



Kapitalförvaltningens kvartalsrapport Q4 2018



KAMMARKOLLEGIET



Innehåll

Fortsatt låga räntor	4
Svagare ekonomisk utveckling men bättre börs?	6
Reala och finansiella indikatorer visar lägre tillväxt	7
Realräntans betydelse	7
Räntor kommer att vara långsiktigt låga	8
Inflationsjokern	9
Vad signalerar kreditmarknaden?	9
Riksbanken har äntligen agerat	10
För mycket rädsla på aktiemarknaden	11
Vad prissätter börsen?	12
Svenska aktiemarknaden	12
Alternativa tillgångslag	13
Slutsatser	14
Hur bör kapitalet allokeras	14
Definitioner	15
Räntekonsortiet	16
Företagsobligationskonsortiet	18
Företagsobligationskonsortiet FRN	20
Stiftelsekonsortiet GIVA	22
Aktiekonsortiet Spiran	24
Aktiekonsortiet Sverige	26
Aktieindexkonsortiet Sverige	28
Aktieindexkonsortiet Utland	30
Aktieindexkonsortiet Äpplet	33
Aktieindexkonsortiet Kronan	34

Fortsatt låga räntor

Den negativa börsutvecklingen under sista kvartalet indikerar att marknaden tror på avmattning efter en lång period av stark tillväxt. Volatiliteten steg och dagliga rörelser på +/- 2 procent var inte ovanligt. Räntor som successivt steg under året, föll tillbaka igen under december i takt med att börserna föll i värde. Vi har således fått en mindre övervärderad börs och fortsatt låga räntor. Riksbanken levererade så till slut sin första repo-räntehöjning (sedan 2011) i december och prognosen är att vi når nollränta någon gång innan sommaren. Den svenska kronan är fortsatt väldigt svag, men kanske vi nu ändå sett en vändning? Den svenska tvååriga statsobligationen slutade året på samma nivå som den startade, ca -0,4 procent. Samtidigt sjönk den tioåriga statsobligationen från 0,8 till 0,5 procent. Vi har alltså fortsatt väldigt låga räntor i Euroland och Sverige. Samtidigt som aktier blivit mer rimligt värderade.

Den ökade volatiliteten är sannolikt något vi får vänja oss vid även under 2019. Många år av penningpolitisk stimulans är på väg att reverseras, tillväxten i ekonomin ser ut att mattas och vi har fortfarande många politiska osäkerheter framför oss som måste få sin lösning, som till exempel Brexit, handelskriget mellan USA och Kina samt den höga skuldsättningsgraden i många utvecklade ekonomier. Samtidigt har medvetenheten om vår planets miljöutmaningar vuxit kraftigt och tar allt mer utrymme i debatten. Populismen växer och leder till fortsatta politiska problem. Konjunkturinstitutet varnade nyligen för att den svenska ekonomin kommer tappa fart under 2019, bland annat på grund av utvecklingen på bostadsmarknaden. Vi närmar oss också slutet av "super-skuld cykeln" när antalet arbetslösa

minskar, likviditeten från centralbanker reverseras och skuldsättningsgraden är fortsatt hög. Kanske vi också får se sambandet mellan tillväxt och löneinflation komma tillbaka. Historien visar ett starkt samband mellan förmögenhetstillväxt och BNP – ett samband som de senaste decennierna divergerat och där förmögenheter vuxit betydligt snabbare än BNP. En genomsnittlig reversion (mean reversion) bör betyda att förmögenheter minskar samtidigt som tillväxten avtar.

De flesta tillgångsslag hade en negativ avkastning under 2018, endast fastigheter och vissa räntebärande tillgångar visade marginell positiv avkastning. Som vi skrivit om länge nu, så tror vi att vi får vänja oss vid betydligt lägre avkastningstal framöver. Fortsatt låga räntor gör givetvis mer riskfyllda tillgångsslag mer attraktiva, men vi kommer att få se fortsatta rörelser mellan hopp och förtvivlan under resans gång. Osäkerheten är fortsatt stor. Ni kan läsa mer om vår syn på allokering och marknader i denna rapport.

Under 2018 har det tillkommit ett antal nya kapitalförvaltningskunder. Detta gläder oss! De flesta nya kunderna har vänt sig till oss på rekommendation från redan befintliga kunder. Många av dessa nya kunder väljer att även köpa vår rådgivnings- och allokeringsstjänst. Under året har vi träffat ett flertal externa placeringsråd och styrelser för att agera diskussionspartner i frågor som rör hållbara investeringar, placeringspolicys och tillgångsallokering. Detta är något vi gärna gör eftersom det ger oss en större förståelse för kundernas behov samtidigt som vi ges möjlighet att bygga förtroende för oss som leverantör.

Vi har under flera år sett en ökad efterfrågan på kapitalförvaltningstjänster som rör kundens övergripande tillgångsallokering. Dessa skräddarsydda tjänster kan bestå i att Kapitalförvaltningen är med och driver eller deltar i analys- och utredningsarbete kring lämplig tillgångsallokering, utvärderar och genomför investeringsstrategier samt följer upp och rapporterar resultat. Under de senaste åren har detta inneburit ett ökat fokus på andra marknader och tillgångslag än de som tidigare präglat vår verksamhet och vårt arbete med utländska aktier, valuta, fastigheter och alternativa investeringar ökar. Vi ser att denna utveckling fortsätter och att den bidrar till att Kapitalförvaltningen hos Kammarkollegiet kan erbjuda ett kompetent och kostnadseffektivt förvaltningsalternativ för fler marknader och tillgångslag. Detta har givetvis också inneburit ett stort arbete med att sätta upp bokföring och rapporter för att möta de nya behoven.

Riskhantering och regelefterlevnad är centralt inom kapitalförvaltning. Kammarkollegiet har under året byggt upp en oberoende kontrollfunktion ”Risk och compliance” som är organisatoriskt underställd generaldirektören. Kontrollfunktionen är ett stöd för verksamheten så att den bedrivs med sund

riskhantering och regelefterlevnad inom ramen för kapitalförvaltning. Kontrollfunktionen följer upp, övervakar och utvärderar den operativa och finansiella riskhanteringen inom kapitalförvaltningen.

Läs mer om våra förvaltningsresultat i samtliga konsortier längre fram i rapporten.

Jag hoppas och tror på ett utmanande 2019!



Bengt Svelander

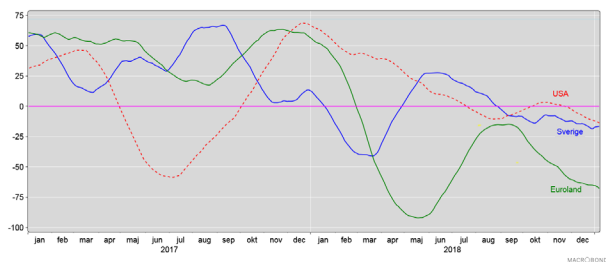
Avdelningschef på Kapitalförvaltningen,
Kammarkollegiet

Svagare ekonomisk utveckling men bättre börs?

Mycket talar för att världsekonomin – liksom den svenska – går mot sämre tider. Däremot tror vi inte på något recessionsscenario. Vi tror inte heller att avmattningen blir så pass svag att den leder till kraftiga försämringar på arbetsmarknaden och därigenom fallande inflation. Det är troligt att centralbanker fortsätter höja försiktigt nästa år, där till exempel den svenska repo-räntan väntas hamna på noll mot sommaren. Vi förväntar oss därför marginellt högre långräntor, vilket inte kommer att bekymra börsen speciellt mycket. De facto kan fortsatt låga räntenivåer nästa år bidra till att stärka börsen eftersom värderingarna nu är på attraktiva nivåer.

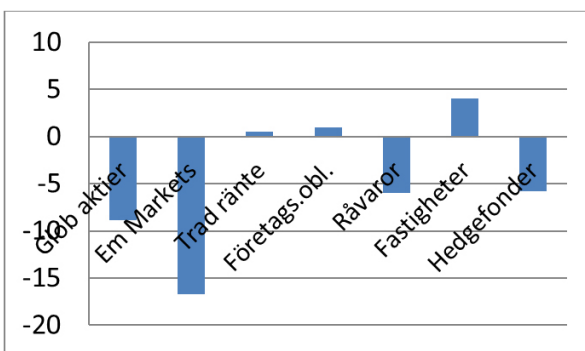
Det är två frågor som är av största vikt för de finansiella marknaderna, dels den ekonomiska tillväxten de närmaste åren, dels ränteutvecklingen mot bakgrund av den ekonomiska utvecklingen. Nedanstående figur visar tydligt att konjunkturindikatorerna överraskat på den svagare sidan under 2018, vilket är särskilt tydligt i Europa. Även i USA blir det allt tydligare med att vi ska räkna med lite sämre tider, vilket till exempel senaste ISM-siffran (som för övrigt var den svagaste sedan november 2016) och Apples vinstvarning givit uttryck för. Samtidigt gav den senaste sysselsättningsstatistiken uttryck för en fortsatt god konjunktur. Det är sällan samtliga indikatorer pekar i samma riktning, men tendensen är tydlig åt det svagare hållet.

Figur: Ekonomiskt överraskningsindex i Sverige, USA och Euroland 2017-18



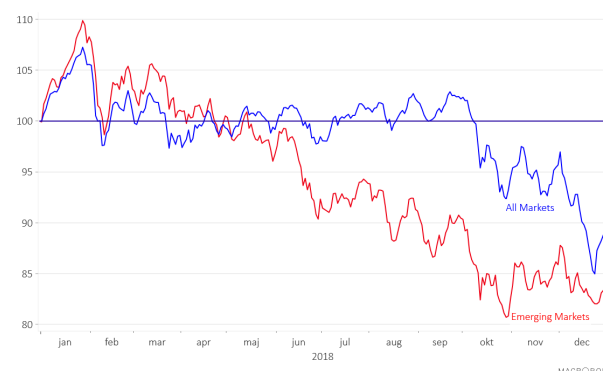
Med tanke på den omsvängning av framtidsförväntningar som skett under andra halvåret är det inte konstigt att de flesta tillgångsklasser uppvisat svag utveckling under 2018.

Figur: Utveckling för olika tillgångar under 2018



Under flera år har världens större ekonomier varit välsynkroniserade det vill säga haft en samtida god tillväxt. Vi kan konstatera att synkroniseringen fortsätter genom att tillväxttakten dämpas samtidigt i de flesta länder. I USA är det tydligt att ekonomin går mot något lägre, men fortsatt god, tillväxt. I Kina visar indikatorerna på samma utveckling men osäkerheten är större eftersom den statistik som erhålls inte riktigt är att lita på. Vi kan även konstatera att med en lägre tillväxt i Kina kommer regeringen att bli mer medgörlig mot USA i den pågående handelskonflikten. Vidare vet vi att provinser i Kina är skuldsatta, men det är svårt att veta hur stort problemet är.

Figur: Utveckling för MSCI all markets och Emerging Markets under 2018'



Den pågående handelskonflikten är dåligt "timad" eftersom den sammanfaller med en ökad osäkerhet rörande den framtida konjunkturen.

