

# Kapitalförvaltningens kvartalsrapport Q1 2019



KAMMARKOLLEGIET



# Innehåll

|   |    |
|---|----|
| Välkommen till Slottet                            | 4  |
| TINA är tillbaka                                  | 6  |
| Brexit – en joker i nuläget                       | 7  |
| Duvaktiga centralbanker                           | 7  |
| Ränteslutsatser                                   | 8  |
| Vad blir konsekvensen för den svenska kronan?     | 8  |
| Räntekänsliga sektorer gynnas                     | 9  |
| Vad kan vi vänta oss på mer riskfyllda marknader? | 10 |
| Avkastningskurvan och EPS-tillväxt                | 11 |
| Fastighetskonsortiet Slottet                      | 11 |
| Slutsatser  | 12 |
| Definitioner                                      | 13 |
| Räntekonsortiet                                   | 14 |
| Företagsobligationskonsortiet                     | 16 |
| Företagsobligationskonsortiet FRN                 | 18 |
| Stiftelsekonsortiet GIVA                          | 20 |
| Aktiekonsortiet Spiran                            | 22 |
| Aktiekonsortiet Sverige                           | 24 |
| Aktieindexkonsortiet Sverige                      | 26 |
| Aktieindexkonsortiet Utland                       | 28 |
| Aktieindexkonsortiet Äpplet                       | 30 |
| Aktieindexkonsortiet Kronan                       | 32 |

## Välkommen till Slottet

I förra årets kvartalsrapport skrev jag om att vi bör förvänta oss lägre avkastning framöver. Sedan beror ju avkastning på vilken tidsperiod vi väljer att mäta. 2018 som mätperiod innebar ju noll till negativ avkastning inom de flesta tillgångsslag. Så har det inte varit under detta första kvartal 2019, under vilken tid vi sett framförallt aktier stiga rejält i värde, samtidigt som räntor fallit och således gett positiv avkastning. Man kan naturligtvis spekulera om anledningen, lika mycket som vi nu kan spekulera om den fortsatta utvecklingen. Centralbanker börjar mjuka upp sitt budskap samtidigt som företagen generellt levererat bra rapporter. Oavsett första kvartalets väldigt positiva utveckling finns det mycket som fortfarande stöder vår åsikt att vi bör förvänta oss lägre avkastning framöver än vad vi upplevt de senaste åren. Vi bör förvänta oss att ”volatiliteten fortsätter vara volatil”. Med det menar jag att vi kommer fortsätta se marknader växla från lugnt positiva till snabbt negativa. Ni kan läsa mer om våra profetior i rapporten.

Tillgångar är fortfarande historiskt högt värderade och räntorna är på historiskt låga nivåer. Desto viktigare, tycker vi fortfarande, är att hitta en väl balanserad och diversifierad tillgångsfördelning. Över tid är strategisk allokering viktigare än timing. Sedan gäller det att följa sin plan och rebalansera

portföljen med jämna mellanrum. Under detta första kvartal har vi inom kapitalförvaltning tillämpat en ny modell för just rebalansering. Resultatet varit fantastiskt (om jag får säga det själv) och något som har varit till glädje för de kunder som valt vår taktiska allokeringstjänst.

Vi har också under detta första kvartal lanserat ytterligare ett konsortium som kompletterar vårt utbud av tillgångsslag – Fastighetskonsortiet Slottet. Värderingen på aktier är hög och ränteplaceringar har en förväntad negativ real avkastning. En kapitalägare med enbart aktier och ränteplaceringar i sin portfölj får därför en allt större utmaning. Långsiktiga kapitalägare, såsom livbolag och pensionsfonder väljer därför att komplettera sin portfölj med fastigheter, eftersom det erbjuder en bra diversifiering – inte samvarierar i hög utsträckning. Det innebär att den förväntade avkastningen vid varje risknivå förbättras. Dock kräver fastighetsinvesteringar oftast ett mycket stort kapital som dessutom låses in på lång tid. Vårt nya Fastighetskonsortium Slottet kompletterar därför vårt produkt erbjudande på ett bra sätt och ger våra kunder en bra möjlighet till diversifiering, oavsett kapitalstorlek och krav på likviditet. Ni läser mer om detta i rapporten.

Kontakta oss gärna för en genomgång av er portfölj. Vårt nya konsortium Slottet borde passa in i de flesta portföljer. Ni kanske också är intresserade av att veta mer om vår taktiska allokeringstjänst, eller vill diskutera andra alternativa investeringar. Väl mött!



Bengt Svelander

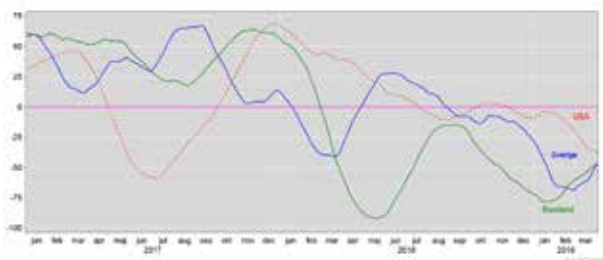
Avdelningschef på Kapitalförvaltningen,  
Kammarkollegiet

## TINA är tillbaka!

Det är ett faktum att vi går mot lite sämre ekonomiska tider. Centralbankerna har tydligt deklarerat att de kommer att göra allt för att detta inte ska hända och därmed kunna undvika fallande tillgångspriser. Indirekt har centralbankerna signalerat att de kommer att fortsätta att hålla låga räntor under lång tid. Amerikanska Fed, som höjt styrräntan kraftigt under senare år, har dessutom indikerat att räntetoppen är nådd. Det är därför svårt att bli negativ på riskfyllda placeringar och särskilt sådana som är mer räntekänsliga som t ex fastigheter. Men vi rör oss samtidigt allt längre ut på grenen.

Vid årsskiftet konstaterade vi att det konjunkturscenario som prissattes i mer riskfyllda tillgångar såsom aktier var väl negativ. Vi är därför inte förvånade att världens börser stigit under första kvartalet, men uppgången blev större än vi räknat med. I linje med våra förväntningar har de globala konjunktursignalerna fortsatt att bekräfta en framtid med lägre, men positiva, tillväxtbetingelser. Detta ses i nedanstående figur.

Figur: Ekonomiskt överraskningsindex i Sverige, USA och Euroland 2017-19



Det är rimligt att vänta sig en svagare konjunktur framöver, men definitivt inte en recession. Under det första kvartalet har flera viktiga centralbanker uppvisat en ”dubaktig” retorik, vilket givit glädjefnatt på de mer riskfyllda finansiella marknaderna och drivit finansiella priser till högre nivåer. Det kan tydligt ses i börsgrafnen nedan.

Figur: Utveckling för valda aktiemarknader



Centralbankernas beteende och de fortsatt positiva tillväxtsignalerna har minskat sannolikheten för ett recessionsscenario avsevärt. Detta återspeglas även i att kreditspreadarna minskat kraftigt under det första kvartalet vilket visas i nedanstående graf.

Figur: Investment Grade och High Yield spread mot swap (USD)



Vi får gå tillbaka till början av 2016 – då ECB annonserade köp av företagsobligationer – för att hitta en period med så dramatiska rörelser i kreditspreadar som under det första kvartalet i år. Det kan även nämnas att det har varit rekordhög emissioner

i svensk företagsobligationsmarknad under kvartalet med hög efterfrågan och övertäcknade emissioner som följd.

En annan typ av riskindikator är utvecklingen för små och stora bolag på svensk börs. Över tid, och särskilt under bättre konjunkturbetingelser, brukar små bolag utvecklas bättre än större. Vi kan konstatera att den senaste tidens uppgång varit ungefär lika god för båda sektorerna. Däremot var det tydligt att kräftgången under det fjärde kvartalet förra året drabbade små bolag i större utsträckning.

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



Ordet rädsla kan även beskrivas för utvecklingen av bolag som benämns FAANG, d.v.s. högt värderade tillväxtaktier i USA. Dessa bolag har haft en synnerligen svag utveckling under fjärde kvartalet, men samtidigt återhämtat sig kraftigt under första kvartalet.

Figur: Utveckling för FAANG i USA



### Brexit – en joker i nuläget

Det är rörigare än någonsin i det brittiska parlamentet. Den brittiska ekonomin har stor betydelse för Sverige och övriga Europa samtidigt som Brexit är en typisk faktor som kan få stor påverkan på marknads-sentimentet. Det som gäller i nuläget är en förlängning fram till den 12e april. Därefter är det hård Brexit, Mays avtal eller en lång förlängning på flera år som gäller. Vår bedömning är att räntemarknaden till relativt stor del prisar in den här enorma osäkerheten. Skillnaden mellan hård brexit och en förlängning på flera år kan vara skillnaden mellan tillväxt och recession även för Europa. Det blir som att prissätta en jättelik binär option med kort löptid för marknaderna, dvs stora osäkerheter i prissättningen.

### Duvaktiga centralbanker

Den amerikanska centralbanken, Fed, har signalerat att de är i en ”vänta och se”-fas, dvs befinner i ett neutralt läge. Visserligen har ekonomisk data varit åt det svagare hållet, men samtidigt har sencykliska faktorer som löneökningar fortsatt att stiga till följd av en het arbetsmarknad. Det är ändå lite förvånande att signalerna från Fed varit så pass tydligt försiktiga. Vidare har Fed även signalerat att bantningen av balansräkningen inte ska ske alltför snabbt. Det är därför inte konstigt att marknadsräntor fallit kraftigt under första kvartalet och i nuläget förväntas nästa förändring vara en sänkning av styrräntan med 0,25 procentenheter redan i september. Det ses tydligt i nedanstående figur där tvåårsräntor handlar under styrräntan.

Figur: Tvåårsränta i USA samt styrränta



Även ECB har varit tydlig i sin retorik genom att fastställa att ingen höjning är aktuell under året, särskilt som både tillväxtutsikter och inflationsrisker ligger åt det lägre hållet. Eftersom Riksbanken, trots rörlig växelkurs, påverkas i mycket stor omfattning av ECB:s beteende minskar frihetsgraderna. Dessutom ligger den svenska inflationen, och förväntas även framöver ligga, på en lägre nivå än Riksbankens prognos. Slutsatsen blir därför att Riksbanken endast kan höja någon enstaka gång under året och därmed nå noll procents styrränta. Därefter blir det vänta och se.

