



# Kapitalförvaltningens kvartalsrapport Q4 2019



KAMMARKOLLEGIET



# Innehåll

Bra år för samtliga tillgångsslag	4
The new normal - låga räntor längre	6
Riksbanken har lämnat minusräntor	6
Konjunkturen mattas	6
Arbetslösheten stiger	6
Mycket stark utveckling på kreditmarknaden	7
Aktier fortsatt vinnare	7
Taktisk allokering som grädde på moset	8
Alternativa placeringar - fastigheter	8
Fastighetskonsortiet Slottet - succé under 2019	10
Kollegiets konsultkompetens inom fastigheter, Private Equity och infrastruktur	10
Definitioner	12
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
Fastighetskonsortiet Slottet	34

## Bra år för samtliga tillgångslag

2019 blev ett riktigt bra år för i stort sett samtliga tillgångslag. Aktier avkastade cirka 30 procent och räntor sjönk något under året. Alla riskfyllda tillgångslag har utvecklats starkt under året. I synnerhet fastighetsaktier som gynnas av låga räntor som dessutom förväntas förbli låga under lång tid. Till skillnad från sista kvartalet 2018 slapp vi se en rejäl sättning under slutet av 2019. Den svenska kronan har dock fortsatt att försvagas under året.

Men det har ändå varit ett svårt år med många potentiella hot under vägen. Handelskriget fortsätter och marknaden har kastats mellan hopp och förtvivlan i takt med tweets från president Trump. Under slutet av året signalerades det att vi förmodligen har ett första avtal på plats mellan USA och Kina.

Vi har också haft fortsatt geopolitisk oro under året. Sedan ISIS besegrats har läget i mellanöstern fortsatt vara prekärt. Under slutet av 2019 accelererade hotbilderna och det talas alltmer om ett så kallat proxykrig mellan USA och Iran i Irak och Syrien vilket skulle kunna vara början på en längre militär konflikt i mellanöstern. Detta påverkar självfallet även de finansiella marknaderna.

Riksbanken beslutade sig till sist för att avsluta perioden med negativ reporänta och höjde räntan i december till noll. Vi har således lämnat den negativa reporäntan efter fem år. Dock signalerar man att reporäntan förväntas förbli noll/låg under väldigt lång tid framåt. Detta har marknaden tagit fasta på och riskfyllda tillgångar - i synnerhet fastighetsexponeringar - gynnas av detta scenario.

FED däremot sänkte sin ränta tre gånger, något som förmodligen ligger bakom att den ekonomiska avmattning som marknaden förväntar sig inte blir så djup som man tidigare trott och att riskfyllda tillgångar fortsatt handlats starkt.

Trots stor osäkerhet när det gäller konjunktur, geopolitisk oro och handelskrig så har riskfyllda tillgångar fortsatt att utvecklas väl. Den finansiella marknaden har alltid haft en faiblesse för förkortningar. Under många år nu så har marknaden talat om TINA – there is no alternative – det vill säga att så länge räntorna är extremt låga, så fortsätter pengar strömma in i tillgångar som kan ge en bättre positiv avkastning.

Under 2019 tillkom en ny förkortning på samma tema, FOMO – fear of missing out – det vill säga att placerare till slut inte vågar stå vid sidan av en positiv marknad. Vi får se om detta håller i sig under 2020.

Vi har under året fortsatt vårt utveckla vår kompetens och erbjudande inom alternativa placeringar. Sedan länge har vi hjälpt kunder med rådgivning inom fastighetsinvesteringar. Under 2019 kompletterade vi detta med ett eget konsortium som investerar i fastighetsrisk; Fastighetskonsortiet Slottet. Detta konsortium erbjuder den likviditet som de flesta av våra kunder har behov av. Jag har skrivit om detta i de senaste kvartalsrapporterna och ni kan läsa mer på samma tema längre fram i denna rapport.

Vi har också fortsatt vårt arbete med private equity och infrastruktur, där vi också kan vara en samtalspartner åt kunder som önskar diversifiera sin portfölj.

Vi anser oss ha en mycket god kunskap rörande de tillgångsslag som kan vara aktuella för dig som kund.

Vi har också anställt en ny stabschef, Katarina Ahlstedt med ett förflutet på AP4, där hon arbetat med bland annat förvaltning och allokering. Staben ansvarar för avdelningens juridiska och administrativa funktioner samt kund- och marknadsbearbetning. Vår ambition är att under hennes ledning utveckla vårt arbete med strategisk- och taktisk allokering samt öka proaktiviteten mot kund. Vi vill bli ännu bättre på att kommunicera med er kunder för att försäkra oss om att ni känner er trygga med den allokering och de tjänster som ni valt.

De kunder som valt att använda sig av vår allokeringstjänst har extra anledning att känna glädje med utvecklingen under 2019, då vi lyckades skapa ett stort mervärde. Resultatet av det arbete vi lägger ned på just taktisk allokering var mycket lyckosam under året. Ni kan läsa mer om detta längre fram i rapporten. Har ni inte ännu valt denna tjänst, kanske det vore en idé att kontakta er kundansvarige, så kan vi infomera vidare om detta.

Vi arbetar också aktivt för att bli mer digitala, helt enligt regeringens ambition att göra en rejäl förflyttning digitalt. Här ser vi framför oss att vi kan kommunicera med er kunder på ett mer lättillgängligt sätt, bland annat genom att visa mer information om våra konsortier på [kammarkollegiet.se](http://kammarkollegiet.se). Det kommer göra det lättare att följa utvecklingen av våra tjänster för dig som kund.

Den resan har bara börjat och jag ber att få återkomma med hur utvecklingen går framåt.

Trevlig läsning!

Bengt Svelander

Avdelningschef på Kapitalförvaltningen,  
Kammarkollegiet



# The new normal – låga räntor längre

## Räntor upp under kvartalet men ner under året

Om sommaren och början av hösten präglades av fallande räntor och allt tydligare signaler kring den ekonomiska avmattningen har det fjärde kvartalet snarare präglats av en återhämtning. Räntor har stigit och ekonomiska data har inte målat upp en fullt lika dystert bild.

En svensk 10-årig statsobligation har under kvartalet stigit från cirka -0,30 procent till +0,16 procent (31 dec). I början av året handlades en 10-årig statsobligation kring 0,40 procent.