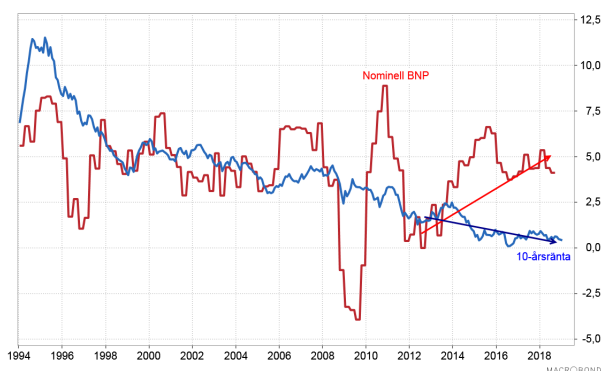
Enligt vårt synsätt är det naturligt att den globala tillväxttakten växlar ned eftersom den till stor del varit driven av en synnerligen lätt penningpolitik samtidigt som inte kapacitetshöjande investeringar genomförts i tillräckligt stor omfattning. Sammantaget har vi nått ett kapacitetstak med lite lägre tillväxt att vänta. De flesta länder kan dessutom inte använda sig av finanspolitiska lättnader eftersom de är högt skuldsatta. Vi växlar ned utan någon större dramatik. Däremot är det inte troligt med recession under 2019 och troligen inte heller under 2020.

Reala och finansiella indikatorer visar lägre tillväxt

Räntor kan sägas utgöra en automatisk stabilisator. En svagare ekonomisk utveckling innebär rimligen ett lägre inflationshot och därmed blir räntor lägre. Detta motverkar en svag börsutveckling.

Teoretiskt gäller att långa marknadsräntor ska ligga i nivå med nominell BNP-utveckling, se figur nedan. Detta stämmer emellertid inte längre eftersom centralbanker har förstört prissättningen på längre obligationer genom omfattande köp och extremt låga styrräntor. På sikt är det rimligt att förvänta sig att de närmar sig varandra, dels genom högre långa räntor, dels genom lägre nominell ekonomisk tillväxt.

Figur: Svensk nominell BNP och 10-årsräntor



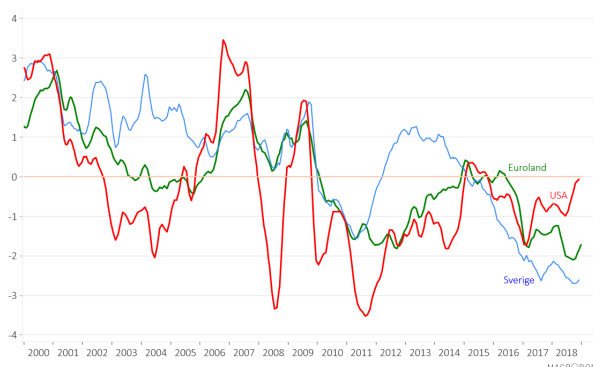
En annan finansiell indikator är avkastningskurvans lutning. I USA är den i princip horisontell medan den i Sverige och Europa fortfarande är positivt lutad. Tolkningen av dessa säger oss att cykeln i USA är långt mer mogen än vad den är i Europa och Sverige samt att centralbanker i Europa fortfarande har ett relativt stort utrymme att strama åt penningpolitiken. Trots allt har kurvan i Sverige/Europa flackat under året vilket sänder negativa signaler om framtida tillväxt. Vi anser dock att den information som avkastningskurvan kan ge om framtida tillväxt är begränsad med tanke på att centralbankerna varit och är stora köpare av långa obligationer, vilket stör marknadsprissättningen.

Som vi beskriver nedan indikerar även stigande kreditspreadar och att cykliska aktier kraftigt underpresterat mot såväl börssnittet som mot mer defensiva aktier, att vi går mot sämre tider. Det är heller inte en tillfällighet att oljepriset fallit med cirka 35 procent under fjärde kvartalet. Sammantaget visar således både reala och finansiella indikatorer entydigt att vi går mot sämre tider.

Realräntans betydelse

Dagens extremt låga realränta, som dessutom är negativ i flera länder, medför att den förväntade avkastningen för ränteplaceringar är mycket låg för att inte säga negativ. Även om vi lägger på en kreditspread blir även avkastningen för företagsobligationer låg. Det krävs sannolikt ganska stor ökning i realräntan för att kapital i någon större utsträckning ska leta sig till ränteplaceringar det vill säga missgynna aktier. Nedanstående figur visar den korta realräntan i valda länder.

Figur: Kort realränta i Sverige, USA och Euroland



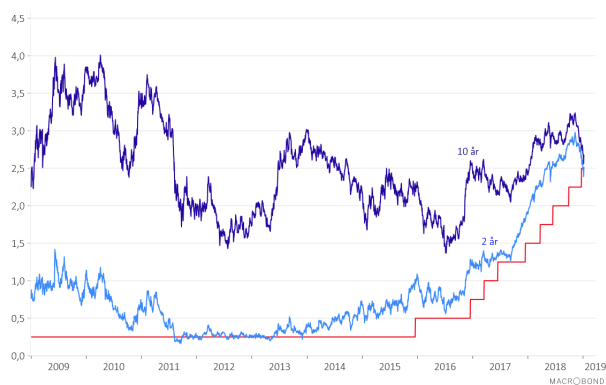
Den låga realräntan medför att risken för recession minskar drastiskt. Eftersom flera länder inte har möjlighet att använda sig av expansiv finanspolitik talar det för att realräntan kommer att fortsätta ligga på extremt låga nivåer. Sverige tillhör dock undantagen eftersom statsskulden i Sverige är låg.

En låg realränta medför att företagens kapitalkostnader kommer att fortsätta att ligga på låga nivåer. Detta är naturligtvis positivt för aktiemarknaden eftersom bolagen i en sämre konjunkturfasa har svårare att höja priser om kostnader skulle stiga. Det är viktigt att beakta att räntemarknaden signalerar att sämre tider är på väg. Samtidigt vill vi poängtera att det vore större risk för recession om realräntan vore högre.

Räntor kommer långsiktigt att vara låga

Med tanke på inbromsningen i USA är det rimligt att vänta sig att Fed närmar sig räntetoppen och maximalt höjer räntan ytterligare en eller två gånger under första halvåret. I nuläget är Fed i ett observationsläge och kommer att styras i sitt agerande av ekonomiska framtidsutsikter som till exempel börserna avspeglar. I nuläget prissätter marknaden att nästa förändring är en sänkning det vill säga att styrräntetoppen är nådd.

Figur: Styrränta i USA, 2-års och 10-års statsobligationsränta.



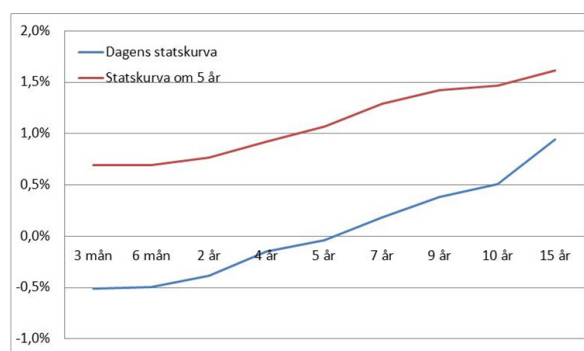
Det finns – under en stor del av en höjningscykel – ett positivt samband mellan styrränta och längre marknadsräntor, vilket ses ovan. Vid slutet av en höjningscykel det vill säga när marknaden börjar misstänka

att toppen snart är nådd och därmed att nästa förändring är en sänkning tenderar längre marknadsräntor att falla det vill säga sambandet mellan styrränta och längre marknadsräntor blir negativt. Som ovanstående figur visar är vi precis just nu i en sådan situation. Huruvida dessa förväntningar är korrekta återstår att se. Vi är övertygade om att vi närmar oss toppen på höjningscykeln, men vi tror på att Fed höjer vid ytterligare ett tillfälle.

Riksbanken har möjligtvis lyckats höja till noll procent innan sommaren. Det är svårt att se centralbanker fortsätta höja i någon större utsträckning när avmattningen blir tydligare. Svenska hushåll har en hög skuldsättning och samtidigt en kort räntebindningstid. Innebörden av detta är att höjningar av Riksbanken kommer att bita direkt och det behövs sannolikt inte särskilt stora höjningar innan det påverkar hushållens konsumtionsmöjligheter.

Nedanstående figur visar att de förväntade marknadsräntorna om fem år, som är matematiskt härledda ur dagens avkastningskurva, kommer att vara fortsatt låga. Givet dessa förväntade framtida räntenivåer, som ligger ca 0,5 procentenheter högre om fem år för de längsta marknadsräntorna, är inte aktier dyra.

Figur: Dagens statskurva samt förväntad statskurva om 5 år

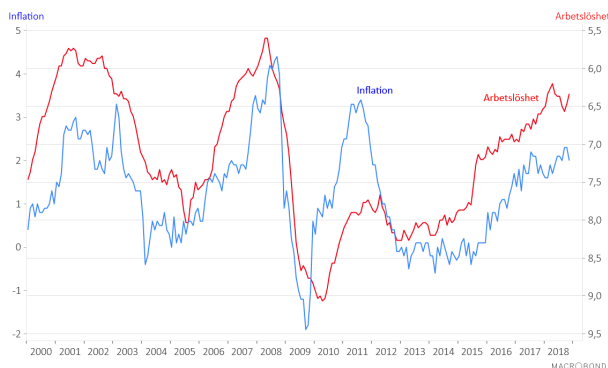


En viktig slutsats är att ECB inte kommer att höja styrräntan snabbt eftersom inflationen kan förväntas understiga målet samt att finanskrisen ännu inte läkts fullt ut i banksektorn. Mot den bakgrunden kommer inte heller Riksbanken att kunna höja i snabb takt.

Inflationsjokern

Flera bedömare påstår att inflationen är död och att ingenting kan få upp den. Det man egentligen menar är att inflationen inte bedöms bli tillräckligt hög för att det ska krävas penningpolitiska åtstramningar för att dämpa inflationstakten. Faktum är att den svenska inflationen redan stigit till närmare två procent och att detta sammanfallit med en alltmer överhettad arbetsmarknad. Det verkar därtill vara så att inflationsdynamiken går långsammare än tidigare, vilket skulle indikera att inflationen ligger kvar i spannet 1 - 3 procent samtidigt som tillväxten växlar ner.

Figur: Svensk inflation och arbetslöshet



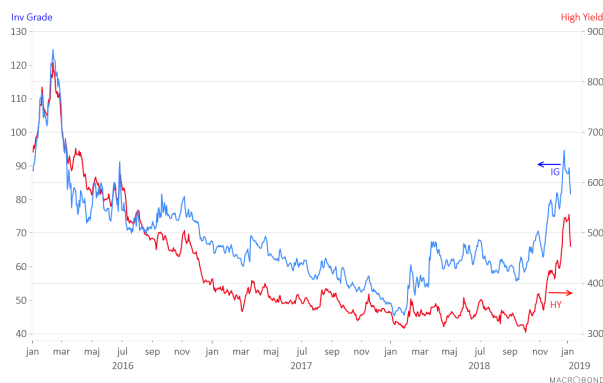
Eftersom sysselsättningen stigit globalt är det rimligt att lönekostnader och därmed inflation stigit i de flesta länder. Vi tror inte denna cykliska ökning av inflationen är alarmerande på något sätt, men inflations-trenden är svagt uppåtriktad. Den strukturella inflationen hålls fortfarande nere till följd av hög global konkurrens samtidigt som robotisering och automatisering sammantaget bidrar till att hålla såväl inflation som marknadsräntor på låga nivåer.

En svensk 10-års statsobligationsränta handlas idag under 0,50 procent samtidigt som inflationen ligger runt målet på två procent det vill säga det är en kraftig negativ lång realränta. I ett läge där Riksbanken startat en försiktig höjningscykel bör fallhöjden vara begränsad och istället är det mer rimligt att den handlas mellan 0,5 och 1,5 procent på sikt.

Vad signalerar kreditmarknaden?