Figur: Svensk tvåårsränta och reporänta



### Ränteslutsatser

Det råder inga tvivel om att vi är inne i en period av svagare tillväxt, men att den ekonomiska utvecklingen ska bli så pass svag som räntemarknaden prisar in ser vi inga belägg för i faktiska data.

Med tanke på centralbankernas retorik om fortsatt försiktig penningpolitik och viljan att stödja de finansiella marknaderna blir slutsatsen att räntor kommer att förbli mycket låga under lång tid framöver. Om det är i 3, 5 eller 10 år är naturligtvis svårt att avgöra. I nuläget tror vi att en mer utdragen lågränteperiod är ett rimligt antagande vilket borde få större genomslag i allokering mellan olika tillgångsklasser. Eftersom centralbankerna står redo med kraftfulla åtgärder under konjunkturdgångar är det rimligt att vänta sig en fortsatt stimulerande penningpolitik vilket samtidigt minskar risken för recession. Nedanstående figur som visar extremt låga reala styrräntor.

Figur; Real styrränta i USA, Euroland och Sverige



Vi ska heller inte glömma att finansiella priser har stor effekt på den reala ekonomin. Förändringar i tillgångspriser, som t ex aktier, påverkar direkt förmögenheten hos hushåll och företag etc och därmed även framtidsförväntningar och ekonomiska beslut som t ex investeringar. Det är uppenbart att centralbankerna är måna om att hålla uppe finansiella tillgångspriser i syfte att undvika en svagare ekonomisk tillväxt.

Problemet är bara att vi rör oss längre ut på grenen och frågan blir när/om den brister.

I USA förväntar sig marknaden räntesänkningar. Det krävs dock att vi får se tydligare belägg i ekonomiska data för att kunna infrias. På marginalen anser vi dagens förväntningar om kommande sänkningar som väl optimistiska.

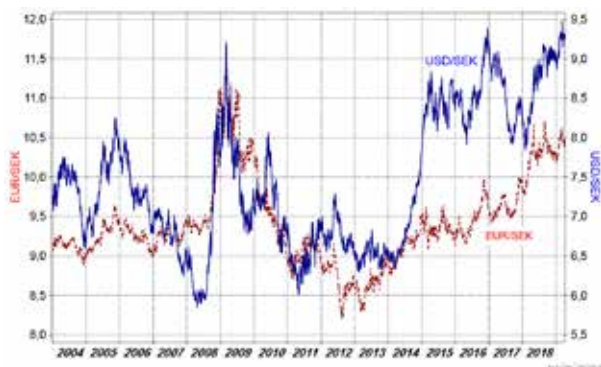
### Vad blir konsekvensen för den svenska kronan?

ECB:s försiktiga agerande gör det omöjligt för Riksbanken att snabbt höja räntor. Riksbanken har även gjort sitt bästa för att försvaga kronan genom sin retorik. En svag krona ger inflationsimpulser vilket ökar chansen för stigande inflation och därmed möjlighet att uppnå målet om 2 procent.

Inflationsmålet har blivit ett problem för hushåll och företag eftersom den svenska kronan fortsatt att försvagas. Vi har blivit fattigare genom att det blivit dyrare att köpa utländska tillgångar och turista utomlands samtidigt som utlandet billigt kan köpa svenska företag och andra tillgångar till reaperis.



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



Långsiktigt är dagens nivåer ohållbara och i det kortare perspektivet kommer Riksbankens agerande och t ex Brexit att påverka utfallet. En mer bekymrad Riksbank kring kronans svaghet kan bidra till en förstärkning samtidigt som en ogynnsam hård Brexit, där finansiella marknader vill minska allt vad risk heter, skulle kunna ge en än svagare krona.

Vi upprepar vår ståndpunkt att en förstärkning av kronan på längre sikt är oundviklig. I nuvarande miljö gynnas de svenska exportföretagen kraftigt med en rekordsvag krona och extremt låga räntor.

#### Räntekänsliga sektorer gynnas

Ett exempel på en mycket räntekänslig sektor är fastighetsmarknaden, vilket förklaras av att räntekostnader normalt är ett fastighetsbolags överlägset största kostnader. Den trendmässiga räntenedgången som kännetecknat räntemarknaden de senaste dryga 20 åren har i stor utsträckning gynnat just fastighetsbolag. Det är därför inte konstigt att fastighetsaktier haft en bättre utveckling än börsen i genomsnitt. Nedanstående figur visar utvecklingen under 2018-19.

Figur: Utveckling för fastighetsaktier och svenska börsen i genomsnitt under 2018-19



Förutom ränteutveckling har naturligtvis de olika fastighetsbolagens affärsstrategi stor betydelse. Ett tema på fastighetsmarknaden under senare år har varit e-handels intåg där många detaljhandlare får en allt svårare utmaning samtidigt som betydelsen av att hitta goda lager-/logistikfastigheter ökar då köpta varor på "nätet" ska distribueras snabbt. Det är därför inte konstigt att Saggax, som till stor del har logistikfastigheter, gynnats under senare år. Hufvudstaden som har ett förhållandevis stort ägande i handelsfastigheter i Stockholm och Göteborg, har samtidigt haft en lite svagare utveckling.

Fabege, som till stor del äger kontorsfastigheter i Stockholm, har haft en mycket god utveckling. Efterfrågan på kontorslokaler är hög som en konsekvens av en stark arbetsmarknad och att det byggts för lite kontorsfastigheter i förhållande till efterfrågan under flera år. Det förklarar samtidigt varför kontorshyror stigit markant under lång tid och uppnått historiskt höga nivåer. Hemfosa agerar inom segmentet samhällsfastigheter där den typiske hyresgästen har långa hyreskontrakt. Det begränsar risken för fastighetsägaren och aktien kan nästan betraktas som en realränteobligation. Efterfrågan på samhällsfastigheter har varit stark och aktien har haft en god utveckling på börsen. Victoria Park har verksamhet inom främst hyresfastigheter och därmed en lägre risknivå. Det är därför rimligt att

de utvecklas stabilt utan att varken ligga i botten eller toppen bland fastighetsbolag. Pandox, slutligen, äger hotellfastigheter i Europa och är därför mer konjunkturberoende. Med tanke på lite sämre konjunkturutsikter är det också rimligt att aktien inte utvecklats lika positivt som andra fastighetsbolag under det senaste året.

Figur: Utveckling bland valda fastighetsaktier



#### Vad kan vi vänta oss på mer riskfyllda marknader?

Aktiemarknaden har, trots relativt svag konjunkturdata, givit en mycket hög totalavkastning under första kvartalet. Som vi berättat tidigare är det framför allt centralbankerna som drivit denna utveckling och därigenom är TINA (There Is No Alternative) tillbaka som en drivkraft för riskfyllda tillgångar. På marginalen har även positiva signaler från handelsavtalet mellan Kina och USA bidragit. Drivkrafter framåt är primärt ränteutsikter, men självklart kommer konjunkturutveckling och geopolitisk oro att påverka framtidsförväntningar.

Generellt har Q4-rapporterna varit lite bättre än förväntat ur både försäljnings- och marginalsynvinkel. Sektorer som Industrials & Consumer Goods har levererat bra rapporter där flertalet cykliska bolag överträffade förväntningarna. Sämre rapporter finns främst att hämta inom Consumer Services, där framförallt bolag inom Retail och Telekom fortsätter att ha problem med vinstmarginalerna.

Vår bedömning är att den förväntade avkastningen under resterande 2019 finns att hämta i direktavkastningen, dvs i mindre utstäckning från stigande aktiepriser.

De närmaste åren förväntar vi oss en fortsatt positiv utveckling om än något lägre än tidigare. En intressant rapport är HM som uppvisade starka siffror för det första kvartalet och överträffade de på förhand rekordlåg ställda förväntningarna. Samtliga marginaler slog sina estimat, där framförallt bruttomarginalen sågs som den största drivkraften. Aktien är i skrivande stund upp cirka 10 procent jämfört med innan rapporten.

Bland negativa signaler går det inte att undgå att nämna Swedbank, där bolaget fortsätter att pressas av penningtvättsskandalen. Innan bolagets årsstämma i slutet av mars kom meddelandet att styrelsen valt att avskeda bolagets vd Birgitte Bonnesen. Aktien har sedan SVT:s program Uppdrag Granskning sändes den 20:e februari gått ned med cirka 40 procent.

Figur: Utveckling för valda svenska börsbolag under 2018-19



Ett annat bolag med problem är omsorgsföretaget Attendo. I början av februari tvingades bolaget att stänga en enhet i Finland efter att finska myndigheter gjort ett oanmält besök. Den 27 mars vinstvarnar Attendo då bolaget meddelar att man ska genomföra ett handlingsprogram som ska kosta 200 mkr årligen för att stärka kvalitén i framförallt Finland. Aktien är ner cirka 40 procent för året.

Den kommersiella fastighetsmarknaden kännetecknas av fortsatt goda förutsättningar, särskilt som räntor kan väntas vara låga under lång tid. Enligt vårt synsätt är det främsta hotet finansiering. Bankerna är i nuläget kraftigt exponerade mot fastigheter och vill sannolikt inte öka andelen från

nuvarande nivåer. Vidare har vi två banker med andra problem (Swedbank och Danske Bank) som om det värsta inträffar skulle kunna tvingas göra ett tokstopp i sin utlåning. Detta skulle påverka fastighetsmarknaden negativt och trots låg sannolikhet kräver det eftertanke.

Marknaden för villor och bostadsrätter har utvecklats svagt under 2018 men har börjat stabiliseras. Överutbudet av bostäder för mer välbeställda hushåll i storstäder behöver försvinna från marknaden och vi förväntar oss att bostadsutvecklare kommer att ha det fortsatt jobbigt på börsen framöver.

Hyrestillväxten för kontor har börjat dämpas, men är fortsatt positiv. För handelsfastigheter däremot har hyror visat 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.