### Utvecklingen för en svensk 10-årig statsobligation



## Riksbanken har lämnat minusräntor

Strax innan jul höjde Riksbanken räntan till 0 procent vilket därmed betydde slutet på den fem år långa perioden av negativa räntor. Beslutet att höja har mött en hel del kritik från bedömare som argumenterar att höjningen kommer för sent i cykeln och att det är fel att höja räntan när ekonomin så tydligt mattas av. Två av direktionsens ledamöter reserverade sig mot beslutet (Breman och Jansson).

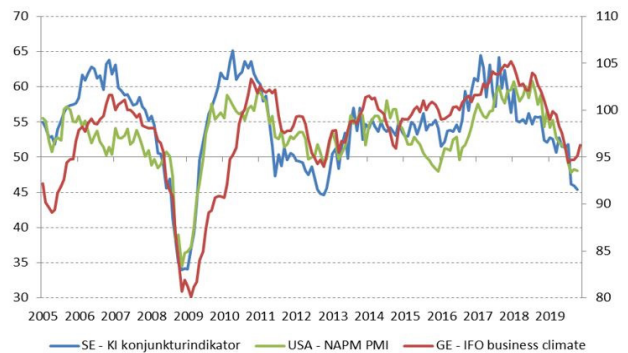
## Konjunkturen mattas

2019 inleddes med förhoppning om en fortsatt god konjunktur och att Riksbanken skulle följa upp räntehöjningen i december 2018 med ytterligare en eller två höjningar per år de närmaste åren. Under våren blev det allt tydligare att ekonomin kylades av

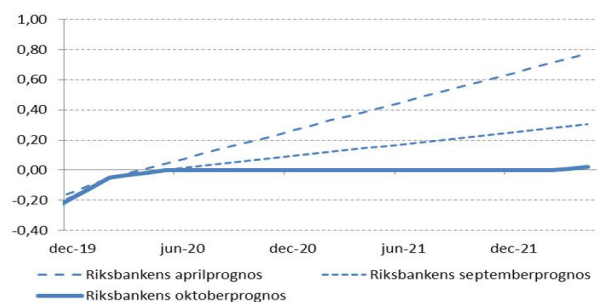
snabbare än väntat och förväntningarna och sedermera signalerna från Riksbanken är nu oförändrad ränta under prognosperioden.

I slutet av året har vissa positiva signaler kring ekonomin kommit, framför allt från Europa och ifrån Tyskland i synnerhet.

### Konjunkturindikatorer i ett internationellt perspektiv



### Riksbankens reporäntebana



## Arbetslösheten stiger

Efter en lång period av successivt starkare arbetsmarknad bröts trenden under året med stigande arbetslöshet och fallande kapacitetsutnyttjande. Ett mätfel i statistikinhämtningen fick mycket kritik men trots de korrigerade siffrorna visar statistiken ett tydligt trendbrott.

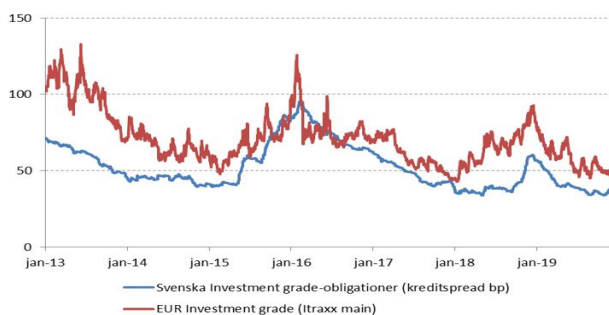
### Svensk arbetslöshet och kapacitetsutnyttjande



#### Mycket stark utveckling på kreditmarknaden

Trots en allt tydligare avmattning av konjunkturen har kreditspreadar sjunkit under året och är nu på rekordlåga nivåer. Marknaden har en till synes outtömlig aptit på risk och ett rekordhøgt utbud av kreditobligationer har under året mötts av ett rekordhøgt köpintresse.

#### Svenska investment grade-obligationer, spread i baspunkter mot swap



#### Aktier fortsatt vinnare

Tongångarna har varit desamma under större delen av 2019. Med en låg ränta letar sig kapitalet till högre avkastning där aktiemarknaden och andra alternativa investeringar med högre risk har gynnats. Trots att geopolitisk oro funnits närvarande under året, ekonomiska data pekat på svagare konjunktur och värderingar bedöms som höga har aktiemarknader världen över i många fall haft sitt bästa år på ett decennium.

Det globala indexet MSCI World (mätt i USD) steg med hela 27 procent under 2019 med den amerikanska marknaden som största bidragande faktor. S&P500 gick upp med 31 procent och tekniktunga Nasdaq100 steg med 39 procent. I Europa avkastade marknaderna i snitt 25 procent och börserna i Asien landade på 18 procent vid årets slut.

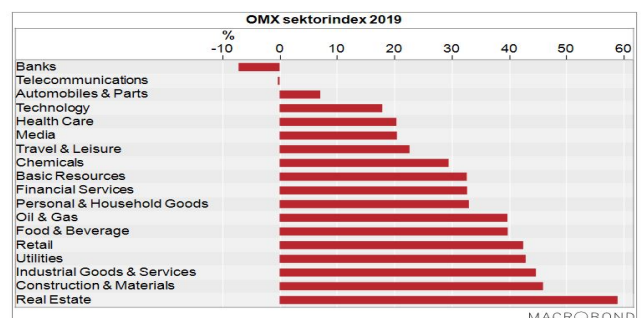
I USA har vikande ledande indikatorer och sämre industriproduktionssiffror mötts av tre räntesänkningar under året. Ekonomin är dock fortsatt stark med en rekordlåg arbetslöshet och ett första steg mot en lösning i handelskonflikten med Kina mynnade ut i ett initialt ramavtal i slutet av året.

Den europeiska konjunkturstatistiken har fortsatt att utvecklas negativt. Nedgången inom industriproduktionen har eskalerat under året drivet av Tyskland och inköpschefsindex för tillverkningsindustrin pekar på en fortsatt försiktig syn för 2020. Osäkerheten gällande det brittiska EU-utträdet har påverkat börssentimentet under året. Parlamentet röstade fram det konservativa partiet till en majoritet i ett nyval i december och Boris Johnson har nu möjlighet att genomföra en Brexit. Slutdatumet har förskjutits ytterligare en gång och är nu satt till 31 januari 2020.