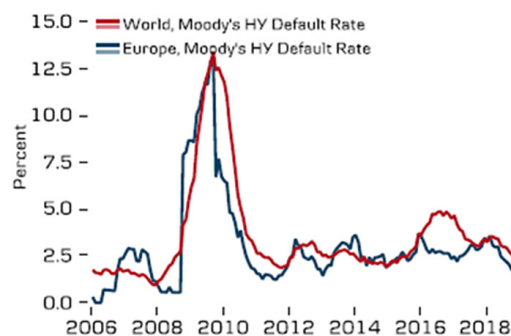
Kreditmarknaden signalerar samma sak som aktiemarknaden det vill säga att sämre tider är att vänta. Nedanstående figur visar att kreditspreadarna ökat under fjärde kvartalet, vilket reflekterar ökad rädsla för sämre tider och därmed för bolagens framtida betalningsförmåga.

Figur: High Yield och Inv. Grade spreadar



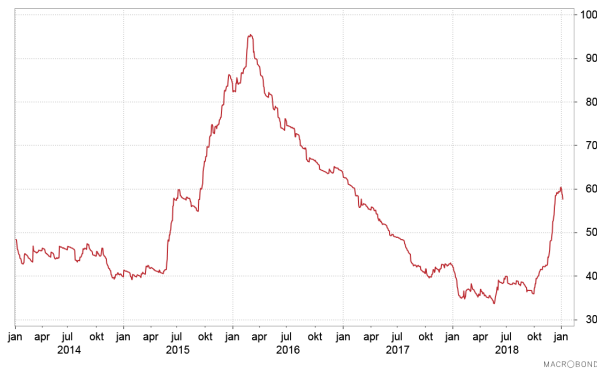
Trots allt är andelen defaults (kredithändelser) fortsatt på extremt låga nivåer. Det är rimligt att de kan väntas stiga något när konjunkturen försämras men knappast på något dramatiskt sätt. Notera att utfallet för 2018 ligger på en historiskt mycket låg nivå, som dessutom är den lägsta på 10 år.

Figur: Andel betalningsinställelser i Världen och Europa



På den svenska kreditmarknaden kan vi konstatera att det under 2018 skett en allt tydligare trend mot mindre generösa villkor som till exempel lägre belåningsgrader, hårdare krav på att uppnå vissa nyckeltal och där nystartade bolag haft svårare att finna finansiering. Även om det inte är någon dramatik så är tendensen tydlig.

Figur: Svenska kreditmarknaden (A-spread mot swap)



Eftersom vi bedömer att tillväxten faller, men med fortsatt god tillväxt, bör inte något stigande default rates oroa marknaden. Med den senaste tidens ökade spreadar är tillgångslaget rimligt prissatt. Med försämrade tillväxtutsikter är det även rimligt att utbudet av företagsobligationer inte ökar på ett oroande sätt.

Utveckling för kreditspreadar kommer att hänga samman med utvecklingen för kredithändelser. Som vi nämnt tidigare är det rimligt att vänta att default rates stiger något från extremt låga nivåer men knappast något som innebär kraftigt stigande spreadar. Däremot kan vi självklart få se kortsiktig volatilitet i dessa spreadar. Sammantaget bedömer vi läget bättre än för ett år sedan eftersom riskpremierna har stigit under framförallt det senaste kvartalet. Vi förväntar oss en svag positiv avkastning under året.

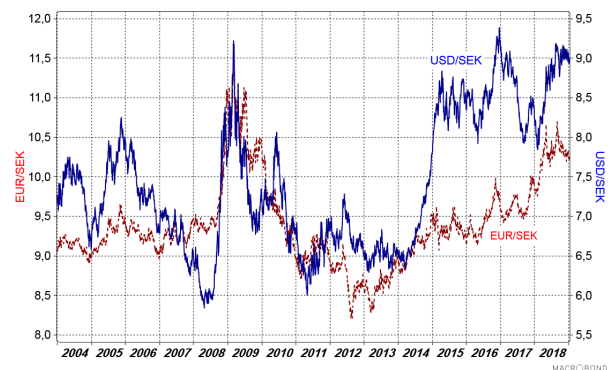
Riksbanken har äntligen agerat

Trots att såväl svensk som global tillväxt varit mycket god under senare år, har Riksbanken bibehållit en negativ styrränta. Vidare är det flera centralbanker som börjat sin höjningscykel före Riksbanken, vilket känns märkligt utifrån ekonomisk synvinkel. Det förklaras naturligtvis av att inflationen understigit målet om två procent under lång tid.

Som tidigare visats har inflationen stigit närmare målet, arbetsmarknaden har fortsatt stärkts, ECB har börjat fundera på tidpunkten när penningpolitiken ska reverseras och en alltmer högljudd kritik såväl inhemskt som från internationellt håll, har fått Riksbanken att agera.

Den svenska kronan har försvagats påtagligt under 2018. Vid de tillfällen som kronan varit mycket svag har detta sammanfallit med tillväxtproblem som definitivt inte gäller i dagsläget. Istället är det Riksbankens extrema politik som förklarar kronans kräftgång. Det är inte konstigt att kronan försvagats kraftigt när realräntan är kraftigt negativ (under högkonjunktur och mest negativ i världen) och med en kommunikation som applåderar försvagning. Ett land med mycket goda statsfinanser och överskott i utrikeshandeln bör inte betinga ett så lågt värde (se nedan). Riksbankens ambition att uppnå 2,0 procents inflation har sannolikt gått för långt.

Figur: Den svenska kronans utveckling mot USD och EUR sedan 2004



Den svenska exportsektorn har gynnats av såväl hög global tillväxt som en extremt svag krona. Det är rimligt att vänta sig att båda dessa faktorer kommer att försämrats på sikt för exportsektorn. Mätt mot euron är inte en kurs på ca 10,30 långsiktigt hållbar. Vår – liksom andra bedömares – värdering av en rimlig jämviktskurs ligger snarare runt 9,10. Från nuvarande nivå skulle vi därför hävda att den svenska kronan är närmare 12 procent undervärderad mot euron. För närvarande vill inte Riksbanken se en för snabb förstärkning av kronan, men hur länge ska vi ha denna extrema situation?

Det är Riksbankens beteende som kommer att styra kronans utveckling den närmaste tiden. Vår slutsats blir därför att kronan kommer att förstärkas framöver och den enda osäkerheten är när det händer det vill säga inte om det händer. Detta är naturligtvis inte något som svenska exportbolag tycker är särskilt positivt.

För mycket rädsla på aktiemarknaden

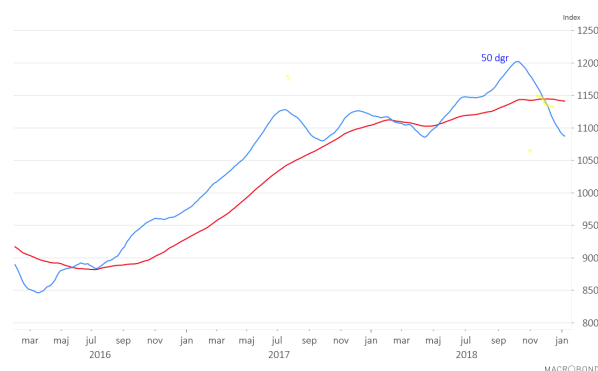
Inför det fjärde kvartalet var börserna – vilket vi kan konstatera i efterhand – för optimistisk avseende framtida vinstmarginaler. Delvis har de varit dopade i USA med tanke på sänkt företagsbeskattning. Börserna har nu fallit mer än 20 procent sedan toppen under sensommaren och vi är tillbaka till 2016 års aktienivå. Oftast brukar sådana större förändringar förklaras av rädsla för recession.

Figur: Svensk aktiemarknad sedan 2014



Ett annat sätt att beskriva marknadens rädsla är via det så kallade ”dödskorset”, som beskriver en situation där 50-dagars fallit under 200-dagars glidande medelvärde. Självklart kan man alltid diskutera värdet i en sådan analys, men det beskriver trots allt en situation med börs som kännetecknas av riskaversion.

Figur: Glidande medelvärde (200- och 50-dagars) på svensk börs

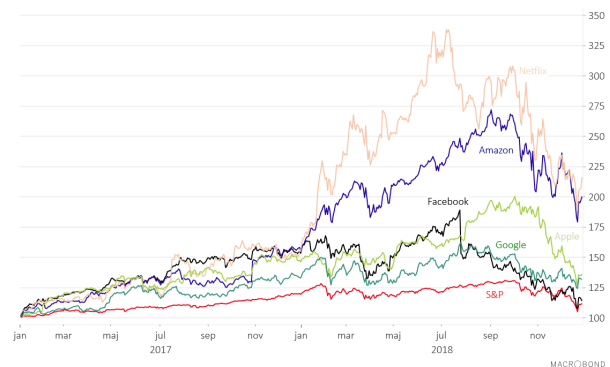


Som vi beskrivit ovan tror vi inte att en recession är sannolik. Detta ställer frågan om vi – efter den senaste nedgången – kan hitta värde i aktiemarknaden.

- De långsiktiga tillväxtutsikterna har blivit något mer osäkra. Den stora frågan rör sannolikt utsikter för 2020 och framåt.
- Bolagens utdelningar kommer att vara goda under 2019 eftersom vinstmarginaler och omsättning är fortsatt goda. Större osäkerhet råder om 2020 års utdelningar.
- Den genomsnittliga kapitalkostnaden kommer att vara fortsatt låg eftersom räntor endast kan väntas stiga marginellt.
- Återköp av aktier som har varit vanligt i bland annat USA vilket givit hög EPS-tillväxt (vinst per aktie). Eftersom vi bedömer att den framtida vinsttillväxten faller är det rimligt att räkna med begränsade återköp eftersom de är kassadrivna.

Ordet rädsla kan även beskrivas för bolag som fram till sensommaren drivit den amerikanska börserna dvs tillväxtbolagen som benämns FAANG. Dessa bolag har haft en synnerligen svag utveckling under fjärde kvartalet.

Figur: Utveckling för FAANG:s i USA



Vad prissätter börsen?

Med utgångspunkt av en något lugnare global tillväxtfas, är det rimligt att räkna med att vi får se nedrevideringar av företagens omsättning och vinster. Rimligen är det dessutom de mer cykliska bolagen som drabbas mest, men är också de som fallit mest på börsen.

Eftersom vi har haft låga räntor under mycket lång tid har kapital sökt sig till tillgångar med sämre likviditet det vill säga en jakt på avkastning. En viktig fråga blir därför om risk i denna jakt beaktats på rimligt sätt. Under närmaste året kommer vi säkerligen få svar på denna fråga.

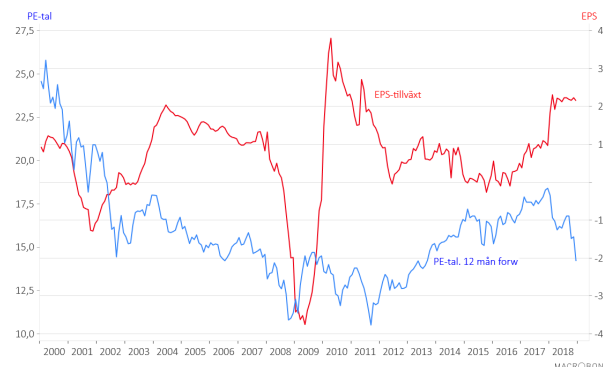
Värderingen på aktiemarknaden är inte hög i förhållande till rådande räntenivå. Som vi beskrivit tidigare är det rimligt att förvänta sig att de kommer att vara fortsatt låga – om än något högre – de närmaste åren. Nedanstående diskussion utgår från den amerikanska börsen.