Vår slutsats är att det blivit än viktigare att välja ”rätt” fastighetsexponering. Det innebär fysiska fastigheter, fastighetsfonder eller fastighetsprojekt med rätt läge och kvalité, som inkluderar långa hyresavtal med kreditvärda hyresgäster och som ger en hög sannolikhet för stabil och god direktavkastning. Vi räknar med att direktavkastningen kommer att vara fortsatt god för fysiska fastigheter medan däremot värdeförändringen är mer osäker.

#### Avkastningskurvan och EPS-tillväxt

Ekonomiska bedömare brukar säga att avkastningskurvans lutning ger signaler om framtida konjunkturutveckling. Enligt nedanstående figur med negativ avkastningskurva (i nuläget) är sannolikheten för en framtida recession hög. Figuren visar även att avkastningskurvan var negativ under såväl dot.com som finanskrisen dvs då recessioner har infunnit sig. Vi menar att detta inte gäller i nuläget eftersom långa räntor till stor del är reglerade. Centralbanker köper mycket av utestående volymer och därigenom blir marknadsräntan lägre än den skulle vara. Vidare stimulerar centralbanker via korträntor.

Figur: Amerikansk avkastningskurva (10 år – 3 mån ränta) och EPS-tillväxt



Figuren visar tydligt att den förväntade vinsttillväxten per aktie (EPS) har fallit till ca 5 procent. Vid tidigare tillfällen då ekonomin varit i recession har EPS-tillväxten varit negativ. Om avkastningskurvan skulle sända rätt information så borde vinsttillväxten även denna period bli negativ. Detta skulle inte vara positiva nyheter för aktiemarknaden men vår bedömning är dock att avkastningskurvan, som konjunkturindikator, denna gång ska ses med stor försiktighet.

#### Fastighetskonsortiet Slottet

Vi har precis startat ett nytt konsortium – fastighetskonsortiet Slottet – vars uppgift är att bli ytterligare en byggsten i en väldiversifierad portfölj. Avsikten är att den långsiktigt ska utvecklas i linje och sannolikt bättre än obelånade fysiska fastigheter. Målsättningen är;

- En förväntad god totalavkastning.
- God direktavkastning
- Real tillgång som ger inflationsskydd
- Låg korrelation mot aktie- och ränteplaceringar

Eftersom de flesta av våra kunder behöver likviditet, vilket är omöjligt när man äger fysiska fastigheter, kommer vårt konsortium att innehålla både fastighetsaktier och obligationer. Detta medverkar till att ägarandelar enkelt kan köpas och säljas. Det är rimligt att konsortiet bör ses som en fastighetsplacering eftersom det är samma underliggande tillgång.

I tidigare avsnitt har vi beskrivit att det är troligt att räntor förblir mycket låga under lång tid. Det innebär att fastighetsexponering kommer att gynnas och därigenom sannolikt fastighetsaktier. Det är inte

troligt att yilder (avkastningskrav) stiger om inte räntenivån i Sverige stiger och de låga räntekostnaderna tillsammans med goda hyresnivåer kan förväntas stärka fastighetsbolagens förvaltningsresultat. Vår bedömning, trots att fastighetsaktier knappast kan sägas vara billiga, är att det finns goda förutsättningar för bra avkastning de närmaste åren.

Din kundansvariga person berättar gärna mer om vårt nya konsortium.

### Slutsatser

I dagens läge med extremnivåer på räntor och därigenom höga värderingar på riskfyllda tillgångar är diversifiering den enda fria lunchen – mao sprid kapitalet över flera tillgångar. Ett sådant alternativ är fastigheter och vi vill gärna framhålla vårt eget fastighetskonsortium, Slottet. Vi anser även att mer riskfyllda placeringar bör överviktas på marginalen.

Nedan följer avkastningen för våra konsortier under 2019.

| Konsortie                         | 2019 % | Index % |
|-----------------------------------|--------|---------|
| Räntekonsortiet                   | 0,4    | 0,1     |
| Företagsobligationskonsortiet     | 1,0    | 0,8     |
| Företagsobligationskonsortiet FRN | 0,6    | 0,6     |
| Stiftelsekonsortiet GIVA          | 8,0    | n.a.    |
| Fastighetskonsortiet Slottet*     | 0,6    | n.a.    |
| Aktiekonsortiet Sverige           | 12,3   | 12,7    |
| Aktieindexkonsortiet Sverige      | 12,4   | 12,5    |
| Aktieindexkonsortiet Äpplet       | 15,7   | 12,3    |
| Aktiekonsortiet Spiran            | 12,5   | 12,6    |
| Småbolagskonsortiet Kronan        | 10,9   | n.a.    |
| Aktieindexkonsortiet Utland       | 16,2   | 17,3    |

\*Konsortiet startade 26/3 2019

# 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

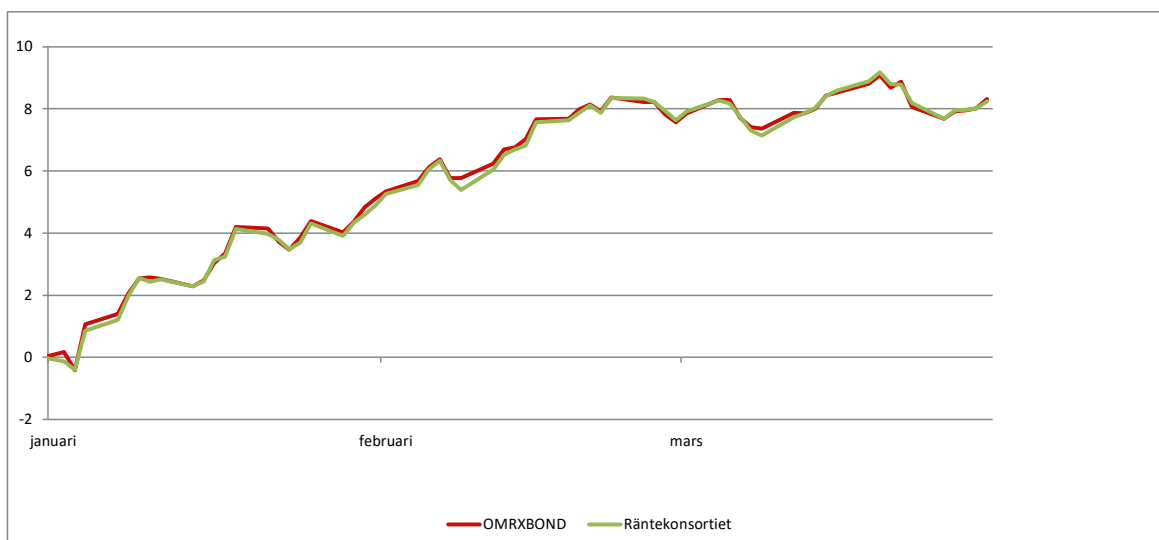
Aktiv förvaltning av svenska räntebärande placeringar. Den genomsnittliga räntebindningstiden är cirka två år.

| Förmögenhet                        |            | Total      |
|------------------------------------|------------|------------|
| Förmögenhet (tkr)                  | 2019-03-29 | 4 848 215  |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) |            | 4 872 473  |
| Förmögenhet (tkr)                  | 2018-12-31 | 4 599 855  |
| Andelar (antal)                    | 2019-03-29 | 40 883 260 |
| Andelsvärde inkl. utdelning        |            | 118        |
| Andelsvärde exkl. utdelning        |            | 118        |

| Avkastning (jämförelseindex) |  |             |
|------------------------------|--|-------------|
| 1 mån (%)                    |  | 0,13 (0,06) |
| 3 mån (%)                    |  | 0,37 (0,09) |
| Sedan årets start (%)        |  | 0,37 (0,09) |

## Avkastning januari – mars (%)

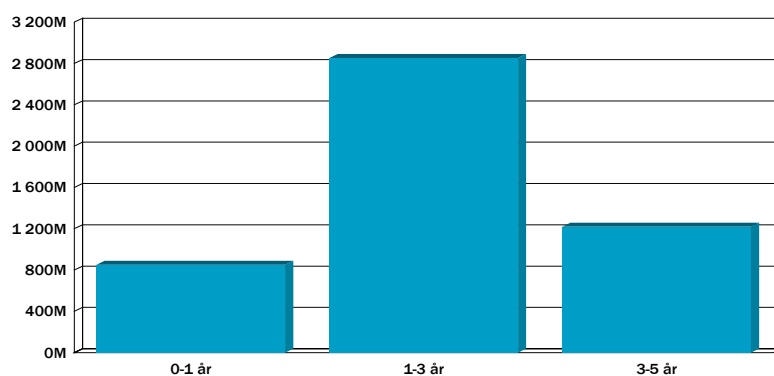
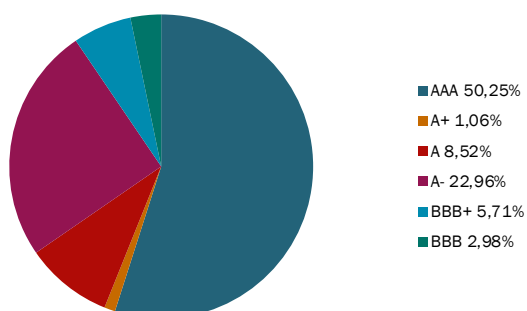


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| Standardavvikelse (%)*            | 0,59 (0,55)   |
| Sharpekvot*                       | -0,43 (-1,19) |
| Informationskvot*                 | 2,51          |
| Informationskvot 12-månaderstal   | 2,54          |
| Tracking error (%)*               | 0,16          |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 0,17          |
| Duration                          | 1,63          |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|-----------|--------------------|
| Stadshypotek             | 9,06%     | 447 443 707        |
| Vasakronan Fastighet     | 8,95%     | 441 918 220        |
| Svenska staten           | 7,31%     | 360 932 814        |
| Landshypotek             | 5,72%     | 282 512 577        |
| SEB                      | 4,68%     | 230 975 090        |
| Sparbanken skåne         | 4,34%     | 214 288 045        |
| PostNord AB              | 3,96%     | 195 694 274        |
| Santander                | 3,65%     | 180 337 085        |
| Scania                   | 3,35%     | 165 477 229        |
| Kommuninvest             | 3,21%     | 158 645 739        |