ECB lämnade räntan oförändrad under 2019 och har signalerat att nuvarande nivå kommer att bestå till åtminstone andra halvåret 2020. Under hösten lanserade centralbanken ett program för kvantitativa lättnader och kommer att fortsätta stödköpa tillgångar under 2020.

Den svenska aktiemarknaden utvecklades mycket starkt under 2019 med en uppgång på 35 procent (SIX PRI). Industrisektorn har tillsammans med fastighetsbolag och konsumentprodukter utvecklats bäst. Sämst har det gått för sektorerna bank och telekom. Industribolagen har gynnats av den svagare kronan och trots hög värdering har marknaden handlat upp ett bolag som Atlas Copco med runt 70 procent. Swedbankaktien sticker ut på nedsidan och har efter årets avslöjanden om penningtvätt backat med över 30 procent.

#### Sektoravkastning på svenska börsen

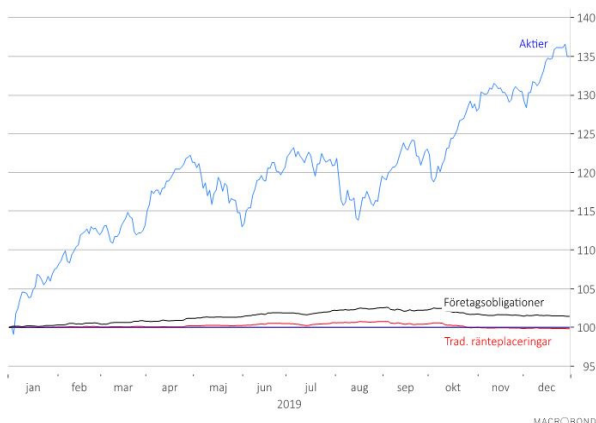


Trots att bolagsrapporter på marginalen överraskat negativt, följt av en del nedgraderingar, har den höga efterfrågan på aktier fortsatt. Under 2019 varnade vissa konjunkturbedömare för recession men mot slutet av 2019 har sentimentet ändrats. En mer normal lågkonjunktur bäddar för fortsatt låga räntor vilket borde gynna aktiemarknaden även framöver. Många av de faktorer som skapade osäkerhet för ett år sedan finns dock fortfarande kvar. Trots att Brexit och handelsavtal verkar närma sig en lösning har oroligheterna i mellanöstern som inlett året förstärkt den geopolitiska turbulensen.

Oron balanseras upp av centralbankernas profetior om oförändrade styrräntor under en förlängd period vilket i sin tur borde kunna hålla humöret upp på börserna. Sentimentet är positivt men det är alltid svårt att sia om framtiden. Över tid har dock en övervikt mot aktiemarknaden alltid lönat sig. 2020 kan bli ett spännande år.

**Taktisk allokering som grädde på moset**  
TINA (There Is No Alternative) eller FOMO (Fear Of Missing Out) har fortsatt att dominera marknaden under perioden. Låga räntor och andra centralbanksåtgärder har bidragit med doping i finanssystemet vilket gynnat mer riskfyllda placeringar trots hot om sämre konjunktur. En försämrad konjunktur har två motverkande krafter. Den innebär en negativ effekt på riskfyllda placeringar, men samtidigt ökar sannolikheten för räntesänkningar (positiv faktor). Den amerikanska centralbanken har sänkt styrräntan tre gånger av nämnda orsak vilket medverkat till den starka aktiemarknaden 2019.

*Avkastning för olika "noterade" marknader under 2019*



En övervikt mot aktiemarknaden har skapat stort mervärde för våra allokeringsskunder under året. Vår komparativa fördel är att kunderna låter oss vara långsiktiga och utnyttja tydliga riskpremier i marknaden. Allokeringen baserar sig på en evidensbaserad faktormodell tillsammans med en strukturerad rebalanseringsmetodik.

Den taktiska faktormodellen innehåller fyra faktorer som historiskt varit goda förklaringsvariabler för avkastning; företagsvinster, inköpschefsindexet ISM, volatilitet (VIX) och utdelningsnivå i förhållande till statlig 10-årsränta.

Rebalanseringsnyckeln tar hänsyn till transaktionskostnader, volatilitet, att aktier ger högre långsiktig avkastning samt att aktieuppgångar normalt är långsamt stigande under lång period samtidigt som nedgångar är kraftiga och under korta tidsperioder. Slutsatsen är att det är bra att låta andelar för respektive tillgång driva eftersom det oftast finns en underliggande trend. Vidare har historien visat att det är klokt att rebalansera snabbt vid tillfällen när aktiemarknaden faller kraftigt då nedgångsfaser ofta är kortvariga.

Allokeringsmodellen signalerar när det är dags att ta en position samt hur stor den bör vara. Våra studier liksom historiskt goda resultat visar på ett positivt mervärde för våra kunder över tid, men självklart finns perioder då resultatet är sämre. Under året har våra allokeringsskunders förmögenhet, till följd av den taktiska allokeringen, ökat med 1-2 procentenheter. Vi berättar gärna mer om vår allokeringsmodell för den intresserade.

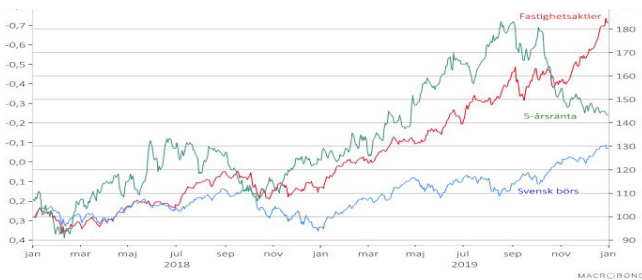
#### **Alternativa placeringar - fastigheter**

Fastighetsaktier har haft en stark utveckling under de senaste 10 åren. Förklaringen ligger i låga räntor och utsikter för att de förblir låga under lång tid. Räntekostnaden är ett fastighetsbolags enskilt största utgift och har därmed stor påverkan på resultat och värdering. Den svenska räntenivån föll kontinuerligt fram till sensommaren men har sedan dess stigit något. Försvagningen av den globala konjunkturen har medfört att både den amerikanska och europeiska centralbanken sänkt styrräntor men även vår egen Riks-



bank har signalerat att framtida höjningar blir begränsade. Mycket talar för att lågräntemiljön kvarstår under lång tid och troligen längre än vad den genomsnittlige aktören trodde för ett halvår sedan. Sammantaget har detta medfört att fastighetsaktier haft en mycket positiv utveckling.