Under 2018 ökade vinsterna i bolagen med cirka 17 procent samtidigt som börsen föll med sju procent. Ur den synvinkeln kan värderingen sägas vara cirka 21 procent lägre än för ett år sedan. Men det är naturligtvis rimligt att vinsttillväxten – mätt som vinst per aktie – kommer att revideras ned framledes i takt med att konjunkturen försvagas (se nedanstående figur). Vi vill bara påpeka att aktiemarknaden inte kan sägas vara högt värderad utifrån rådande räntenivå.

Nedanstående figur visar att PE-talen för den amerikanska börsen inte är extremt höga utifrån dagens vinstestimat. Det är troligt att vinstestimaten kommer att revideras nedåt det vill säga att de PE-tal som syns nedan egentligen borde ligga på något högre nivå. Enligt de förväntningar vi kan se bland analytikeråren är det rimligt att vänta sig att EPS-tillväxten (tillväxt i vinst per aktie) minskar till cirka sju procent kommande år. Denna bedömning har även reviderats ned under senare månader.

Enligt vårt synsätt prissätter börsen en försämrad konjunktur och troligen en svagare konjunktur än vad vi själva räknar med. Samtidigt är analytikernas avkastningskrav väl höga och förväntningar kring marginaler och lönsamhet fortsatt höga. Alltså ska vi inte ha för positiva förväntningar på längre sikt, men samtidigt inte vara för negativ.

Figur: PE-tal och EPS-tillväxt i USA



En aspekt som sällan diskuteras på finansmarknaderna är att aktieägare under lång tid fått en stor del av förädlingsvärdet (vinsten), medan arbetstagare erhållit en minskande andel. Vi anser det troligt att denna andel till aktieägare långsiktigt kommer att minska något eftersom löntagare kan väntas få något högre reallöner, vilket långsiktigt begränsar kraftiga uppgångar.

Trots allt har den senaste tidens nedgång medfört att det är logiskt att förvänta sig att den långsiktiga avkastningen, jämfört med ett halvår sedan, kan väntas bli cirka en procentenhet högre per år under de närmaste 10 åren.

Svenska aktiemarknaden

Vi vet samtidigt – vid börsfall – att börskurser inte stannar vid "fair value" utan det sker ofta en overshooting och som är störst för cykliska bolag. Denna overshooting har ej ännu inträffat det vill säga risk finns för ytterligare fall i det kortare perspektivet.

Vi tror samtidigt att marknaden är för pessimistisk eftersom prissättningen för flertalet cykliska bolag i princip motsvarar ett recessionsscenario. Vi bedömer även att kvalitén i flera cykliska bolag, som Volvo och Epiroc, klarar sig bättre i dagsläget än under tidigare svagare konjunkturperioder eftersom de har en lägre skuldsättning och skapat mer "after market sales" vilket minskar konjunkturkänsligheten.

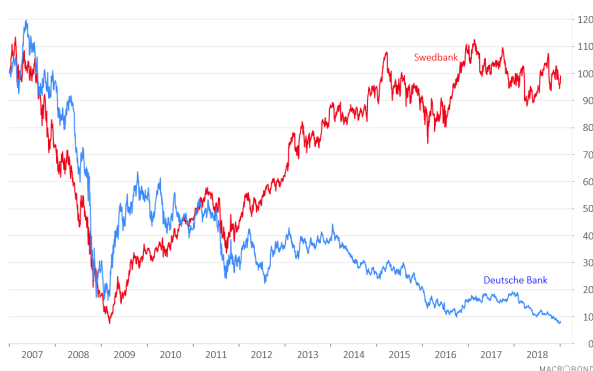
Mindre konjunkturkänsliga sektorer som Health Care har haft en god utveckling under 2018 med en uppgång på 21 procent medan mer konjunkturkänsliga som Industrials haft en negativ utveckling med minus 12 procent.

Bolag som vi uppfattar som värdebolag (och därmed inte som tillväxtbolag) är Volvo,

Elektrolux och Skanska. Dessa bedömer vi som billiga eftersom de fallit kraftigt till följd av att marknaden straffat cyklisk risk.

Vår bedömning är att svenska banker känns billiga utifrån ett värderingsperspektiv som baseras på PE-tal och direktavkastning. Samtidigt finns en global oro för banker generellt och europeiska banker specifikt. Ett tydligt exempel är Deutsche Bank, se nedanstående figur. Det finns skäl för försiktighet för det europeiska banksystemet som ännu inte läkts efter finanskrisen.

Figur; Utveckling Deutsche Bank och Swedbank



Figuren ovan beskriver tydligt den kraftgång som den forna storbanken gått efter finanskrisen samt även den positiva utveckling som svenska banker haft, där vi använt Swedbank som exempel. Intjäningsförmågan skiljer sig markant åt och Deutsche Bank har fortsatt stora problemkrediter.

Små bolag har under senaste halvåret utvecklats sämre än större bolag. Vi bedömer att vi inte sett slutet på denna utveckling. Däremot förväntar vi oss att det, efter en volatil inledning på året, kommer att vara rimligt att övervika små bolag.

Figur: Utveckling för stora och små bolag på svensk börs sedan 2017



Vi förordar därför i det kortare perspektivet mer defensiva aktier. Under 2018 hade Ericsson en remarkabel utveckling, men vi anser inte att bolaget är lika attraktivt längre. Ett annat tema för 2019 är att ESG-frågor kommer att bli än mer viktiga att beakta. Av den anledningen finns det skäl att oroa sig för spelbolag, bilproducenter, ohälsosam mat etcetera.

Alternativa tillgångslag

Svenska fastighetsaktier gav under 2018 en avkastning på cirka 12 procent vilket kan jämföras med genomsnittet för börsen på cirka minus fyra procent. Indikationer för fysiska fastigheter utan belåning kan väntas ha givit cirka fyra procent. Den främsta förklaringen till den relativt goda avkastningen för fastigheter är den fortsatt låga räntenivån. Under det närmaste året är det rimligt att vänta sig att låga räntenivåer fortsätter att gynna sektorn. Kassaflödena kan även väntas vara goda eftersom vakansrisker är låga. Däremot är det viktigt att beakta skillnader inom sektorn.

Den svenska fastighetsmarknaden är tudeklad. Marknaden för villor och bostadsrätter har utvecklats svagt under året, vilket främst kan hänföras till ett överutbud av boende för mer välbeställda hushåll i storstäder. Det är rimligt att vänta sig att denna marknad fortsätter att vara svag under 2019. Av den anledningen kan det väntas att bostadsutvecklare kommer att ha det fortsatt jobbigt.

Transaktionsvolymen i Norden har en tendens till att växa allt långsammare, vilket indikerar sämre tider. Vi kan konstatera att hyrestillväxten för kontor har börjat dämpas, men fortsatt att stiga. För handelsfastigheter däremot har hyror en tendens att falla. Detta segment, som hotas av e-handeln, har haft en svagare utveckling än andra kommersiella fastigheter. Övriga segment som kontor, logistik och hyresfastigheter har utvecklats väl och har samtidigt haft lätt att hitta finansiering. Hyresfastigheter ger lägre förväntad avkastning men har också lägre risk.

Mot bakgrund av utsikter för lägre tillväxt och att räntor börjat stiga är det rimligt att vänta sig att även yielderna (driftnetto i förhållande till fastighetspriser) har bottnat och kan väntas stiga marginellt, särskilt som hyrestillväxten kan förväntas bli lägre. Vår slutsats är att det blivit än viktigare att välja rätt fastighetsstrategi. Det innebär fysiska fastigheter, fastighetsfonder eller

fastighetsprojekt med rätt läge och kvalitet, som inkluderar långa hyresavtal med kreditvärdiga hyresgäster som ger en hög sannolikhet för stabil och god direktavkastning. Direktavkastningen kommer att vara fortsatt god för fysiska fastigheter medan däremot värdeförändringar är mer osäker.

Hedgefonder har haft en mycket svag utveckling under 2018. Avsikten är att dessa ska utvecklas bättre när andra finansiella tillgångar som till exempel aktier utvecklas svagt. Detta har alltså inte gällt för 2018. Ur den synvinkeln är det inte konstigt att många fonder fått erfara stora utflöden under året. Lite tillspetsat kan man säga att sektorn fått sig ett förtroendetapp under året. Vi anser det befogat att vara försiktig med placeringar i hedgefonder eftersom sektorn kräver volatilitet som vi visserligen börjat skönja, men framför allt för att det är svårt att välja rätt hedgefonder.

Slutsatser

Vår bild är att tillväxten toppade under 2018 och att världsekonomin är på väg mot en fortsatt positiv god, men svagare, tillväxt. Vi skulle vilja kalla det en traditionell lågkonjunktur. Visserligen finns en risk för recession under 2020 men det är inte vårt huvudscenario.

Aktiemarknaden är inställd på lägre vinstmarginaler och lägre omsättningstillväxt för bolagen. Vår slutsats blir att aktiemarknaden prissätter en sämre konjunktur men däremot inte en recession, vilket inte heller är vad vi förväntar oss. Utifrån ett scenario med fortsatt låga räntor anser vi att börsen är rimligt värderad.

Vi argumentar även för att räntor kommer att vara långsiktigt låga vilket medför att vi inte kan se ett långsiktigt negativt scenario för riskfyllda placeringar. Av den anledningen tror vi att 2019 blir ett bättre år för riskfyllda tillgångar än föregående år.

Det ska även poängteras att "cash" blivit ett riktigt tillgångsslag i USA efter alla räntehöjningar och kan i nuläget erbjuda konkurrensmässig avkastning, vilket inte gäller i till exempel Sverige. Den amerikanska centralbanken har själv uttryckt att de är i ett vänteläge det vill säga känner sig osäker om det kommer att bli någon ytterligare höjning. Marknaden tror att nästa förändring blir en sänkning. Mycket talar således för att räntor förblir låga.

Eftersom den långsiktiga ekonomiska tillväxten är lägre än för till exempel 20 år sedan är det rimligt att vänta sig lägre långsiktig avkastning för riskfyllda placeringar. Vår bedömning ligger på cirka sex procents genomsnittlig börsavkastning de närmaste 10 åren. Det är även rimligt att fastigheter kommer att ge en god långsiktig avkastning eftersom räntor kan förväntas ligga på fortsatt låga nivåer.

Hur bör kapitalet allokeras?

Även om en nedgångsfas brukar vara längre än ett år så anser vi inte att det är läge att kraftigt undervikta aktier. Som vi försökt argumentera för i denna kvartalsrapport är inte aktier högt värderade utifrån räntenivå. Lägg därtill en utdelning på 3,5 procent vilket markant överstiger rådande räntenivå. Vår slutsats blir därför en försiktig övervikt av aktier i rådande situation med respekt för att resan kan bli volatil på vägen.

Handelskonflikten mellan USA och Kina och Brexit är tillfälliga oroshärdar, som kommer att ge kortsiktig volatilitet. Vi tror inte någon av dessa kommer att ge någon långsiktig påverkan på de finansiella marknaderna. I vår bedömning ligger att handelskonflikten löses på ett positivt sätt och att det blir en "decent" Brexit. Självklart händer det alltid saker som det inte går att förutse varför risker alltid måste beaktas.

Nedan följer avkastningen för våra konsortier under 2018.