**Förfallostruktur****Kreditrating (S&P)\***

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

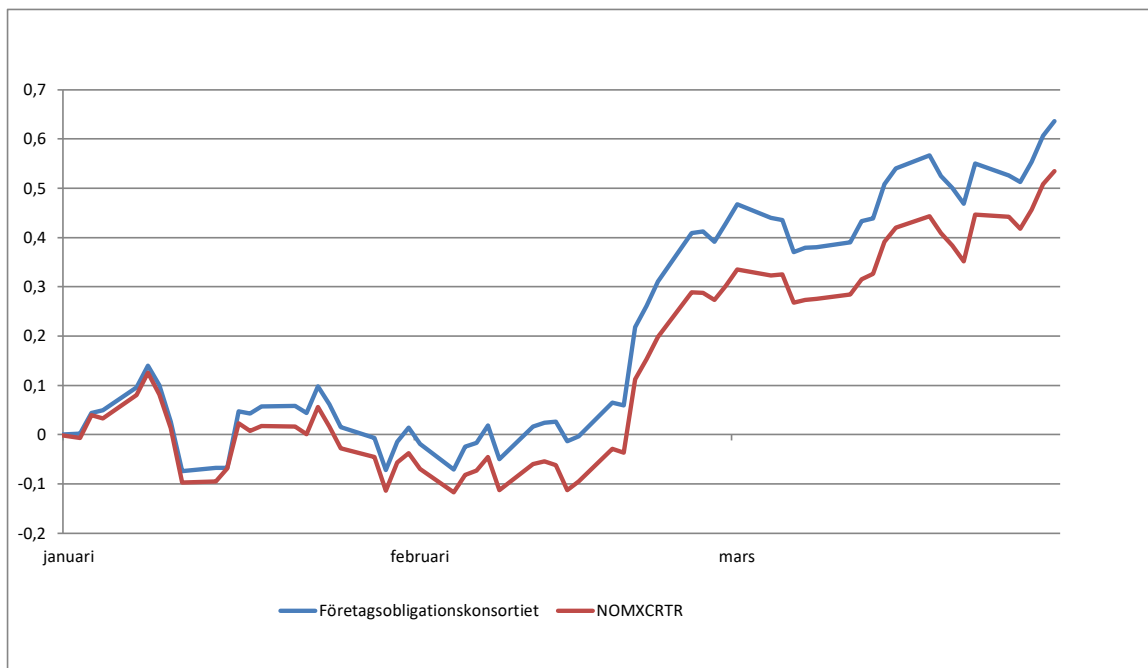
# Företagsobligationskonsortiet

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

| Förmögenhet                        |            | Total     |
|------------------------------------|------------|-----------|
| Förmögenhet (tkr)                  | 2019-03-29 | 2 508 593 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) |            | 2 487 921 |
| Förmögenhet (tkr)                  | 2018-12-31 | 2 563 457 |
| Andelar (antal)                    | 2019-03-29 | 2 403 713 |
| Andelsvärde inkl. utdelning        |            | 1 044     |
| Andelsvärde exkl. utdelning        |            | 1 039     |

| Avkastning (jämförelseindex) |             |
|------------------------------|-------------|
| 1 mån (%)                    | 0,47 (0,35) |
| 3 mån (%)                    | 0,96 (0,84) |
| Sedan årets start (%)        | 0,96 (0,84) |

## Avkastning januari – mars (%)



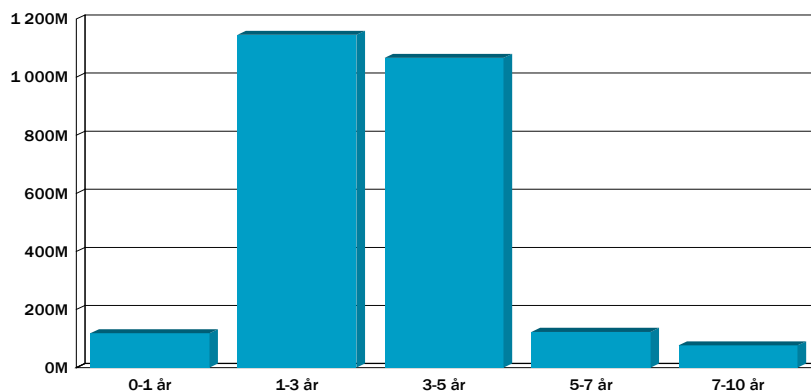
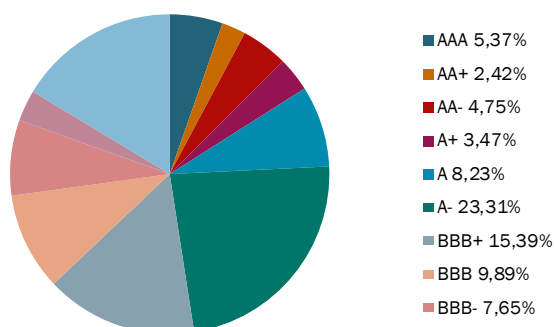


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

|                                   |             |
|-----------------------------------|-------------|
| Standardavvikelse (%)*            | 1,28 (1,24) |
| Sharpekvot*                       | 0,85 (0,54) |
| Informationskvot*                 | 1,74        |
| Informationskvot 12-månaderstal   | 1,49        |
| Tracking error (%)*               | 0,24        |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 0,16        |
| Duration                          | 2,79        |

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

| Största enskilda innehav         | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|----------------------------------|-----------|--------------------|
| Fortum värme                     | 6,95%     | 174 423 195        |
| Willhem                          | 5,38%     | 134 969 085        |
| Hufvudstaden                     | 4,94%     | 123 915 213        |
| TeliaSonera                      | 4,49%     | 112 661 982        |
| Santander                        | 3,82%     | 95 807 489         |
| Castellum                        | 3,18%     | 79 689 771         |
| Vasakronan Fastighet             | 3,17%     | 79 644 984         |
| Volvo Finans                     | 3,14%     | 78 792 792         |
| Svensk Hypotekspension Fond 1 AB | 3,10%     | 77 802 069         |
| LeasePlan                        | 2,81%     | 70 402 675         |

**Förfallostruktur****Kreditrating (S&P)\***

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

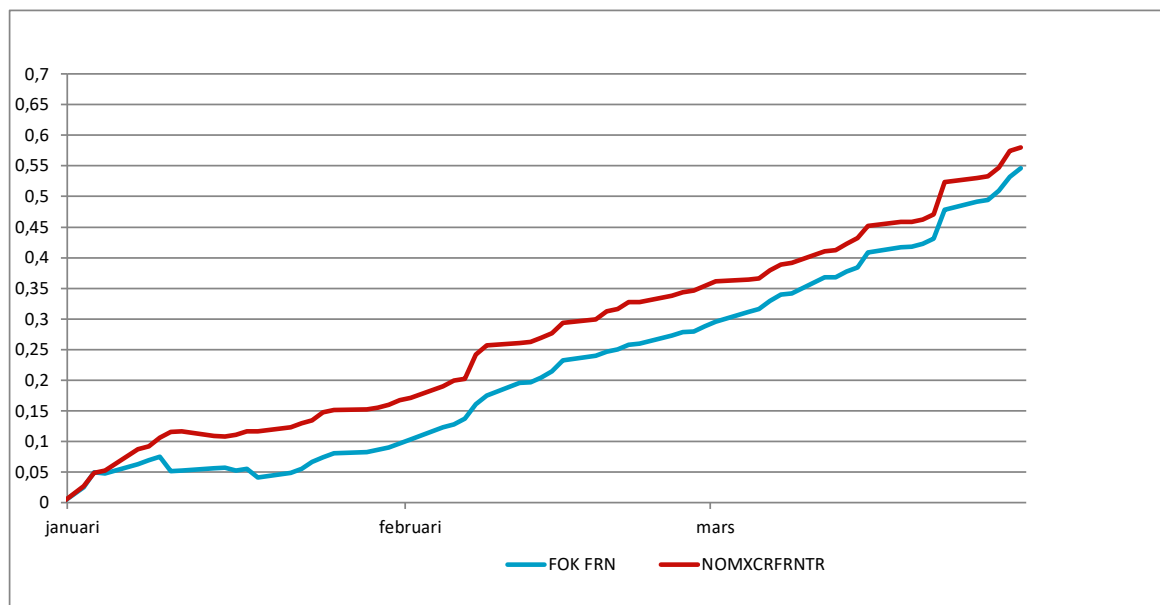
# Företagsobligationskonsortiet FRN

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

| Förmögenhet                        |            | Total   |
|------------------------------------|------------|---------|
| Förmögenhet (tkr)                  | 2019-03-29 | 298 235 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) |            | 294 471 |
| Förmögenhet (tkr)                  | 2018-12-31 | 296 255 |

| Avkastning (jämförelseindex) |             |
|------------------------------|-------------|
| 1 mån (%)                    | 0,26 (0,23) |
| 3 mån (%)                    | 0,55 (0,58) |
| Sedan årets start (%)        | 0,55 (0,58) |

## Avkastning januari – mars (%)

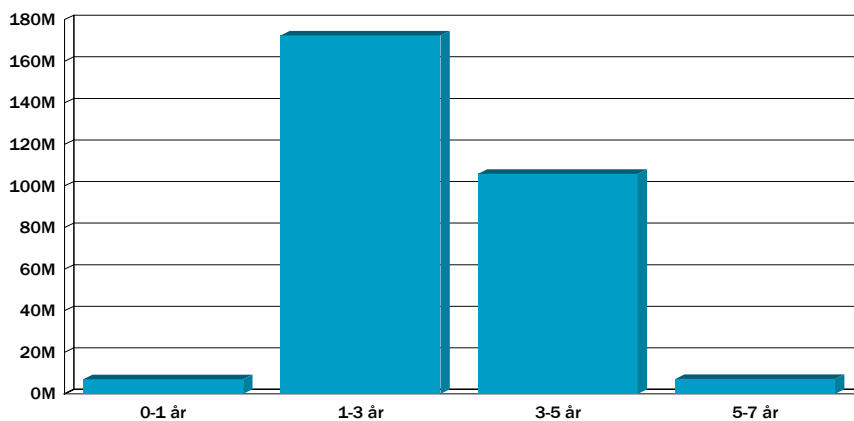
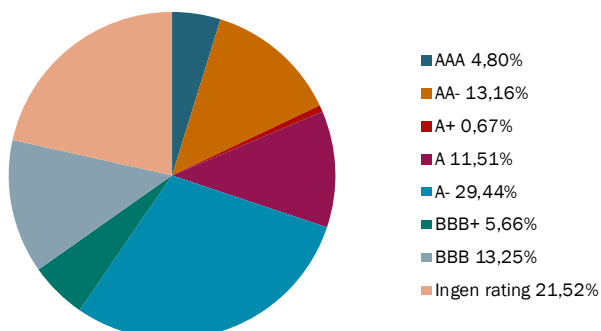