#### *Fastighetsaktie-, aktie- och ränteutveckling under 2018-19*



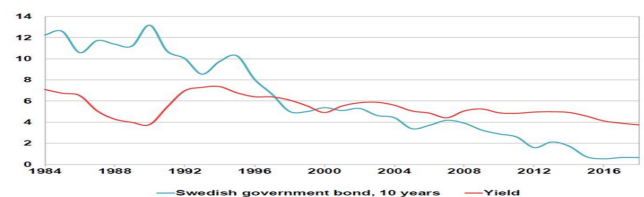
En intressant iakttagelse är att marknadsräntorna stigit samtidigt som fastighetsaktier har fortsatt att stiga under de senaste månaderna. Den troliga förklaringen är att det pågår en omprissättning av tillgången fastigheter där låga räntor under lång tid betyder att fastigheter bör betinga en högre värdering.

En viktig framtida frågeställning avser den långsiktiga ränteutvecklingen där allt fler har blivit övertygade om att den ekonomiska tillväxten blir lägre bland annat till följd av att många länder har hög statsskuld och därför behöver bedriva en åtstramande finanspolitik. Det finns även en hög pensionsskuld i de flesta västländer vilket innebär att det privata sparandet kommer att behöva ligga på en hög nivå. Förutsättningarna för långsiktig ekonomisk tillväxt blir därmed något sämre vilket borde medverka till lägre inflation och därmed fortsatt låga räntor. Under ett sådant scenario, som kan liknas vid ett japanscenario (som pågått i över 25 års tid) är det rimligt att fastigheter och andra riskfyllda placeringar ska värderas högre. Vår bedömning är att vi är inne i en sådan marknadsfas för tillfället.

Lägre räntor innebär lägre räntekostnader för fastighetsbolagen samt att avkastningskraven påverkas då dessa tenderar att samvariera med räntenivån. Det finns en regel

som säger att en procentenhets fall i låneräntan ger ca 0,6 procentenhets lägre fastighetsyield och vice versa. Under perioder med fallande räntor ökar alltså riskpremien mellan fastighetsyield och finansieringskostnad. Trots hot om sämre konjunktur är det en ökande riskpremie som primärt förklarar varför allt fler investerare är intresserade av att öka sin fastighetsexponering. Riskpremien på fastigheter (mätt som fastighetsyield minus riskfri ränta) är i nuläget rekordhög.

#### *Yield på kontorsfastigheter CBD och 10-årsränta*



Den svenska arbetsmarknaden har försvagats under året. En god sysselsättnings-tillväxt är en viktig drivkraft för utveckling av kontorsfastigheter. Samtidigt har utbudet ökat via fastighetsbolagens projektportföljer under de senaste åren. Efterfrågeöverskottet minskar därför och det är rimligt att förvänta sig en lugnare hyresutveckling framöver.

Nedanstående figur visar aktieutveckling för fastighetsbolag med olika strategi. Fabege har en koncentrerad kontorsfastighetsportfölj i Stockholm där en relativt svagare utveckling för bolagets aktie under andra halvåret 2019 kan knytas till konjunkturutvecklingen. Investerarintresset har varit stort för logistikfastigheter bland annat förklarar av den ökade e-handeln.

En snabb hyresökning för logistikfastigheter är inte sannolik eftersom mark inte är en bristvara och det är billigt att bygga nytt. Det finns ett stort institutionellt intresse för samhällsfastigheter som väntas bestå. Hyreskontrakten är oftast långa och hyresgästen stabil, varför kassaflöden kan sägas vara inflationssskyddade och ett bra

komplement till räntebärande placeringar. Hemfosa representerar sektorn där vi även kan se effekten av det bud som SBB (Sammhällsbyggnadsbolaget i Norden AB) lagt på bolaget i slutet på året.

#### Utveckling för valda fastighetsbolag under 2018-19



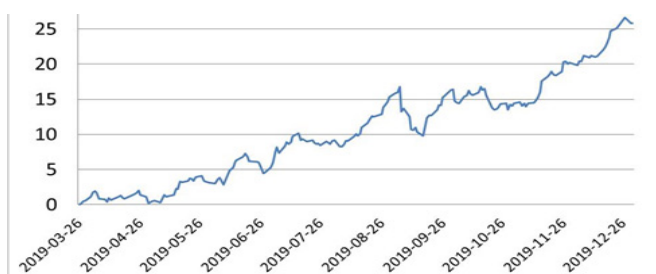
Pandox äger hotellfastigheter i Europa medan Heba fokuserar på hyresfastigheter i Stockholm.

Vår bedömning är att räntor kommer att förbli låga under åtminstone de närmaste åren, vilket är fortsatt gynnsamt för fastighetsbolagen. Det betyder även att risken för värdefall till följd av stigande avkastningskrav är begränsad eftersom avkastningskraven har stor samvariation med räntan.

#### Fastighetskonsortiet Slottet - succé 2019

Kammarkollegiets fastighetskonsortium startade i slutet av första kvartalet och avkastningen uppgick till närmare 26 procent vid årets slut. Investerarintresset har varit stort och konsortiets marknadsvärde har ökat markant på nio månader.

#### Avkastning för fastighetskonsortiet Slottet mellan 26 mars och 31 december



under perioden, men framför allt haft en väsentligt bättre utveckling än en 50/50-portfölj av fastighetsaktier och fastighetsobligationer. Det förklaras i första hand av en högre aktieandel samt val av "rätt fastighetsbolag".

Fastighetskonsortiets uppgift är att vara ytterligare en byggsten i en väldiversifierad portfölj. Avsikten är att långsiktigt 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.

De flesta av våra kunder behöver likvida positioner vilket är omöjligt när man äger fysiska fastigheter. Fastighetskonsortiet innehåller fastighetsaktier (cirka 50 procent), preferensaktier (cirka 10 procent) och obligationer (cirka 40 procent) vilket medverkar till att ägarandelar enkelt kan köpas och säljas. Konsortiet bör ses som en likvid obelånad fastighetsplacering eftersom det är samma underliggande tillgångsslag. I nuläget är Balder, Sagax, Wihlborgs och Klöver våra favoriter.

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 yielder (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.