Konsortie	2018	Index
Räntekonsortiet	0,3	0,0
Företagsobligationskonsortiet	0,8	0,6
Företagsobligationskonsortiet FRN	-0,2	-0,3
Stiftelsekonsortiet GIVA	-4,4	n.a.
Aktiekonsortiet Sverige	-4,0	-4,6
Aktieindexkonsortiet Sverige	-5,0	-5,2
Aktieindexkonsortiet Äpplet	-5,2	-6,5
Aktiekonsortiet Spiran	-4,7	-5,3
Småbolagskonsortiet Kronan	-8,5	n.a.
Aktieindexkonsortiet Utland	-1,2	-1,0

Definitioner

Alla nyckeltal är baserade på månadsdata för perioden.

Avkastning & 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 & 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 & 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.

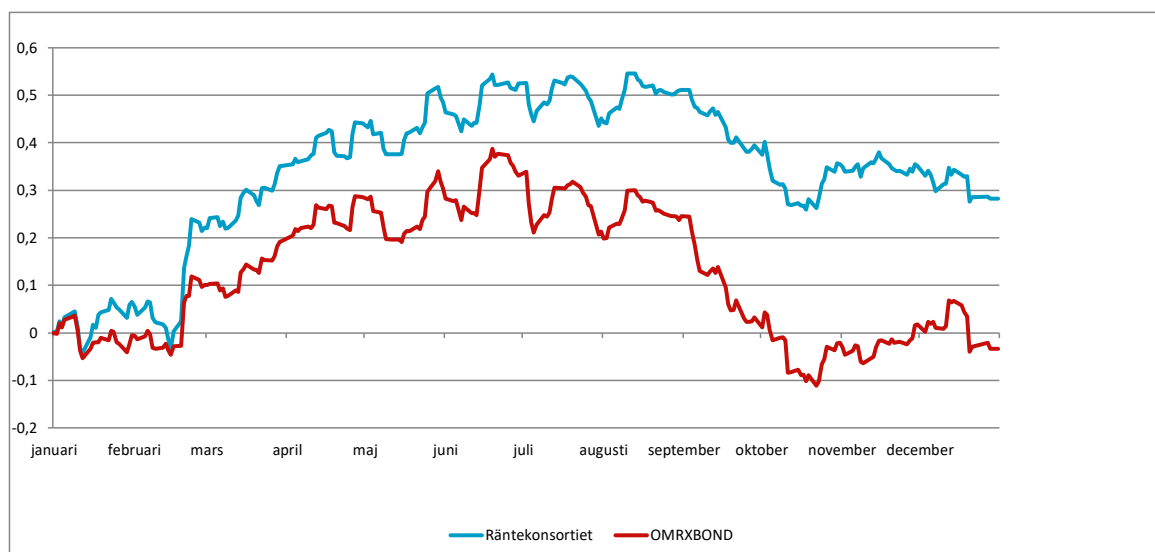
Räntekonsortiet

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	4 599 884
Förmögenhet föregående månad (tkr)		4 709 958
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	5 591 803
Andelar (antal)	2018-12-31	39 135 697
Andelsvärde inkl. utdelning		118
Andelsvärde exkl. utdelning		117

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-0,07 (-0,05)
3 mån (%)	-0,11 (-0,07)
Sedan årets start (%)	0,28 (-0,03)

Avkastning januari – december (%)

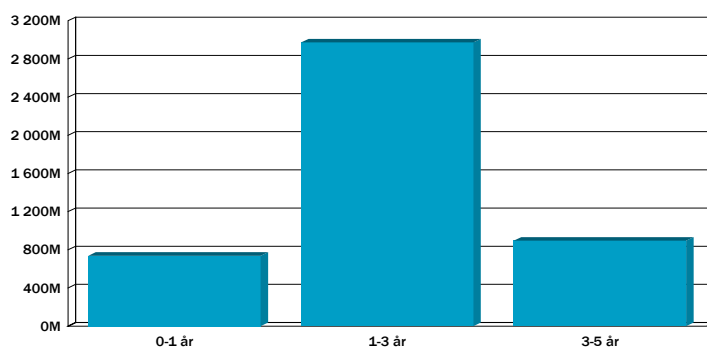


Nyckeltal (jämförelseindex)	
Standardavvikelse (%)*	0,62 (0,56)
Sharpekvot*	0,76 (-1,52)
Informationskvot*	2,44
Informationskvot 12-månaderstal	2,41
Tracking error (%)*	0,16
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,13
Duration	1,42

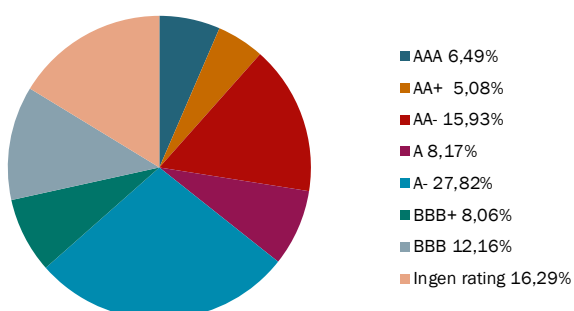
*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Hypotek	13,41%	617 720 543
Svenska staten	10,52%	484 770 220
Landshypotek	9,18%	422 861 014
Vasakronan Fastighet	7,41%	341 500 823
Kommuninvest	5,93%	273 185 178
Sparbanken skåne	5,18%	238 561 600
Stadshypotek	5,09%	234 674 107
SEB	5,00%	230 278 380
PostNord AB	4,22%	194 511 698
Ålandsbanken	4,04%	186 244 156

Förfallostruktur



Kreditrating (S&P)*



*Innehav med kreditrating av Moodys är konverterade till S&P kreditratingskala.

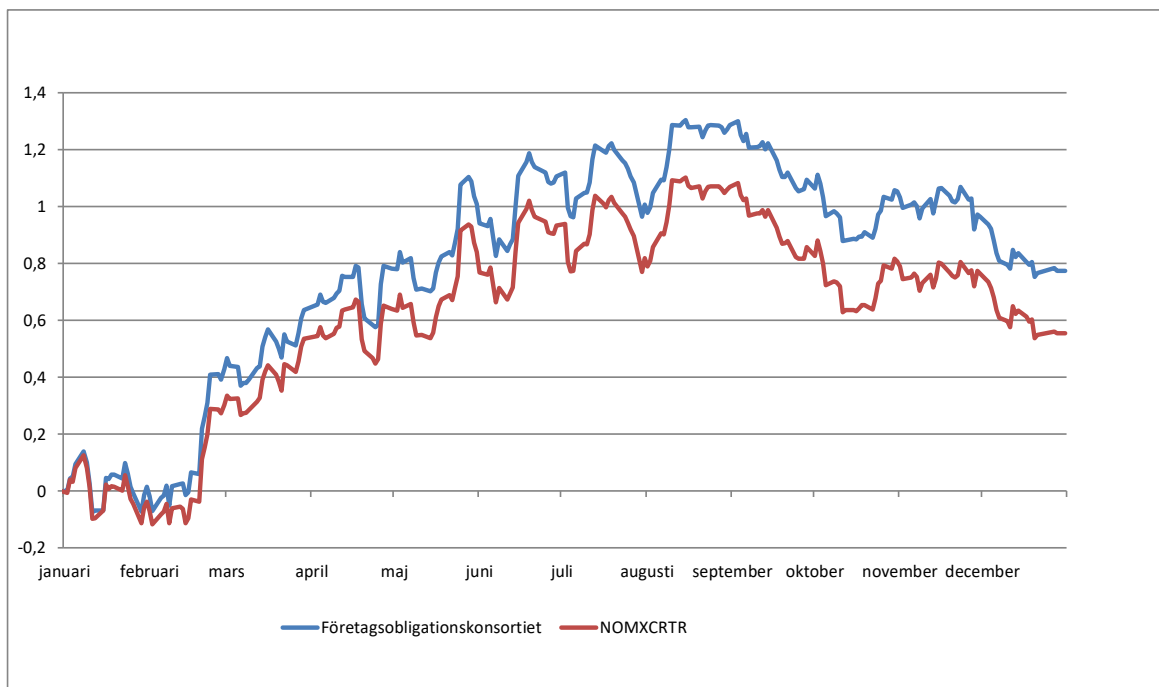
Företagsobligationskonsortiet

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	2 563 474
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 562 086
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	2 780 656
Andelar (antal)	2018-12-31	2 479 930
Andelsvärde inkl. utdelning		1 034
Andelsvärde exkl. utdelning		1 032

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-0,19 (-0,21)
3 mån (%)	-0,32 (-0,30)
Sedan årets start (%)	0,77 (0,55)

Avkastning januari – december (%)

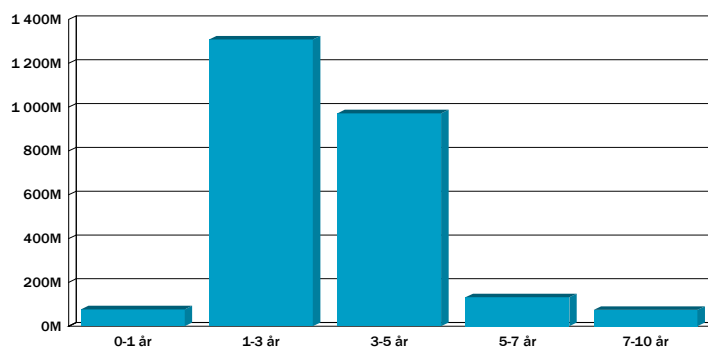


Nyckeltal (jämförelseindex)	
Standardavvikelse (%)*	0,31 (1,27)
Sharpekvot*	0,69 (0,39)
Informationskvot*	1,78
Informationskvot 12-månaderstal	1,99
Tracking error (%)*	0,23
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,11
Duration	2,50

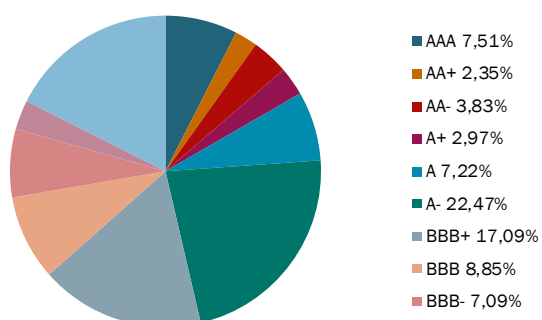
*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Fortum värme	6,16%	157 913 557
Hufvudstaden	4,74%	121 404 663
Willhem	4,56%	116 926 776
Castellum	4,30%	110 190 407
Santander	4,20%	107 668 628
Volvo Finans	3,81%	97 633 210
Sandvik	3,49%	89 561 754
Nordea Hypotek	3,10%	79 565 402
Vasakronan Fastighet	3,09%	79 326 205
LeasePlan	2,71%	69 553 925

Förfallostruktur



Kreditrating (S&P)*



*Innehav med kreditrating av Moodys är konverterade till S&P kreditratingskala.