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

|                                   |             |
|-----------------------------------|-------------|
| Standardavvikelse (%)*            | 0,42 (0,43) |
| Sharpekvot*                       | 2,30 (2,20) |
| Tracking error (%)*               | 0,11        |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 0,10        |

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

| Största enskilda innehav | Andel % | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|---------|--------------------|
| Deutsche Bahn Finance    | 8,76%   | 26 135 389         |
| Länsförsäkringar Bank    | 6,80%   | 20 287 860         |
| Willhem                  | 6,77%   | 20 198 074         |
| Rikshem                  | 6,13%   | 18 280 278         |
| Santander                | 5,02%   | 14 976 531         |
| PostNord AB              | 4,71%   | 14 048 823         |
| Kinnevik                 | 4,08%   | 12 159 581         |
| Volvo Finans             | 4,07%   | 12 126 389         |
| ELLEVIO AB               | 3,79%   | 11 307 945         |
| Vasakronan Fastighet     | 3,70%   | 11 034 153         |

**Förfallostruktur****Kreditrating (S&P)\***

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

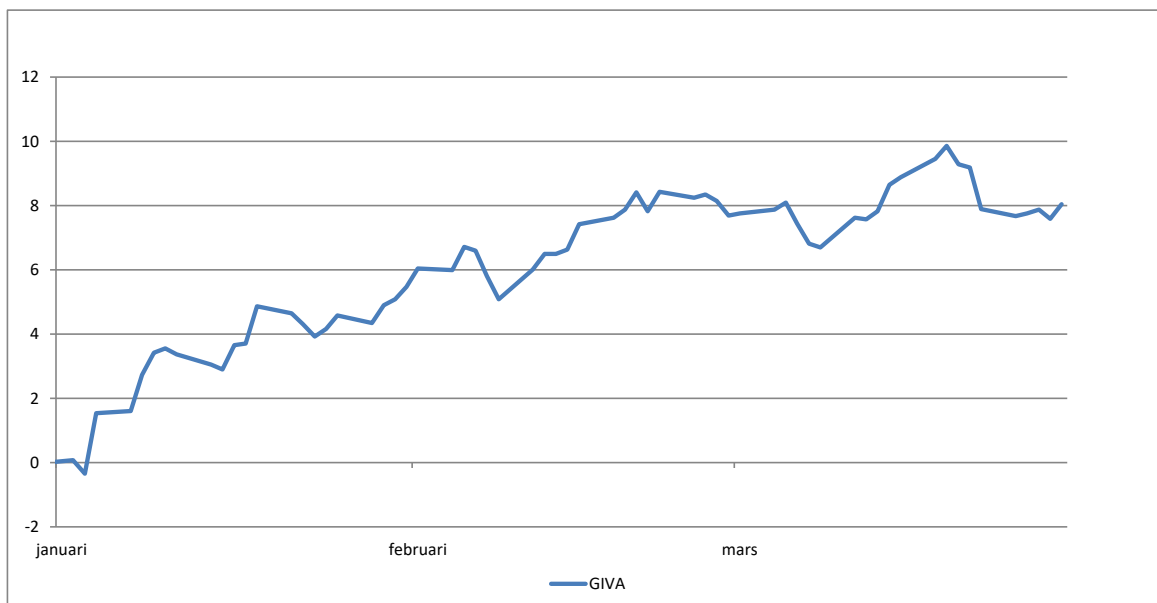
# Stiftelsekonsortiet GIVA

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)                  | 2019-03-29 | 748 024 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) |            | 745 637 |
| Förmögenhet (tkr)                  | 2018-12-31 | 692 372 |
| Andelar (antal)                    | 2019-03-29 | 750 985 |
| Andelsvärde inkl. utdelning        |            | 996     |
| Andelsvärde exkl. utdelning        |            | 974     |

| Avkastning (jämförelseindex) |      |
|------------------------------|------|
| 1 mån (%)                    | 0,32 |
| 3 mån (%)                    | 8,04 |
| Sedan årets start (%)        | 8,04 |

## Avkastning januari – mars (%)



**Nyckeltal (jämförelseindex)**

|                        |      |
|------------------------|------|
| Standardavvikelse (%)* | 8,09 |
| Sharpekvot*            | 0,76 |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|-----------|--------------------|
| Volvo B                  | 7,56%     | 56 524 320         |
| TeliaSonera              | 6,71%     | 50 191 078         |
| Nordea Bank Abp          | 5,99%     | 44 784 750         |
| ABB Ltd                  | 5,04%     | 37 733 535         |
| Hennes & Mauritz B       | 4,87%     | 36 425 000         |
| Essity                   | 4,42%     | 33 071 207         |
| Electrolux B             | 3,95%     | 29 582 987         |
| Trelleborg B             | 3,54%     | 26 493 998         |
| Handelsbanken A          | 3,54%     | 26 489 256         |
| SEB A                    | 3,51%     | 26 226 420         |

**Utdelning**

|                  |       |
|------------------|-------|
| Utdelning 180815 | 1,95% |
| Utdelning 181214 | 1,34% |
| Utdelning 190415 | 3,01% |

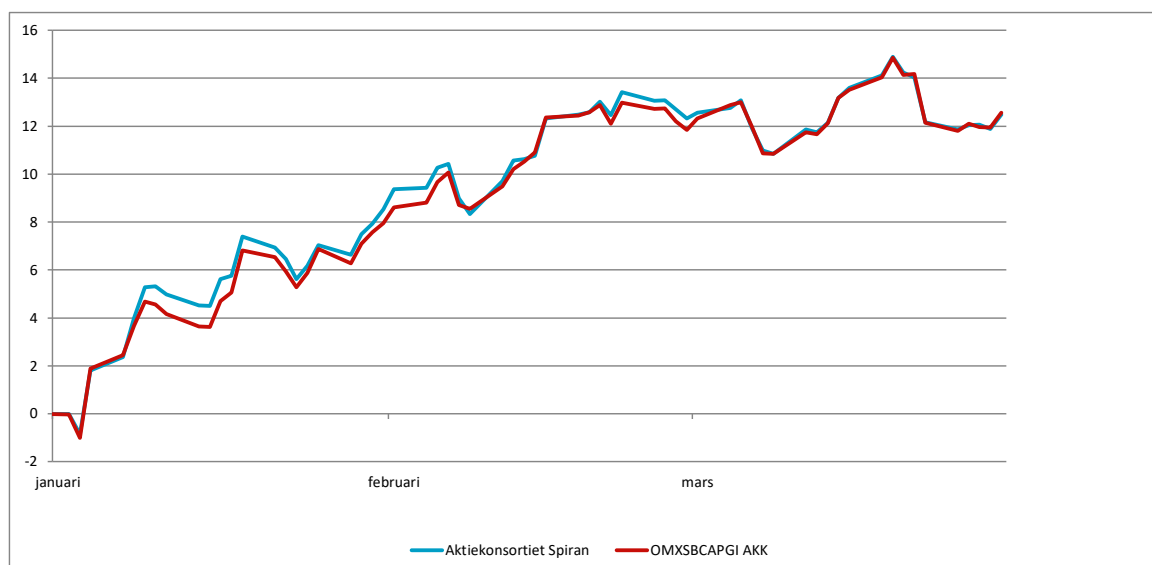
# Aktiekonsortiet Spiran

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

| Förmögenhet                        |            | Total     |
|------------------------------------|------------|-----------|
| Förmögenhet (tkr)                  | 2019-03-29 | 1 252 980 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) |            | 1 216 077 |
| Förmögenhet (tkr)                  | 2018-12-31 | 1 007 498 |
| Andelar (antal)                    | 2019-03-29 | 162 595   |
| Andelsvärde inkl. utdelning        |            | 7 706     |
| Andelsvärde exkl. utdelning        |            | 7 571     |

| Avkastning (jämförelseindex) |               |
|------------------------------|---------------|
| 1 mån (%)                    | 0,14 (0,65)   |
| 3 mån (%)                    | 12,48 (12,56) |
| Sedan årets start (%)        | 12,48 (12,56) |

## Avkastning januari – mars (%)

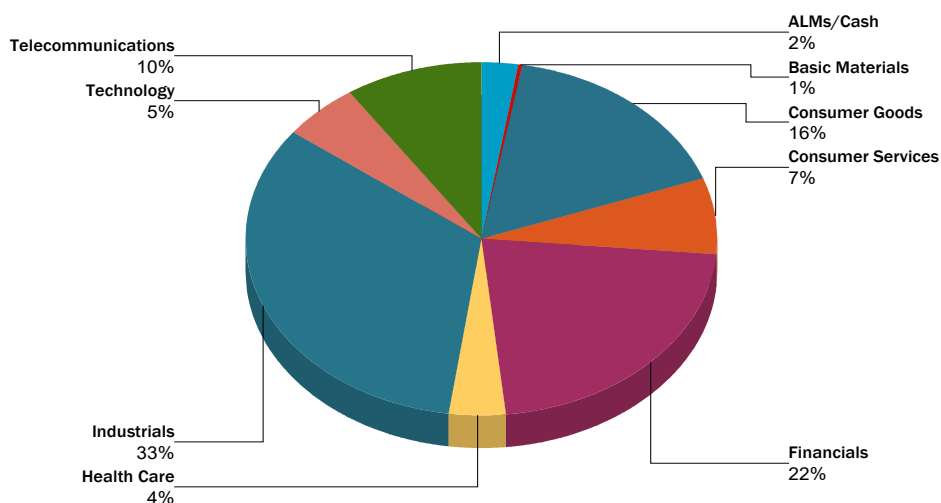


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| Standardavvikelse (%)*            | 12,85 (12,30) |
| Sharpekvot*                       | 0,56 (0,62)   |
| Informationskvot*                 | -0,19         |
| Informationskvot 12-månaderstal   | 0,40          |
| Tracking error (%)*               | 1,94          |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 3,46          |

