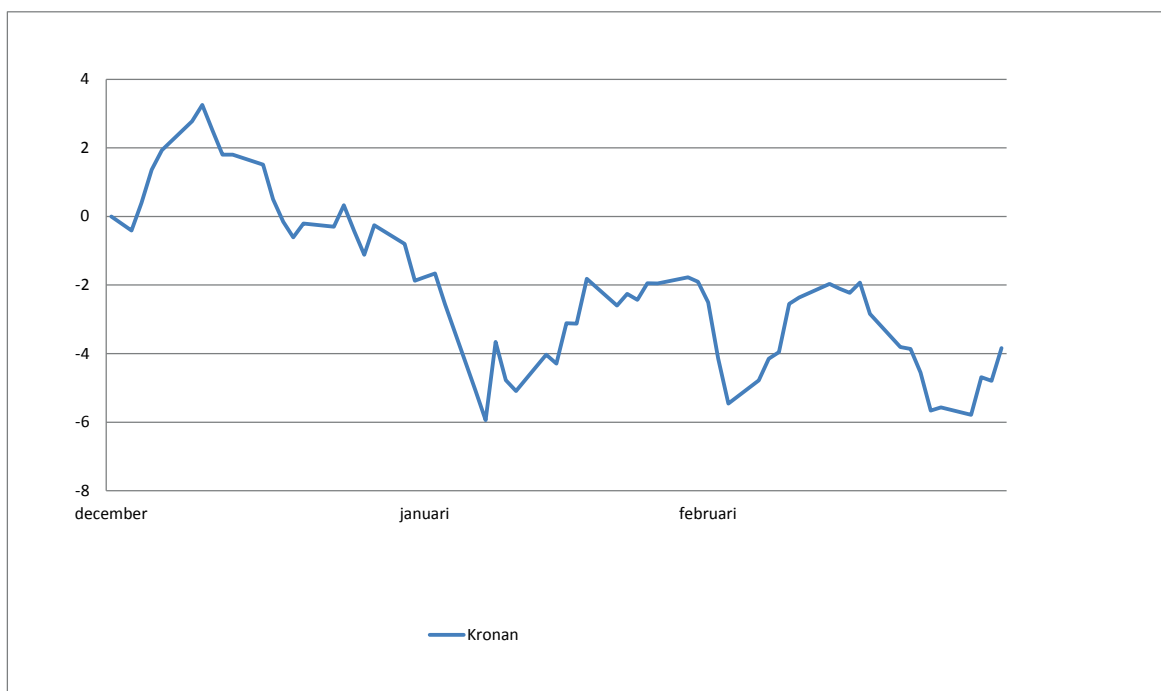


# Aktiekonsortiet Kronan

Köper du Kronan så köper du in dig i en portfölj med välskötta, finansiellt stabila småbolag som normalt ger ägarna en god direktavkastning. Ambitionen är att nå en riskjusterad avkastning ("Sharpe Ratio") som dels är bättre än börsen i genomsnitt, dels bättre än ett småbolagsindex. Tanken är att detta ska åstadkommas, dels med hjälp av ovanstående kriterier, dels av en mer likaviktad portfölj. Det senare innebär att antalet innehav blir runt 30 och att inget bolag kommer att ha en vikt överstigande 5 procent.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-03-29	1 109 967
Förmögenhet föregående månad (tkr)		1 052 288
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	1 053 653
Andelar (antal)	2018-03-29	149 805
Andelsvärde inkl. utdelning		7 409
Andelsvärde exkl. utdelning		7 294
Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		-0,89 (-1,00)
3 mån (%)		-1,02 (-0,32)
Sedan årets start (%)		-1,02 (-0,32)

## Avkastning (januari - mars) (%)



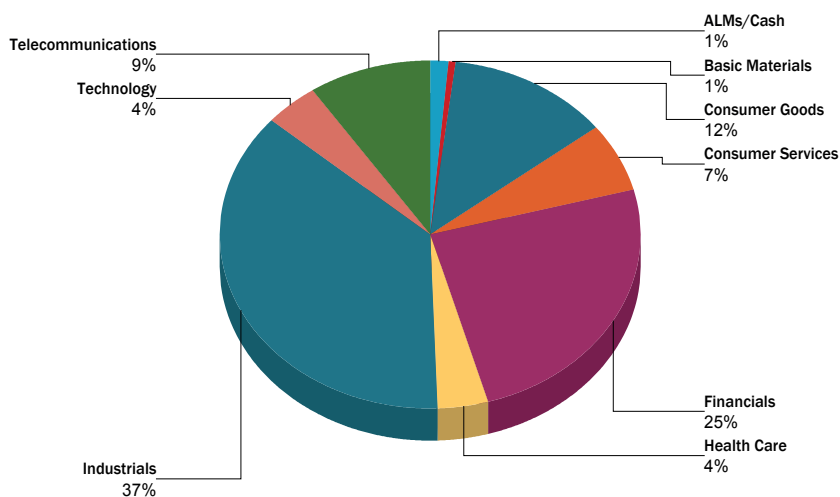
## Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	12,02 (11,71)
Sharpekvot*	0,83 (0,92)
Informationskvot*	1,38
Informationskvot 12-månaderstal	1,56

## Största enskilda innehav

	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Volvo B	9,72%	106 575 000
Nordea Bank	9,27%	101 589 503
Sandvik	6,03%	66 062 378
TeliaSonera	5,84%	63 996 758
Hennes & Mauritz B	5,27%	57 724 504
Atlas Copco B	4,89%	53 594 745
Essity	4,89%	53 578 757
Autoliv	4,61%	50 503 143
Skanska B	4,34%	47 612 033
LM Ericsson B	4,28%	46 949 036

## Branschfördelning











KAMMARKOLLEGIET