Företagsobligationskonsortiet FRN

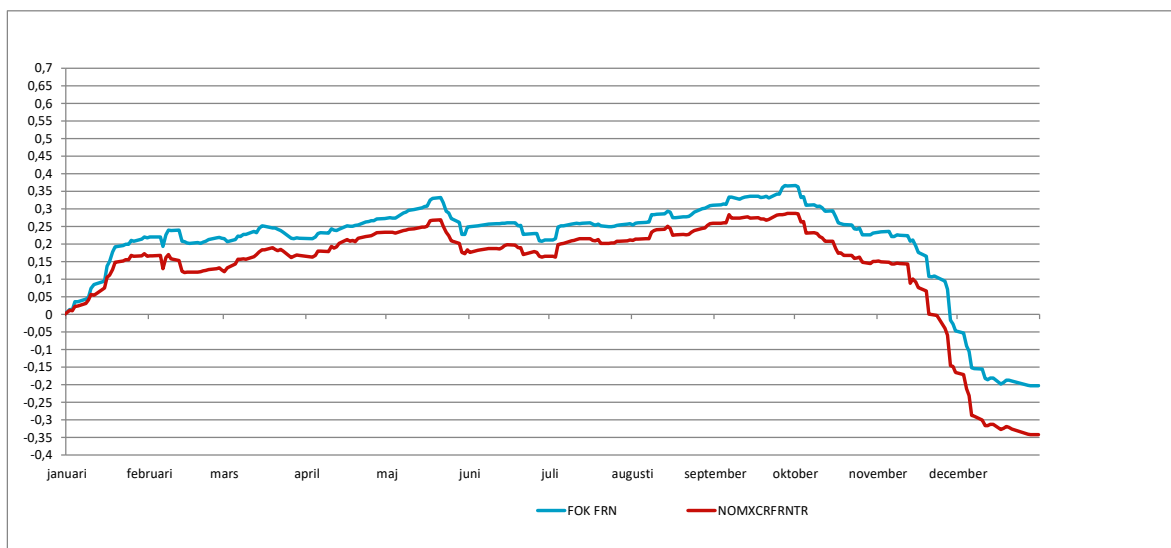
Aktiv förvaltning av svenska aktier. Konsortiets jämförelseindex utgörs av det vanligaste indexet på börsen som innehåller närmare 300 bolag.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	296 256
Förmögenhet föregående månad (tkr)		296 846
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	263 668

Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	-0,16 (-0,18)
3 mån (%)	-0,57 (-0,63)
Sedan årets start (%)	-0,20 (-0,34)

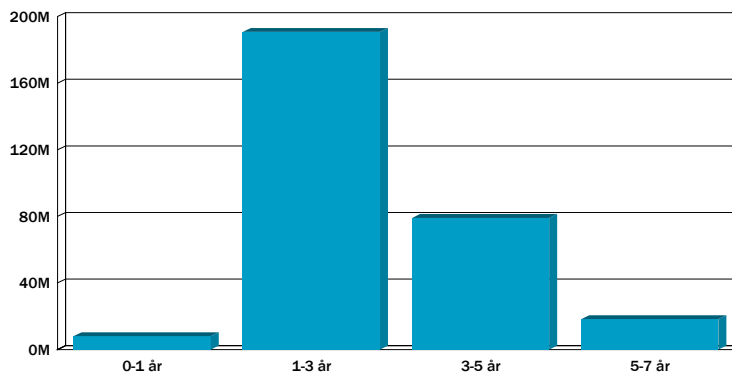
Avkastning januari – december (%)



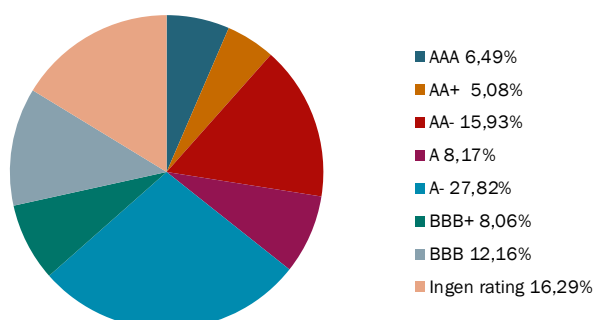
Nyckeltal (jämförelseindex)	
Standardavvikelse (%)*	0,38 (0,38)
Sharpekvot*	2,12 (1,95)
Tracking error (%)*	0,10
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,09
*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal.	

Största enskilda innehav	Andel %	Marknadsvärde (kr)
Deutsche Bahn Finance	8,79%	26 052 493
Nordea Bank	7,13%	21 135 856
Rikshem	6,14%	18 197 784
Länsförsäkringar Bank	5,82%	17 247 283
Willhem	5,42%	16 061 521
Vasakronan Fastighet	5,40%	16 007 418
Specialfastigheter Sverige AB	5,08%	15 056 749
Kinnevik	4,08%	12 101 479
Volvo Finans	4,07%	12 068 094
ELLEVIÖ AB	3,77%	11 181 251

Förfallostruktur



Kreditrating (S&P)*



*Innehav med kreditrating av Moodys är konverterade till S&P kreditratingskala.

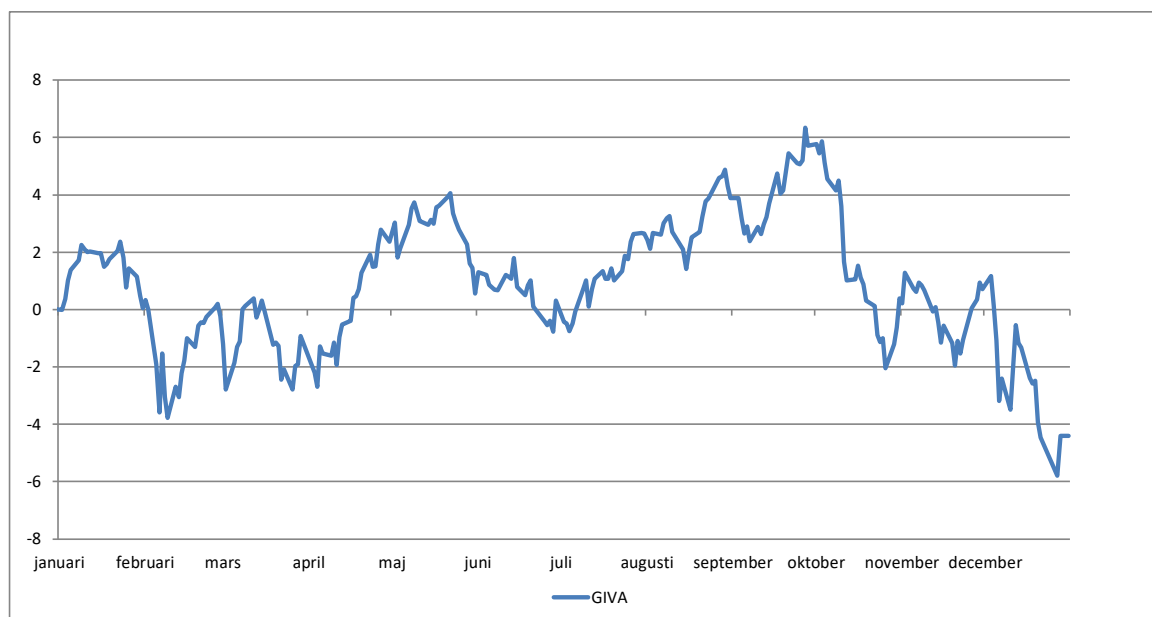
Stiftelsekonsortiet GIVA

Stiftelsekonsortiet GIVA vänder sig främst till stiftelser i behov av utdelningsbara medel. Målsättningen är en årlig utdelningstakt kring 4,5 procent 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 (tkr)	2018-12-31	692 376
Förmögenhet föregående månad (tkr)		711 945
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	705 716
Andelar (antal)	2018-12-31	750 985
Andelsvärde inkl. utdelning		922
Andelsvärde exkl. utdelning		922

Avkastning		
1 mån (%)		-5,08
3 mån (%)		-9,58
Sedan årets start (%)		-4,41

Avkastning januari – december (%)



Nyckeltal	
Standardavvikelse (%)*	7,86
Sharpekvot*	0,51

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
TeliaSonera	7,25%	50 226 971
Volvo B	6,86%	47 485 004
SEB A	6,13%	42 464 951
Nordea Bank Abp	5,04%	34 903 440
ABB Ltd	4,66%	32 235 785
Electrolux B	4,31%	29 829 353
Hennes & Mauritz B	4,28%	29 614 700
Skanska B	4,10%	28 355 382
Handelsbanken A	3,83%	26 543 261
Essity	3,17%	21 929 510

Utdelning

Utdelning 180413	3,24%
Utdelning 180815	1,95%
Utdelning 181214	1,34%

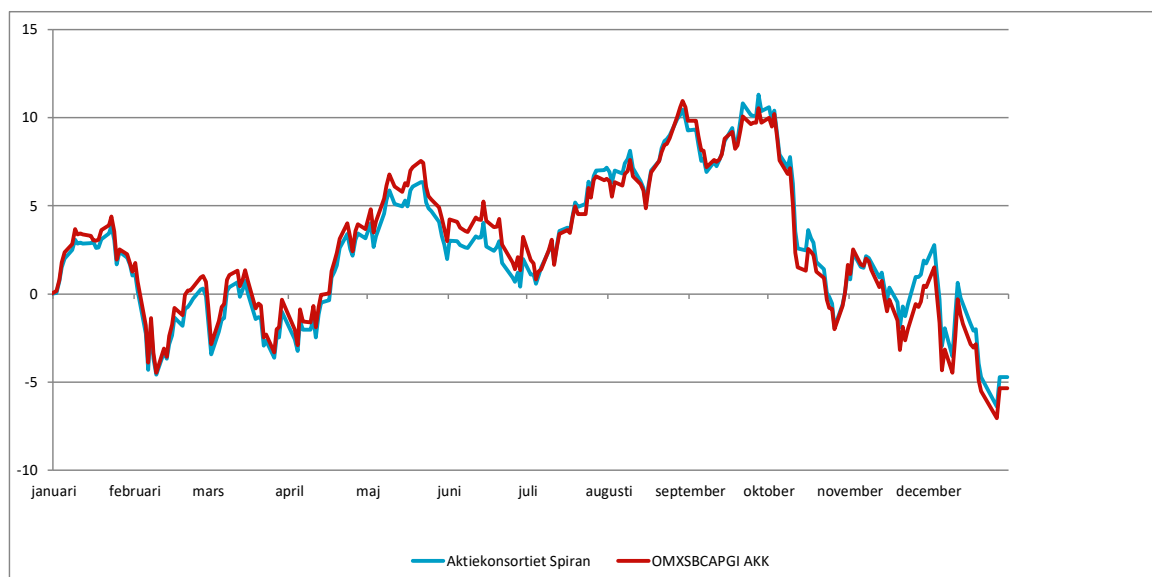
Aktiekonsortiet Spiran

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	1 007 505
Förmögenhet föregående månad (tkr)		1 085 458
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	1 053 653
Andelar (antal)	2018-12-31	147 060
Andelsvärde inkl. utdelning		6 851
Andelsvärde exkl. utdelning		6 851

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-6,34 (-5,70)
3 mån (%)	-13,67 (-13,71)
Sedan årets start (%)	-4,71 (-5,34)

Avkastning januari – december (%)

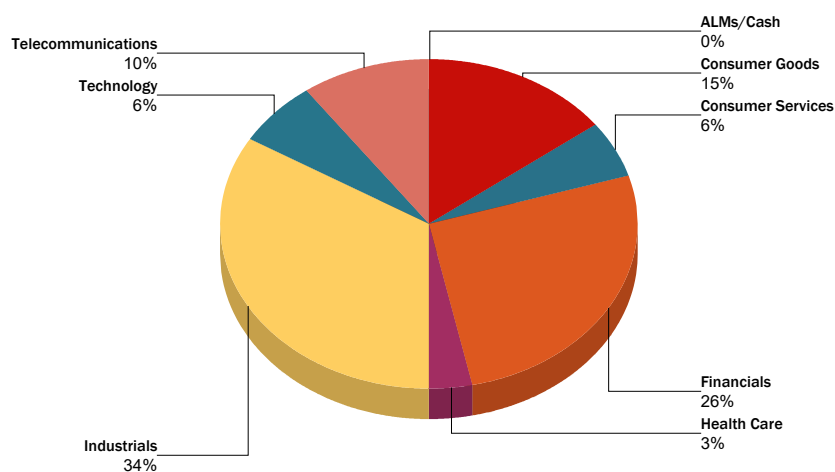


Nyckeltal (jämförelseindex)	
Standardavvikelse (%)*	12,60 (12,10)
Sharpekvot*	0,46 (0,50)
Informationskvot*	-0,11
Informationskvot 12-månaderstal	0,18
Tracking error (%)*	1,93
Tracking error 12-månaderstal (%)	3,46