#### Kollegiets konsultkompetens inom fastigheter, Private Equity och infrastruktur

Det är kontinuerligt stora flöden till alternativa placeringar bland kapitalägare, vilket med all säkerhet kommer att fortsätta under de närmaste åren, särskilt under betingelser med fortsatt låga räntor.

Dessa tillgångsslag skapar möjlighet att sprida risken och därmed öka förväntad avkastning vid varje given risknivå. (Se vårt White Paper om ”Fler tillgångsslag – en gratislunch” som finns på vår hemsida). Kollegiet har byggt upp en kompetens inom fastigheter, Private Equity och infrastruktur, men vi är även kunniga kring andra alternativa tillgångsslag.

Kollegiet har kunder som investerar i fastighetsfonder, där det ofta krävs en förhållandevis stor kapitalinsats för att bli inkluderad som delägare. Fondförvaltaren investerar därefter i fysiska fastigheter med en viss strategi och tema, där fastighetstyper och geografisk spridning är centrala delkomponenter liksom en önskad belåningsgrad. Dessa fonder har givit en mycket god total- och direktavkastning under senare år. Även om den framtida avkastningen knappast kan väntas vara lika god som den senaste 10-årsperioden anser vi att förutsättningarna är goda för att få en positiv real avkastning i framtiden.

Det är intressant att jämföra kostnaden för att investera i fastigheter. Fastighetsaktier handlas – generellt genomsnittligt bland börsbolagen – till en substanspremie på cirka 20 procent, det vill säga att du får betala 1,20 kronor för att få ett värde på 1,00 kronor. Vid investering i fysiska fastigheter eller fastighetsfonder är priset ett beräknat marknadsvärde utan vare sig substansrabatt eller premie. I nuläget är det alltså mer förmånligt att placera i fysiska fastigheter och fastighetsfonder i förhållande till fastighetsaktier.

Investeringar i PE-fonder kräver tillgång till kapital och att en kapitalägare kan undvara kapital i minst 10 år. Avkastningen kan förväntas överstiga aktiemarknaden med kanske tre procentenheter per år på lång sikt. Det är ytterst centralt, men samtidigt svårt, att välja rätt förvaltare eftersom avkastningsskillnaderna mellan PE-förvaltare är mycket stora. Vid jämförelse med att välja rätt aktieförvaltare är detta val betydligt viktigare eftersom avkastningsskillnaderna mellan bra och sämre PE-bolag är större. Det är vanligt att PE-bolagen i fond investerar i cirka 10 underliggande portföljbolag som utvecklas och därefter säljs. För den kapitalägare som kan undvara

likviditet under lång tid och samtidigt har en stor förmögenhet är placeringar i private equity strategiskt rimligt.

Infrastrukturplaceringar har ungefär samma egenskaper som fastigheter. Många länder har svaga statsfinanser och svårt att klara infrastruktuursatsningar som till exempel transporter, telekom, vatten, avlopp, energi, förnybar energi, skola och sjukvård. Privat kapital blir därför nödvändigt och det finns god avkastningspotential. Precis som för PE-investeringar krävs långsiktighet men då infrastruktur kännetecknas av lägre prisrisk är den förväntade avkastningen lägre. Totalt sett är dock den riskjusterade avkastningen god.

Vi berättar gärna mer om risker, förväntad avkastning, avgifter och andra viktiga förutsättningar som behöver beaktas innan en investering ska genomföras.

Tabell: Avkastning i våra konsortier

Konsortium	2019 %	Index %
Räntekonsortiet	0,6	-0,2
Företagsobligationskonsortiet	2,1	1,5
Företagsobligationskonsortiet FRN	1,5	1,3
Stiftelsekonsortiet GIVA	21,9	n.a.
Fastighetskonsortiet Slottet*	25,8	n.a.
Aktiekonsortiet Sverige	27,9	31,7
Aktieindexkonsortiet Sverige	30,2	30,3
Aktieindexkonsortiet Äpplet	34,0	29,5
Aktiekonsortiet Spiran	27,7	31,0
Småbolagskonsortiet Kronan	31,9	n.a.
Aktieindexkonsortiet Utland	35,9	35,5

\*Konsortiet startade 2019-03-26

# Definitioner

Alla nyckeltal är baserade på månadsdata för perioden.

## Avkastning & avkastning, jämförelseindex

Portföljens respektive jämförelseindexets avkastning beräknas utifrån daglig data.

## Modifierad duration

Duration är ett sätt att mäta en obligations eller en portföljs genomsnittliga ränte bindningstid. Modifierad duration är ett vanligt ränteriskmått som är tätt sammankopplat med duration. Modifierad duration indikerar vad som händer när alla marknadsräntor förändras med en procentenhet

## 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

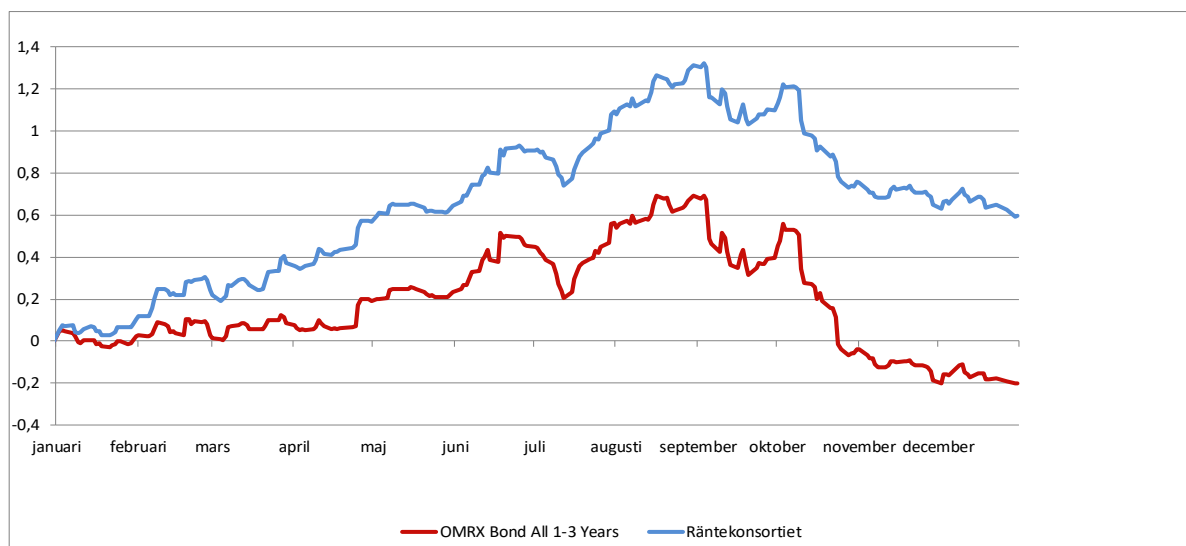
Räntekonsortiet placerar i huvudsak i svenska stats- och säkerställda bostadsobligationer med relativt korta löptider och vänder sig till investerare som söker en placering med lägre risk. Konsortiet har också möjlighet att investera i företagsobligationer med hög kreditkvalitet. I genomsnitt är löptiden i konsortiet kring två år. Konsortiet följer Kammarkollegiets policy för ansvarsfulla investeringar som är fullt integrerad i förvaltningsarbetet.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	3 955 822
Förmögenhet föregående månad (tkr)		4 470 000
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	4 599 855
Andelar (antal)	2019-12-31	33 775 800
Andelsvärde inkl. utdelning		117,12
Andelsvärde exkl. utdelning		116,95