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

| Största enskilda innehav        | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|---------------------------------|-----------|--------------------|
| Volvo B                         | 10,22%    | 124 992 000        |
| Nordea Bank Abp                 | 7,36%     | 89 990 675         |
| Hennes & Mauritz B              | 5,73%     | 70 082 320         |
| Essity                          | 5,69%     | 69 530 395         |
| TeliaSonera                     | 5,68%     | 69 496 635         |
| LM Ericsson B                   | 5,28%     | 64 587 600         |
| Skanska B                       | 4,58%     | 56 075 476         |
| Electrolux B                    | 4,57%     | 55 902 839         |
| Millicom International Cellular | 4,08%     | 49 882 043         |
| Sandvik                         | 3,90%     | 47 752 995         |

**Branschfördelning**

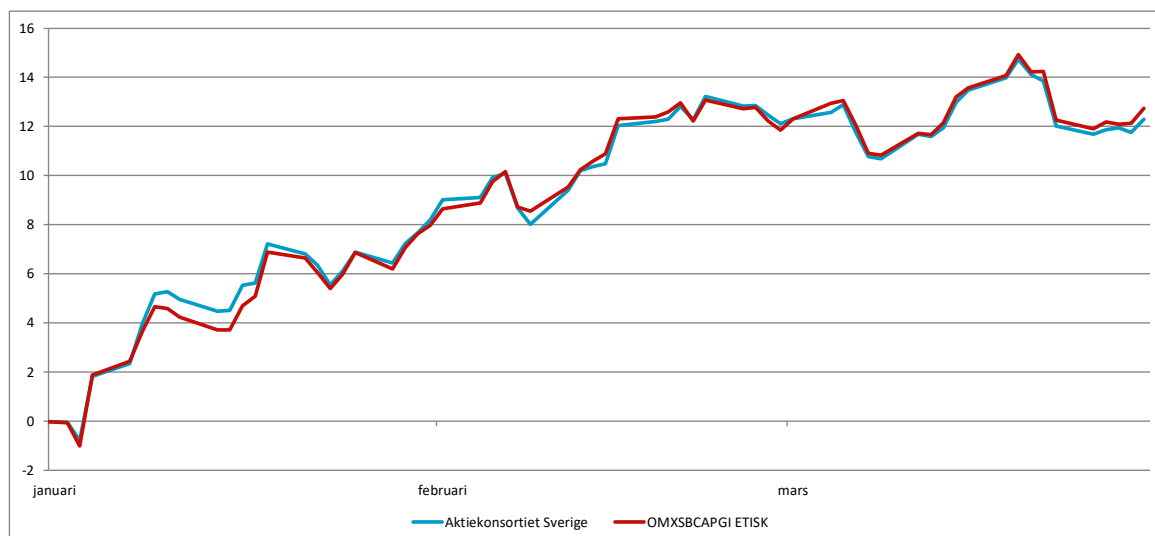
# Aktiekonsortiet Sverige

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

| Förmögenhet                        |            | Total     |
|------------------------------------|------------|-----------|
| Förmögenhet (tkr)                  | 2019-03-29 | 3 488 533 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) |            | 3 488 469 |
| Förmögenhet (tkr)                  | 2018-12-31 | 3 159 984 |
| Andelar (antal)                    | 2019-03-29 | 462 228   |
| Andelsvärde inkl. utdelning        |            | 7 547     |
| Andelsvärde exkl. utdelning        |            | 7 416     |

| Avkastning (jämförelseindex) |               |
|------------------------------|---------------|
| 1 mån (%)                    | 0,16 (0,80)   |
| 3 mån (%)                    | 12,29 (12,74) |
| Sedan årets start (%)        | 12,29 (12,74) |

## Avkastning januari – mars (%)



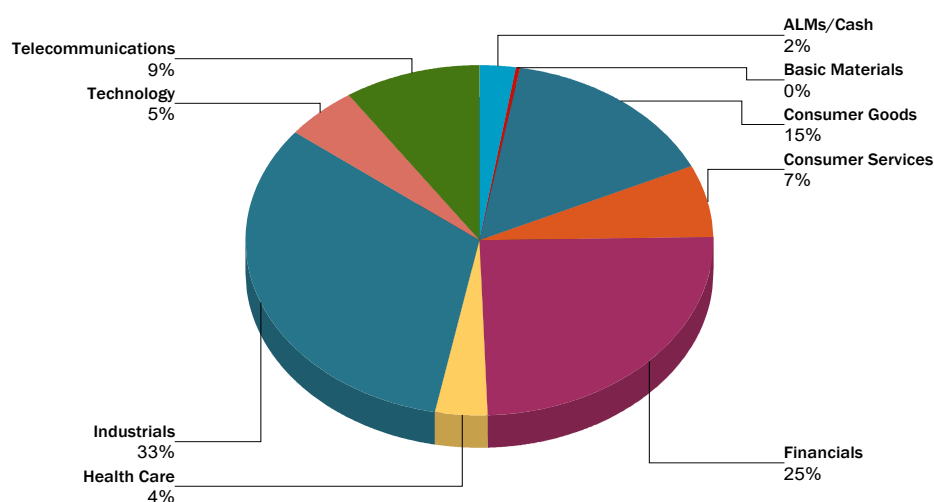


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| Standardavvikelse (%)*            | 12,80 (12,36) |
| Sharpekvot*                       | 0,57 (0,64)   |
| Informationskvot*                 | -0,33         |
| Informationskvot 12-månaderstal   | 0,31          |
| Tracking error (%)*               | 1,84          |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 3,36          |

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

| Största enskilda innehav        | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|---------------------------------|-----------|--------------------|
| Volvo B                         | 9,91%     | 337 156 992        |
| Nordea Bank Abp                 | 7,33%     | 249 280 409        |
| TeliaSonera                     | 5,63%     | 191 453 130        |
| Essity                          | 5,58%     | 190 015 071        |
| LM Ericsson B                   | 5,30%     | 180 442 831        |
| Hennes & Mauritz B              | 5,02%     | 170 910 440        |
| Skanska B                       | 4,58%     | 155 796 062        |
| Millicom International Cellular | 3,95%     | 134 446 401        |
| Electrolux B                    | 3,79%     | 128 949 142        |
| Sandvik                         | 3,75%     | 127 626 106        |

**Branschfördelning**

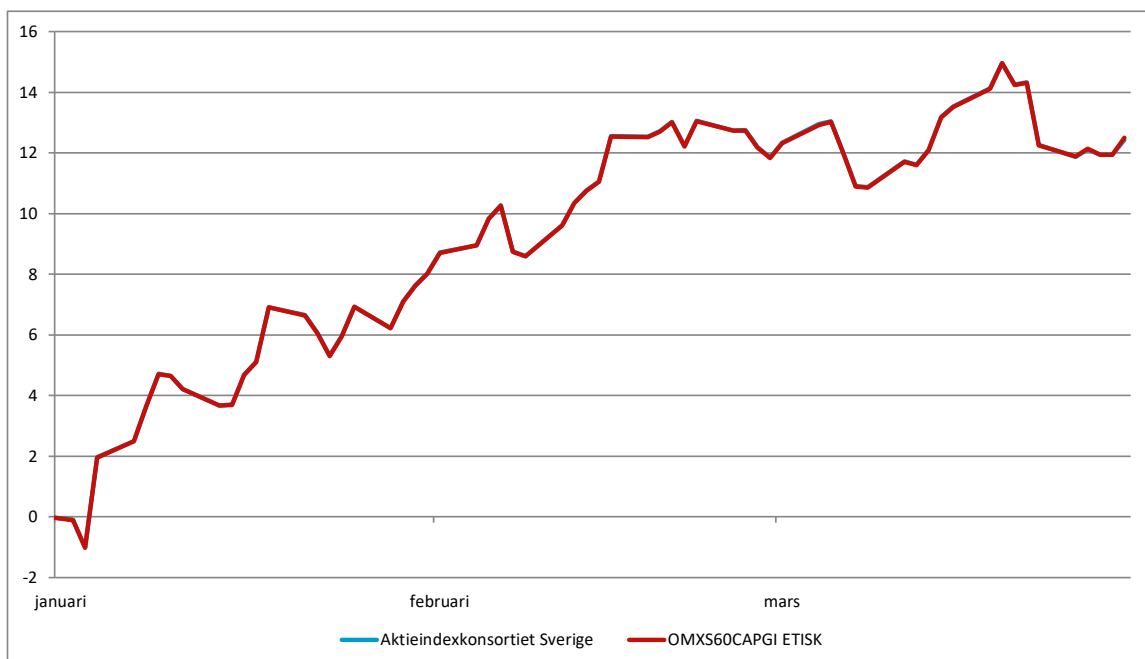
# Aktieindexkonsortiet Sverige

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

| Förmögenhet                        |            | Total      |
|------------------------------------|------------|------------|
| Förmögenhet (tkr)                  | 2019-03-29 | 1 828 690  |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) |            | 1 844 219  |
| Förmögenhet (tkr)                  | 2018-12-31 | 1 648 800  |
| Andelar (antal)                    | 2019-03-29 | 10 336 071 |
| Andelsvärde inkl. utdelning        |            | 177        |
| Andelsvärde exkl. utdelning        |            | 174        |

| Avkastning (jämförelseindex) |               |
|------------------------------|---------------|
| 1 mån (%)                    | 0,52 (0,59)   |
| 3 mån (%)                    | 12,44 (12,49) |
| Sedan årets start (%)        | 12,44 (12,49) |