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Volvo B	9,10%	91 600 500
Nordea Bank Abp	7,97%	80 186 477
LM Ericsson B	6,45%	64 862 166
TeliaSonera	6,07%	61 087 365
SEB A	6,05%	60 893 967
Essity	5,37%	54 039 872
Skanska B	4,65%	46 812 564
Handelsbanken A	4,64%	46 679 426
Hennes & Mauritz B	4,60%	46 267 487
Millicom International Cellular	4,02%	40 408 348

Branschfördelning



Aktiekonsortiet Sverige

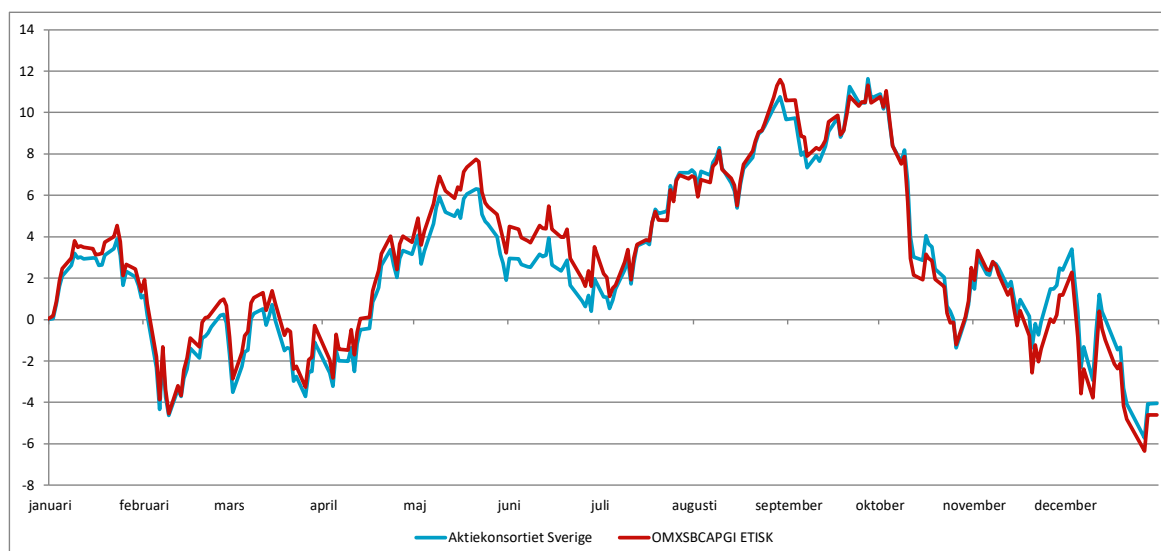
Aktiv förvaltning av svenska aktier. Konsortiets jämförelseindex utgörs av det vanligaste indexet på börsen som innehåller närmare 300 bolag.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	3 160 004
Förmögenhet föregående månad (tkr)		3 388 717
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	3 661 974
Andelar (antal)	2018-12-31	470 144
Andelsvärde inkl. utdelning		6 721
Andelsvärde exkl. utdelning		6 721

Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	-6,28 (-5,72)
3 mån (%)	-13,32 (-13,64)
Sedan årets start (%)	-4,05 (-4,60)

Avkastning januari – december (%)



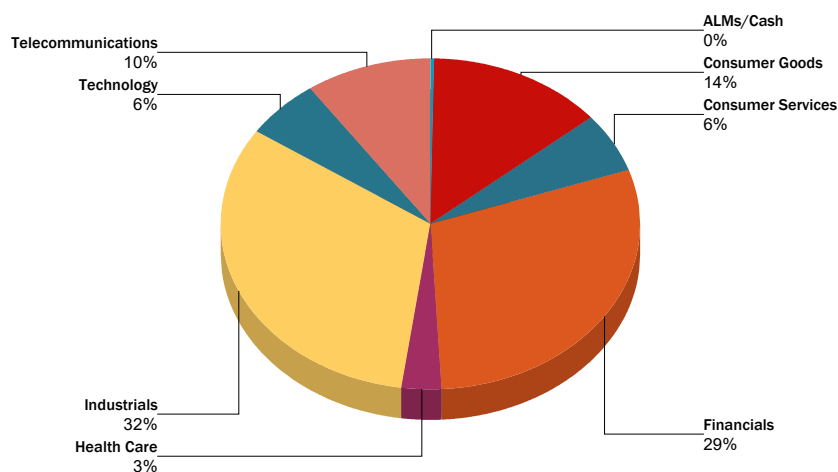
Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	12,58 (12,16)
Sharpekvot*	0,44 (0,50)
Informationskvot*	-0,25
Informationskvot 12-månaderstal	0,16
Tracking error (%)*	1,83
Tracking error 12-månaderstal (%)	3,36

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Volvo B	8,60%	271 481 620
Nordea Bank Abp	7,89%	248 891 583
TeliaSonera	6,07%	191 590 045
SEB A	5,88%	185 515 623
LM Ericsson B	5,75%	181 473 109
Essity	4,89%	154 223 347
Skanska B	4,57%	144 160 656
Hennes & Mauritz B	4,26%	134 545 001
Handelsbanken A	4,25%	134 128 384
Investor B	3,95%	124 699 200

Branschfördelning



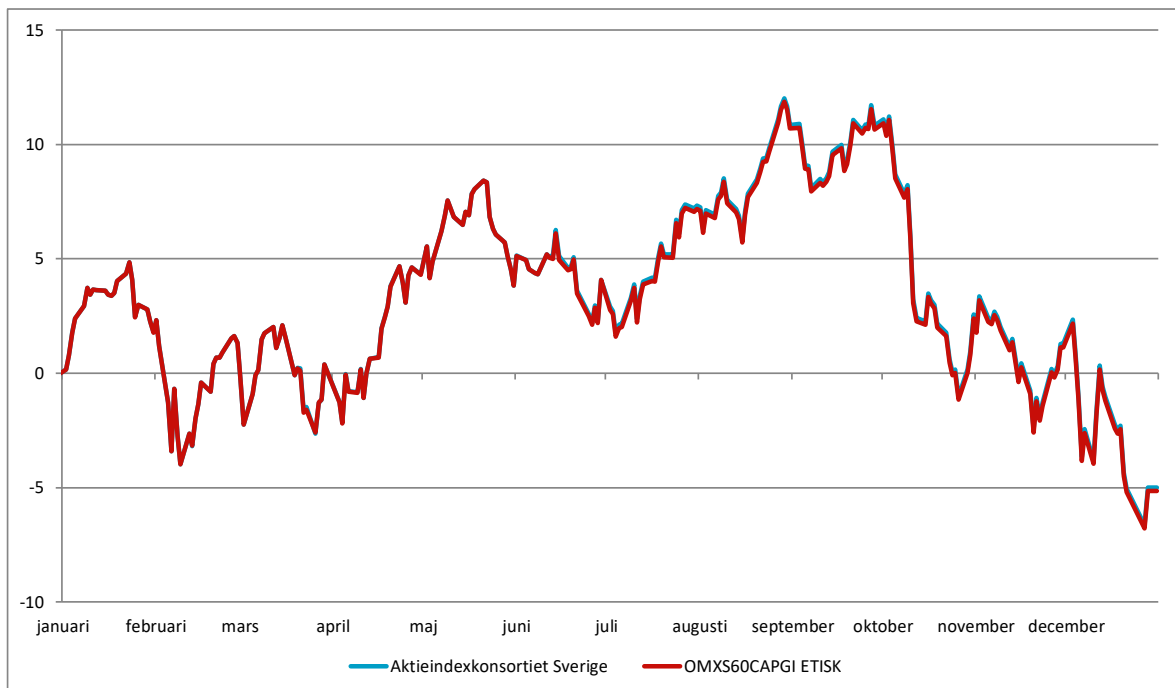
Aktieindexkonsortiet Sverige

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	1 648 810
Förmögenhet föregående månad (tkr)		1 758 130
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	1 946 779
Andelar (antal)	2018-12-31	10 478 201
Andelsvärde inkl. utdelning		157
Andelsvärde exkl. utdelning		157

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-6,22 (-6,22)
3 mån (%)	-14,27 (-14,29)
Sedan årets start (%)	-5,00 (-5,16)

Avkastning januari – december (%)



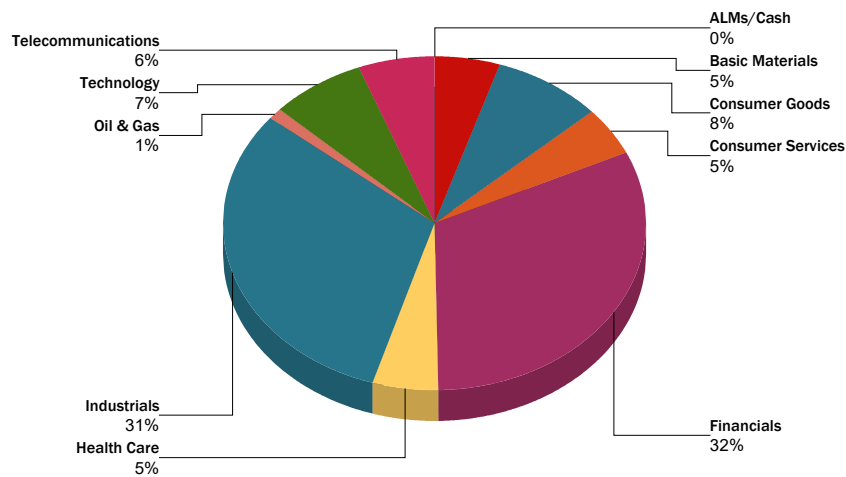
Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	12,51 (12,50)
Sharpekvot*	0,36 (0,36)
Tracking error (%)*	0,07
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,14

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
LM Ericsson B	7,31%	120 553 305
Nordea Bank Abp	7,29%	120 157 926
Volvo B	5,84%	96 249 515
Swedbank A	5,27%	86 797 814
Investor B	4,81%	79 257 234
Assa Abloy AB	4,49%	73 939 711
Essity	4,24%	69 937 293
Handelsbanken A	4,24%	69 924 034
Atlas Copco A	4,16%	68 511 225
Sandvik	3,97%	65 444 499