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-0,05 (-0,02)
3 mån (%)	-0,50 (-0,60)
Sedan årets start (%)	0,60 (-0,20)

## Avkastning januari – december (%)

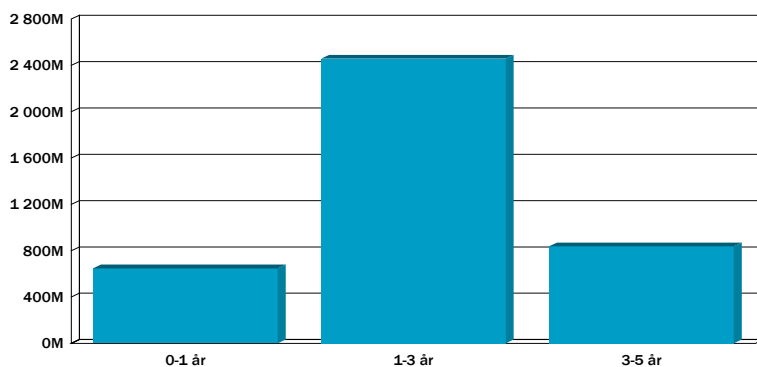
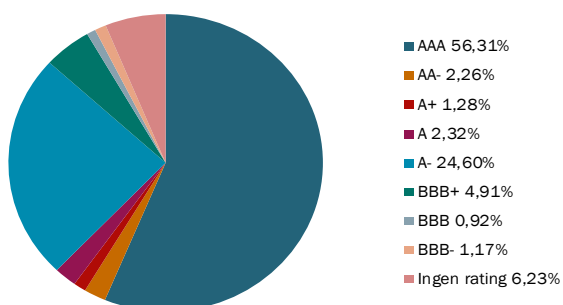


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	0,52 (0,49)
Sharpekvot*	0,89 (0,09)
Informationskvot*	2,47
Informationskvot 12-månaderstal	5,54
Tracking error (%)*	0,17
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,14
Modifierad duration	1,88

\*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Landshypotek Bank Aktiebolag	11,60	458 884 537
Deutsche Pfandbriefbank	8,64	341 792 085
Sparbanken Skåne AB (publ)	7,53	297 836 472
Swedbank Hypotek AB	6,23	246 580 170
Länsförsäkringar Hypotek AB (publ)	5,99	236 984 700
SANTANDER CONSUMER BANK AS	5,33	210 809 431
Scania CV Aktiebolag	4,93	195 163 933
Trophi Fastighets AB	4,93	195 008 054
Stadshypotek AB	4,44	175 755 840
Nykredit	4,35	171 981 250

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

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

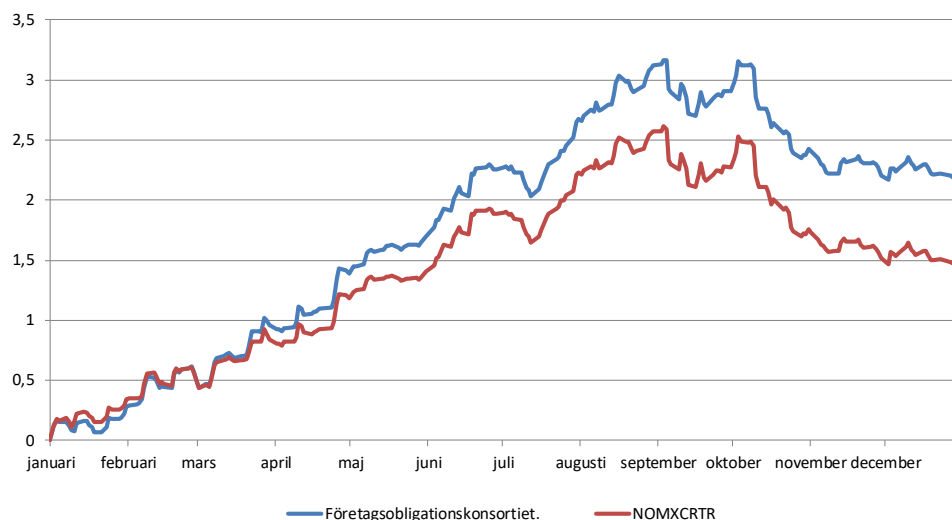
# Företagsobligationskonsortiet

Konsortiet investerar i företagsobligationer med fast ränta utgivna av emittenter med god kreditkvalitet. Jämförelseindex för portföljen är marknaden för företagsobligationer i svenska kronor vilket betyder att den genomsnittliga löptiden är ungefär tre år. Konsortiet har en integrerad policy för ansvarsfulla investeringar som följer Svenska kyrkans policy på nationell nivå.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	3 050 518
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 980 378
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	2 563 457
Andelar (antal)	2019-12-31	2 927 105
Andelsvärde inkl. utdelning		1 042,16
Andelsvärde exkl. utdelning		1 040,35

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-0,07 (-0,07)
3 mån (%)	-0,75 (-0,80)
Sedan årets start (%)	2,14 (1,45)