## Avkastning januari – december (%)

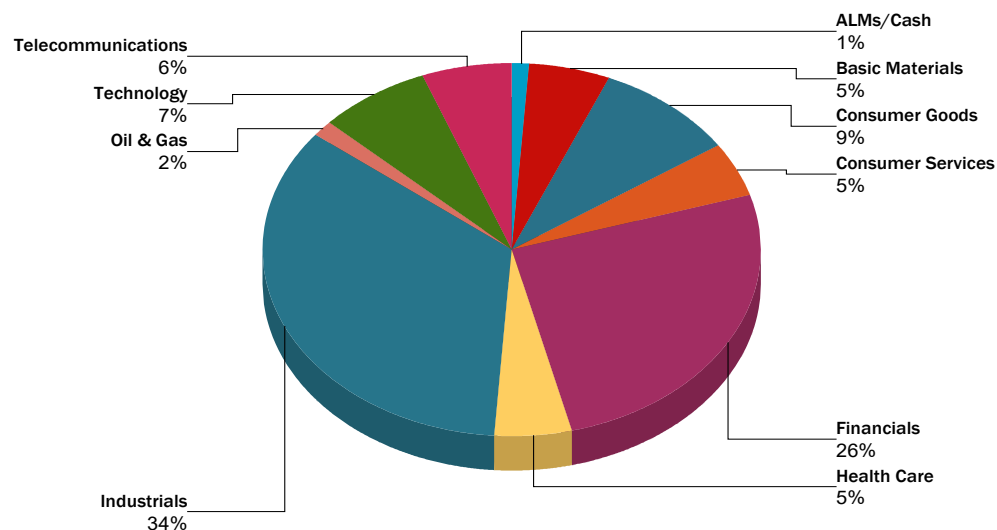


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| Standardavvikelse (%)*            | 12,77 (12,76) |
| Sharpekvot*                       | 0,51 (0,51)   |
| Tracking error (%)*               | 0,08          |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 0,16          |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|-----------|--------------------|
| LM Ericsson B            | 7,31%     | 132 014 389        |
| Volvo B                  | 6,22%     | 112 334 400        |
| Assa Abloy AB            | 5,25%     | 94 797 032         |
| Investor B               | 4,83%     | 87 297 275         |
| Essity                   | 4,77%     | 86 087 446         |
| Atlas Copco A            | 4,49%     | 81 165 709         |
| Nordea Bank Abp          | 4,47%     | 80 846 662         |
| Sandvik                  | 4,32%     | 78 127 853         |
| Handelsbanken A          | 4,12%     | 74 416 404         |
| Hennes & Mauritz B       | 3,47%     | 62 637 050         |

**Branschfördelning**

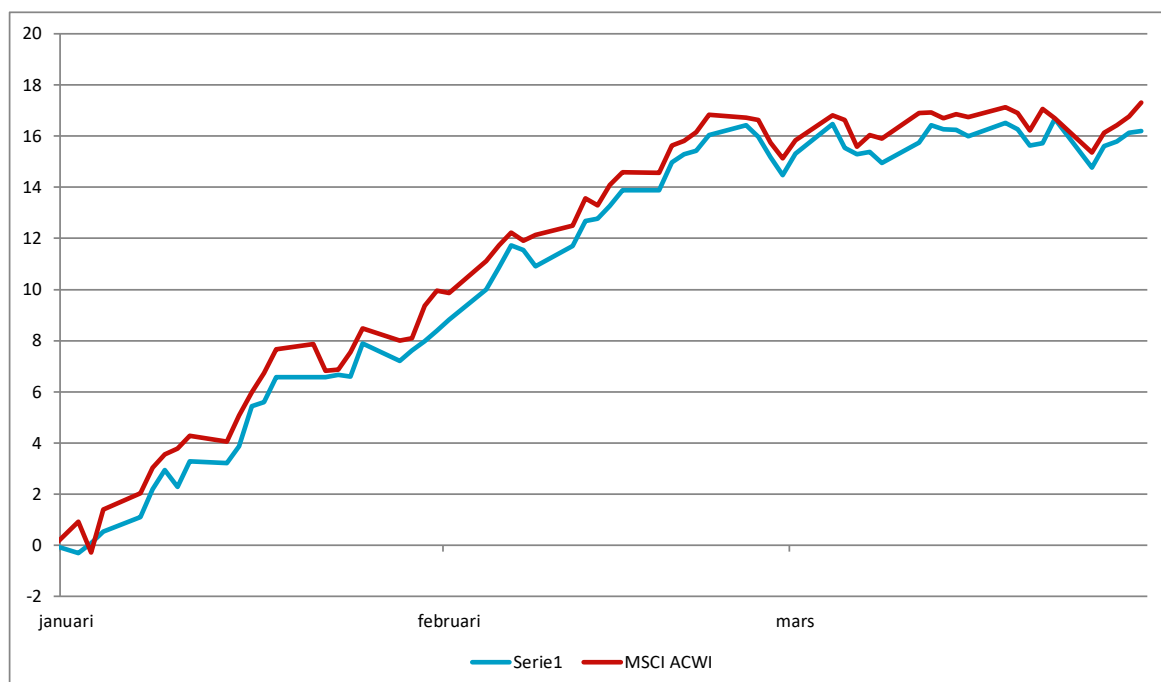
# Aktieindexkonsortiet Utland

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

| Förmögenhet                        |            | Total     |
|------------------------------------|------------|-----------|
| Förmögenhet (tkr)                  | 2019-03-29 | 2 914 550 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) |            | 2 866 496 |
| Förmögenhet (tkr)                  | 2018-12-31 | 2 347 571 |
| Andelar (antal)                    | 2019-03-29 | 316 281   |
| Andelsvärde inkl. utdelning        |            | 9 215     |
| Andelsvärde exkl. utdelning        |            | 9 048     |

| Avkastning (jämförelseindex) |               |
|------------------------------|---------------|
| 1 mån (%)                    | 1,51 (1,89)   |
| 3 mån (%)                    | 16,19 (17,32) |
| Sedan årets start (%)        | 16,19 (17,32) |

## Avkastning januari – mars (%)

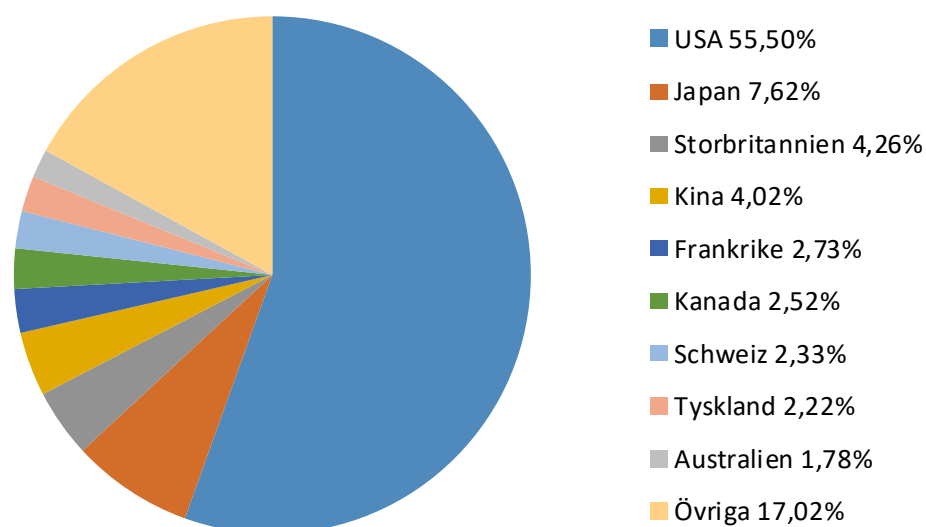


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| Standardavvikelse (%)*            | 12,65 (12,79) |
| Sharpekvot*                       | 1,03 (1,05)   |
| Tracking error (%)*               | 2,25          |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 2,83          |

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

| Geografisk fördelning | Andel % |
|-----------------------|---------|
| USA                   | 55,50   |
| Japan                 | 7,62    |
| Storbritannien        | 4,26    |
| Kina                  | 4,02    |
| Frankrike             | 2,73    |
| Kanada                | 2,52    |
| Schweiz               | 2,33    |
| Tyskland              | 2,22    |
| Australien            | 1,78    |
| Övriga                | 17,02   |

**Geografisk fördelning**

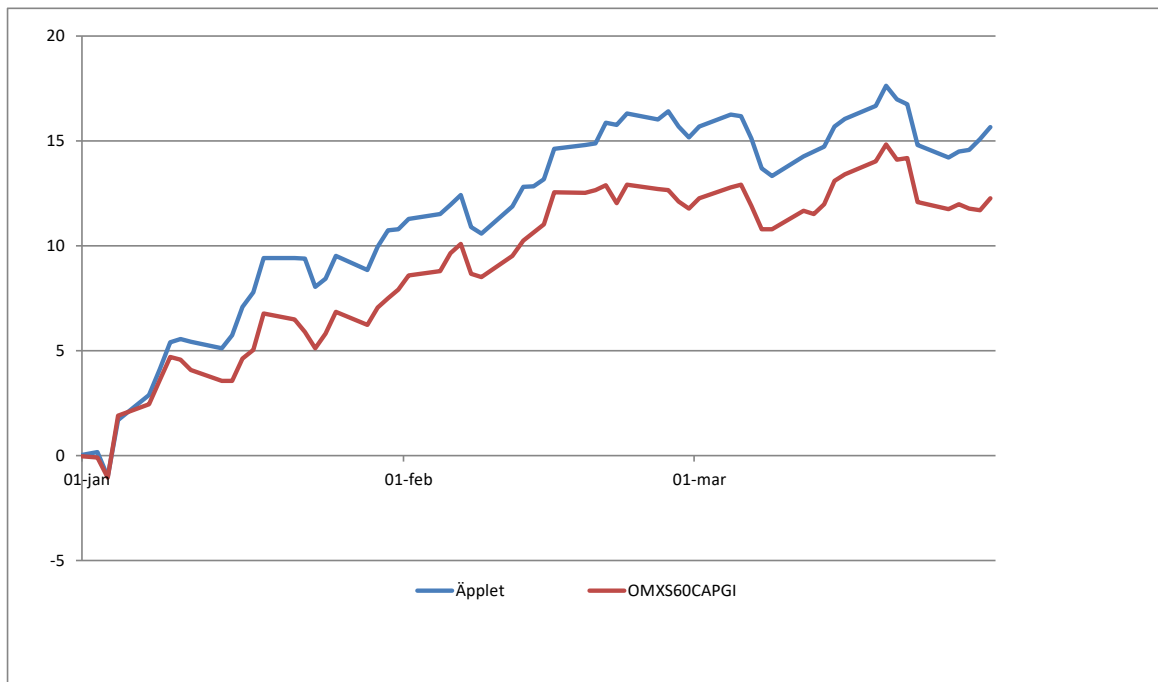
# Aktieindexkonsortiet Äpplet

Ett likaviktat aktieindexkonsortium.