Branschfördelning



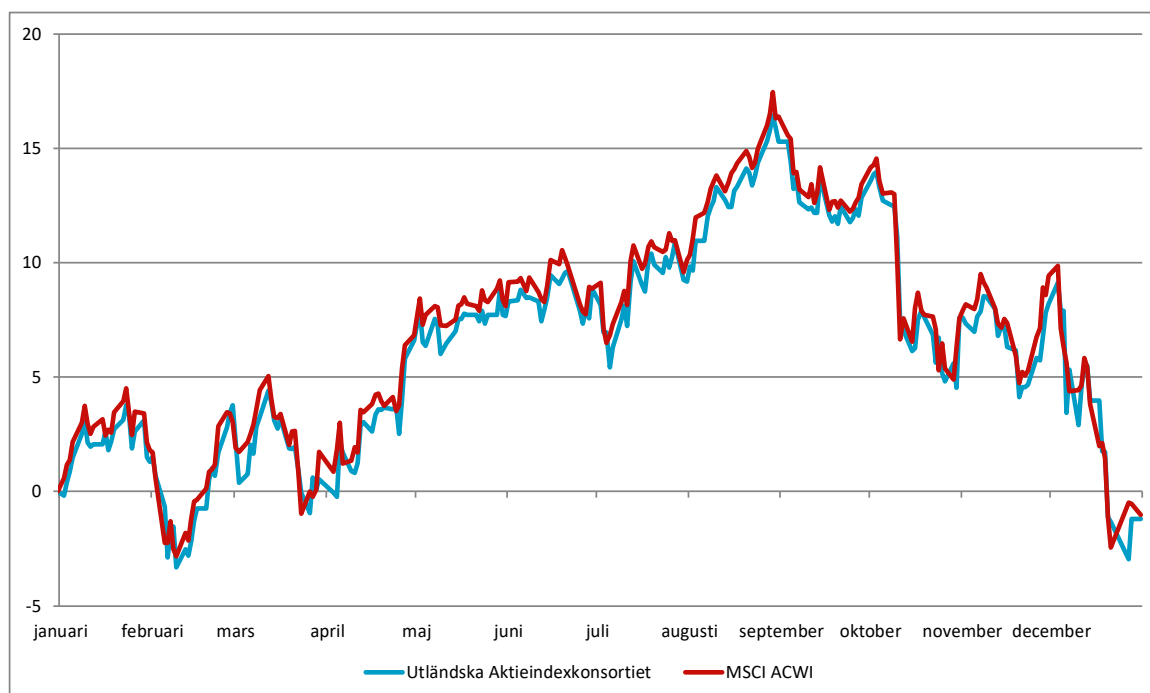
Aktieindexkonsortiet Utland

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	2 347 586
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 571 350
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	2 511 038
Andelar (antal)	2018-12-31	296 000
Andelsvärde inkl. utdelning		7 931
Andelsvärde exkl. utdelning		7 929

Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		-8,69 (-9,54)
3 mån (%)		-12,44 (-12,74)
Sedan årets start (%)		-1,20 (-1,01)

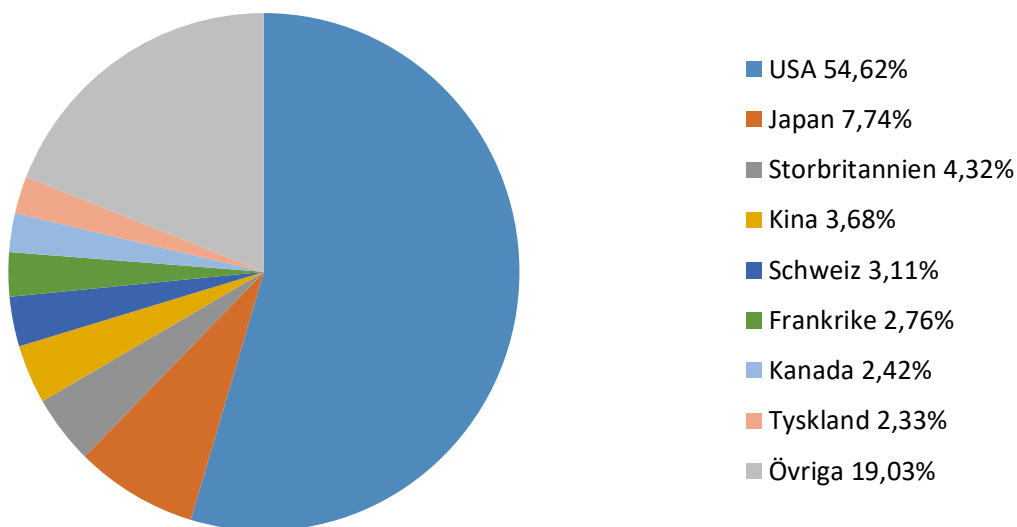
Avkastning januari – december (%)



Nyckeltal (jämförelseindex)	
Standardavvikelse (%)*	12,23 (12,18)
Sharpekvot*	0,82 (0,83)
Tracking error (%)*	2,17
Tracking error 12-månaderstal (%)	3,26
*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal.	

Geografisk fördelning	Andel
USA	54,62
Japan	7,74
Storbritannien	4,32
Kina	3,68
Schweiz	3,11
Frankrike	2,76
Kanada	2,42
Tyskland	2,33
Övriga	19,03

Geografisk fördelning



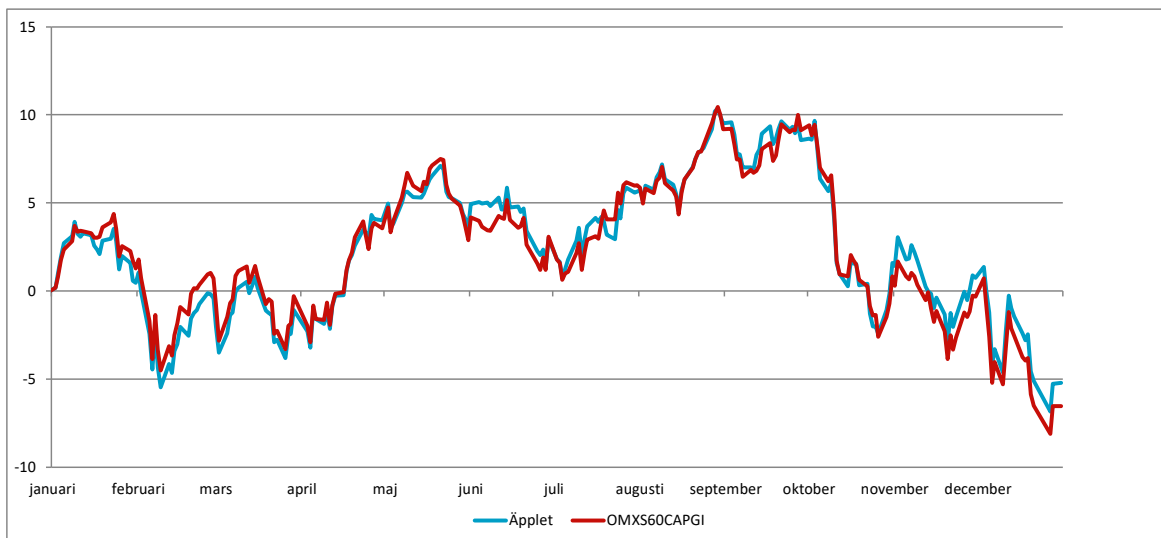
Aktieindexkonsortiet Äpplet

Ett likaviktat aktieindexkonsortium.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	82 079
Förmögenhet föregående månad (tkr)		87 634
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	59 853
Andelar (antal)	2018-12-31	83 561
Andelsvärde inkl. utdelning		982
Andelsvärde exkl. utdelning		982

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-5,92 (-6,21)
3 mån (%)	-12,70 (-14,34)
Sedan årets start (%)	-5,22 (-6,52)

Avkastning januari – december (%)



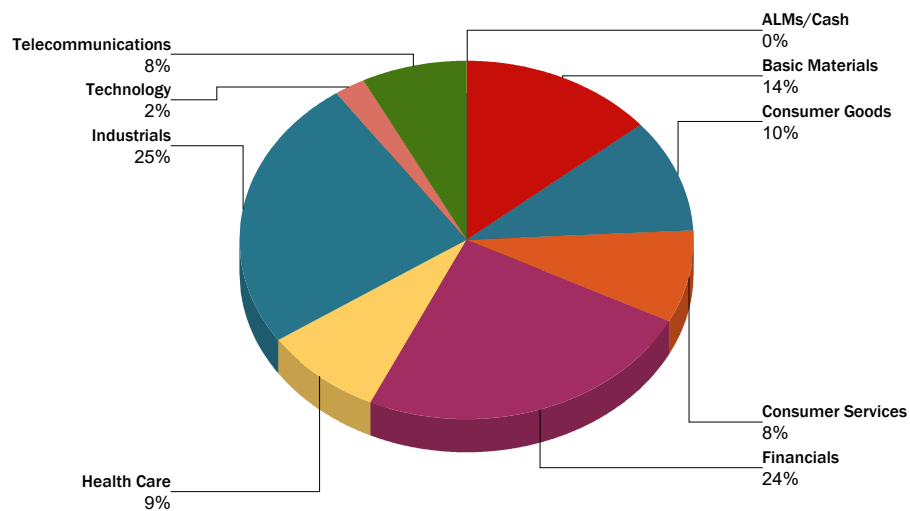
Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	10,57 (11,17)
Sharpekvot*	0,24 (0,11)
Tracking error (%)*	3,11
Tracking error 12-månaderstal (%)	2,57

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Tele2 B	2,60%	2 134 190
TeliaSonera	2,50%	2 053 368
Millicom International Cellular	2,48%	2 032 630
Fabege	2,46%	2 021 363
Fastighets Balder B	2,45%	2 012 472
Ahlsell	2,37%	1 943 695
Castellum	2,37%	1 942 885
JM	2,33%	1 912 688
ICA Gruppen	2,31%	1 895 098
Swedbank A	2,30%	1 887 326

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 fem procent.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	187 579
Förmögenhet föregående månad (tkr)		200 633
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	130 675
Andelar (antal)	2018-12-31	208 906
Andelsvärde inkl. utdelning		898
Andelsvärde exkl. utdelning		898

Avkastning	
1 mån (%)	-8,49
3 mån (%)	-7,72
Sedan årets start (%)	-7,72

Avkastning januari – december (%)

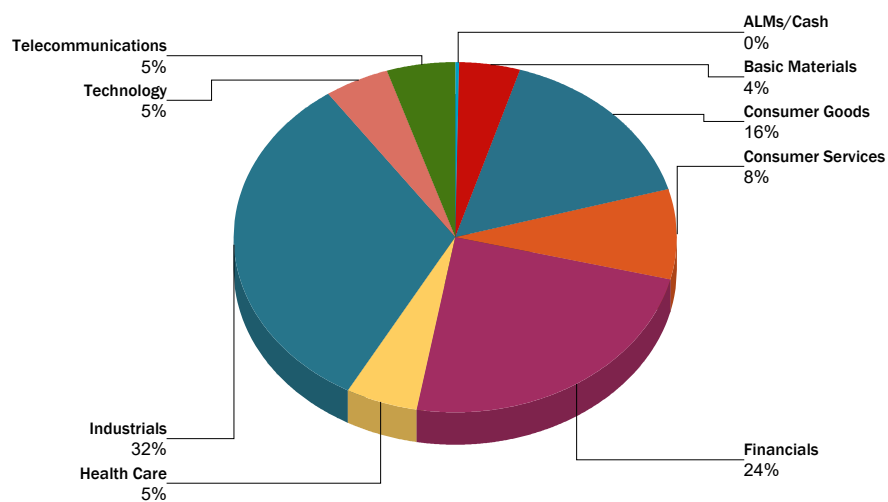


Nyckeltal	
Standardavvikelse (%)*	12,66
Sharpekvot*	-0,47

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Ahlsell	5,44	10 159 500
Millicom International Cellular	4,90	9 152 450
Hufvudstaden A	4,84	9 035 400
NCC B	4,69	8 753 056
AcadeMedia	4,59	8 576 714
Ambea	4,52	8 447 201
Bravida Holding	4,41	8 244 850
Trelleborg B	4,41	8 240 741
BillerudKorsnas	4,33	8 098 391
Nobia	4,21	7 872 343

Branschfördelning





KAMMARKOLLEGIET