## Avkastning januari – december (%)



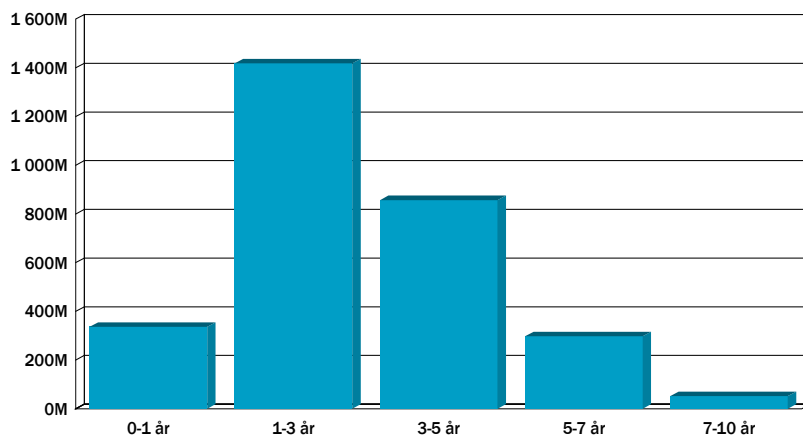
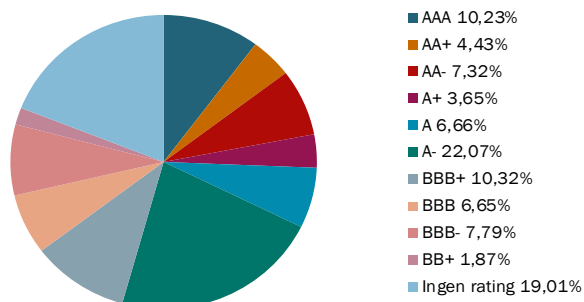


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	1,23 (1,18)
Sharpekvot*	1,25 (0,94)
Informationskvot*	2,36
Informationskvot 12-månaderstal	4,01
Tracking error (%)*	0,18
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,17
Modifierad duration	2,73

\*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Stockholm Exergj Holding AB (publ)	4,87	148 524 501
Hufvudstaden	4,41	134 566 747
Vasakronan AB (publ)	4,41	134 486 013
Specialfastigheter Sverige AB	4,39	133 794 823
DNB NOR	3,72	113 372 413
LeasePlan	3,30	100 757 878
Skandinaviska Enskilda Banken AB	3,18	97 036 187
Stadshypotek AB	2,97	90 696 498
SBAB Bank AB (publ)	2,96	90 150 795
Kammarkollegiet	2,93	89 262 004

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

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

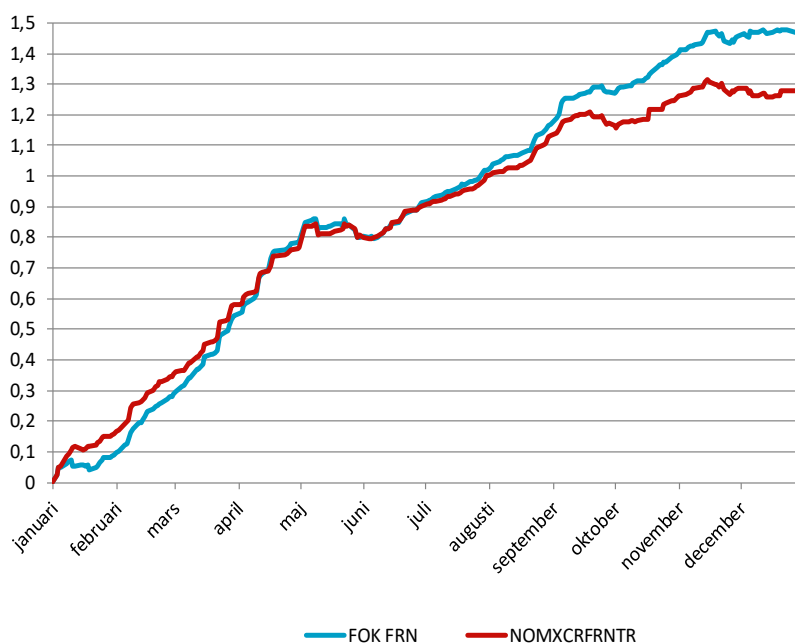
# Företagsobligationskonsortiet FRN

Konsortiet investerar i företagsobligationer med rörlig ränta utgivna av emittenter med god kreditkvalitet. Innehaven i portföljen har olika löptid men avkastningen är justeras var tredje månad i relation till den aktuella 3-månadersräntan (STIBOR). Strategin med rörlig ränta är mer fördelaktig under perioder med stigande marknadsräntor. Konsortiet följer Kammarkollegiets policy för ansvarsfulla investeringar som är fullt integrerad i förvaltningsarbetet.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	287 103
Förmögenhet föregående månad (tkr)		287 071
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	296 255
Andelar, klass A (antal)	2019-12-31	33 875
Andelsvärde, klass A inkl. utdelning		1 001,02
Andelsvärde, klass A exkl. utdelning		999,87
Andelar, klass B (antal)	2019-12-31	253 277
Andelsvärde, klass B inkl. utdelning		999,66
Andelsvärde, klass B exkl. utdelning		998,52

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	0,01 (-0,01)
3 mån (%)	0,19 (0,11)
Sedan årets start (%)	1,47 (1,28)

## Avkastning januari – december (%)

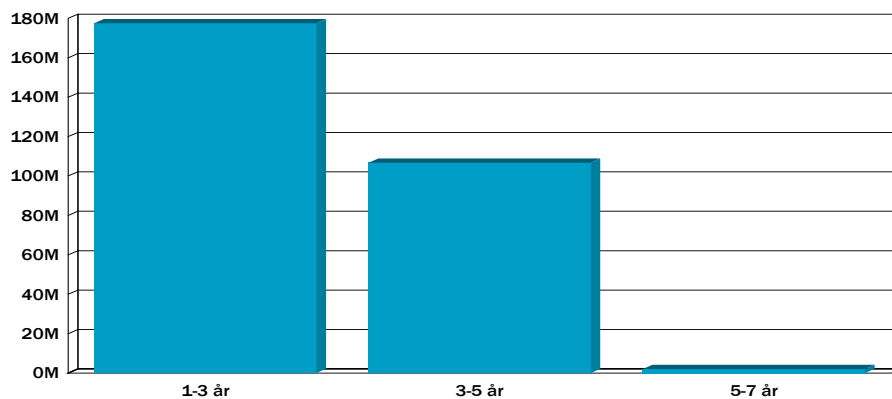
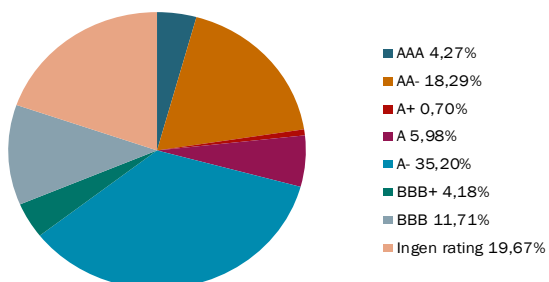