| Förmögenhet                        |            | Total   |
|------------------------------------|------------|---------|
| Förmögenhet (tkr)                  | 2019-03-29 | 165 421 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) |            | 148 538 |
| Förmögenhet (tkr)                  | 2018-12-31 | 82 078  |
| Andelar (antal)                    | 2019-03-29 | 145 610 |
| Andelsvärde inkl. utdelning        |            | 1 136   |
| Andelsvärde exkl. utdelning        |            | 1 122   |

| Avkastning (jämförelseindex) |               |
|------------------------------|---------------|
| 1 mån (%)                    | 0,43 (0,44)   |
| 3 mån (%)                    | 15,66 (12,26) |
| Sedan årets start (%)        | 15,66 (12,26) |

## Avkastning januari – mars (%)

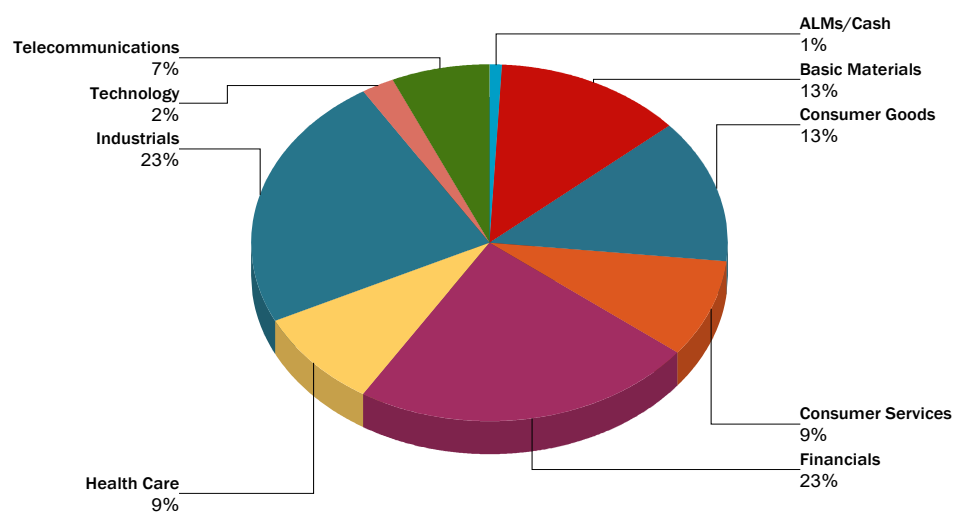


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| Standardavvikelse (%)*            | 12,20 (11,84) |
| Sharpekvot*                       | 0,74 (0,54)   |
| Tracking error (%)*               | 3,37          |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 3,32          |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|-----------|--------------------|
| Electrolux B             | 2,47%     | 4 056 761          |
| Intrum AB                | 2,46%     | 4 038 375          |
| Fastighets Balder B      | 2,45%     | 4 012 272          |
| ICA Gruppen              | 2,44%     | 3 994 457          |
| Assa Abloy AB            | 2,42%     | 3 961 617          |
| Boliden                  | 2,39%     | 3 914 757          |
| BillerudKorsnas          | 2,39%     | 3 914 019          |
| Volvo B                  | 2,37%     | 3 890 016          |
| Getinge B                | 2,37%     | 3 887 149          |
| Fabege                   | 2,37%     | 3 883 950          |

**Branschfördelning**

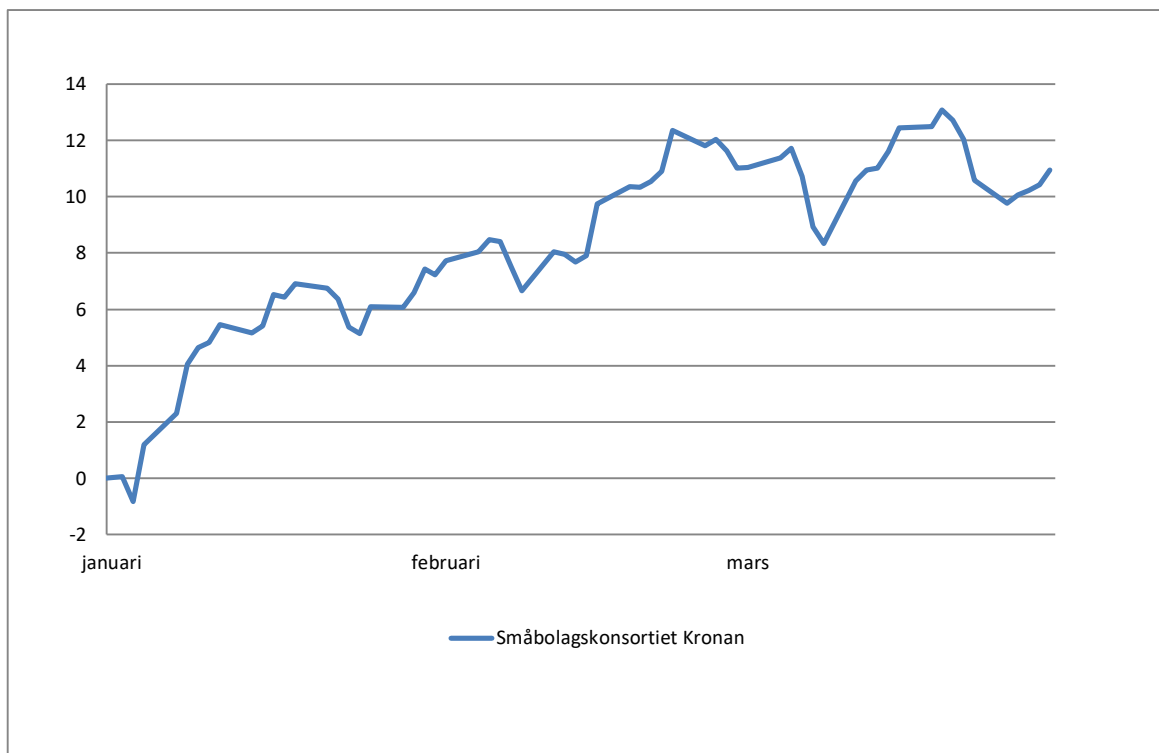
# Aktiekonsortiet Kronan

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)                  | 2019-03-29 | 224 938 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) |            | 225 073 |
| Förmögenhet (tkr)                  | 2018-12-31 | 187 579 |
| Andelar (antal)                    | 2019-03-29 | 225 804 |
| Andelsvärde inkl. utdelning        |            | 996     |
| Andelsvärde exkl. utdelning        |            | 993     |

| Avkastning            |      |
|-----------------------|------|
| 1 mån (%)             | 5,58 |
| 3 mån (%)             | 2,38 |
| Sedan årets start (%) | 2,38 |

## Avkastning januari – mars (%)



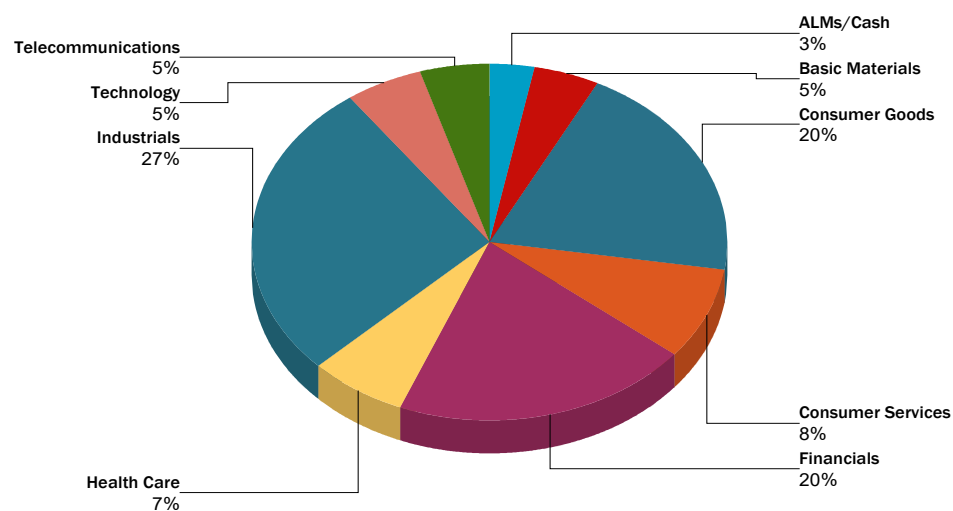


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

|                        |             |
|------------------------|-------------|
| Standardavvikelse (%)* | 0,51 (0,00) |
| Sharpekvot*            | 0,00        |

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

| Största enskilda innehav        | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|---------------------------------|-----------|--------------------|
| Bravida Holding                 | 5,05      | 11 022 275         |
| NCC B                           | 5,04      | 11 010 009         |
| Hufvudstaden A                  | 4,89      | 10 686 448         |
| Millicom International Cellular | 4,87      | 10 625 584         |
| AcadeMedia                      | 4,80      | 10 485 124         |
| Intrum AB                       | 4,77      | 10 413 000         |
| BillerudKorsnas                 | 4,73      | 10 332 043         |
| Getinge B                       | 4,73      | 10 316 225         |
| Trelleborg B                    | 4,72      | 10 312 146         |
| Nobia                           | 4,65      | 10 157 547         |

**Branschfördelning**







KAMMARKOLLEGIET