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	0,40 (0,39)
Sharpekvot*	2,61 (2,40)
Informationskvot*	0,93
Informationskvot 12-månaderstal	1,53
Tracking error (%)*	0,11
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,12
Modifierad duration	0,13

\*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start Företagsobligationskonsortiet FRN startade 2017-06-15.

Största enskilda innehav	Andel %	Marknadsvärde (kr)
Deutsche Bahn Finance	8,40	24 110 646
Willhem AB (publ)	5,67	16 274 833
SANTANDER CONSUMER BANK AS	5,25	15 075 884
Stockholms Kooperativa Bostads-förening	4,93	14 167 779
Kinnevik	4,25	12 187 488
PostNord AB	4,20	12 068 235
Ellevio AB	3,95	11 329 251
Volvo Finans Bank AB	3,89	11 156 104
Vasakronan AB (publ)	3,87	11 103 295
Nordea Bank	3,55	10 179 670

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

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

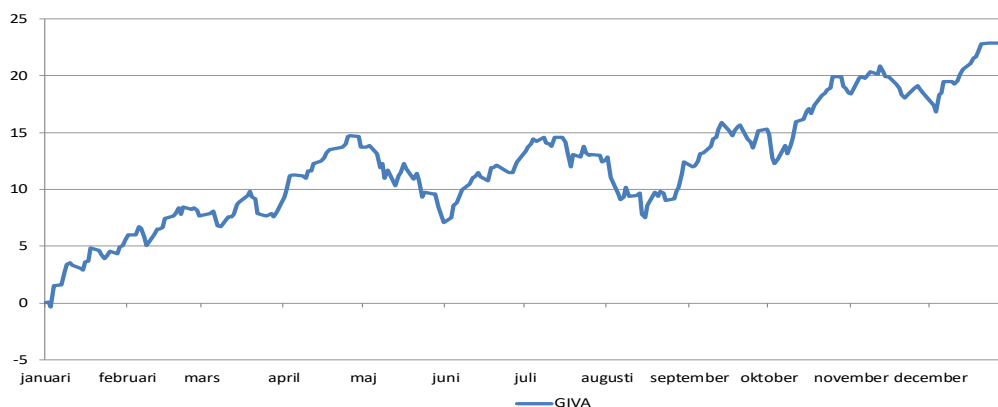
# Stiftelsekonsortiet GIVA

Stiftelsekonsortiet GIVA är aktivt förvaltat och har för avsikt att följa Svenska kyrkans policy för ansvarsfulla investeringar. Konsortiet vänder sig främst till stiftelser i behov av utdelningsbara medel. Målsättningen är en årlig utdelningstakt kring 4,5 procent av kapitalet samt en risk motsvarande 2/3 av risken på aktiemarknaden. Konsortiet investerar i aktier och företagsobligationer, dessutom utfärdas regelbundet köpoptioner på konsortiets innehav.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	910 210
Förmögenhet föregående månad (tkr)		816 860
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	692 372
Andelar (antal)	2019-12-31	854 858
Andelsvärde inkl. utdelning		1 064,75
Andelsvärde exkl. utdelning		1 064,21

Avkastning	
1 mån (%)	3,09
3 mån (%)	5,72
Sedan årets start (%)	21,92

## Avkastning januari – december (%)



**Nyckeltal**

Standardavvikelse (%)*	8,83
Sharpekvot*	0,91

\*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start GIVA startade 2016-01-04.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Volvo B	7,29	66 315 825
TeliaSonera	5,65	51 399 572
Hennes & Mauritz B	5,14	46 745 697
Nordea Bank Abp	5,00	45 552 299
ABB Ltd	4,92	44 749 880
Essity	4,34	39 506 827
Skanska B	3,61	32 859 016
Trelleborg B	3,53	32 100 348
Electrolux B	3,31	30 104 945
Swedbank A	3,14	28 573 305

**Utdelning**

Utdelning 190415	3,38 %
Utdelning 190815	1,25 %
Utdelning 191213	1,17 %

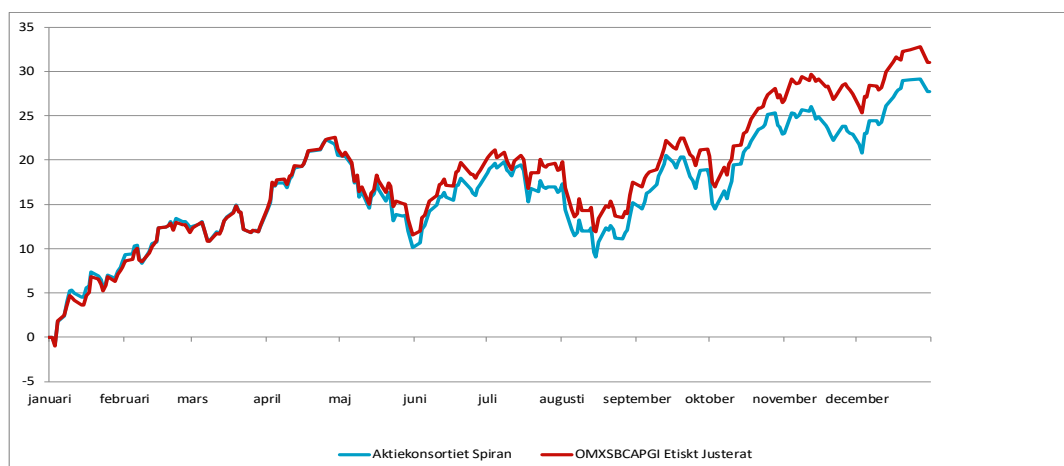
# Aktiekonsortiet Spiran

Aktiekonsortiet Spiran är aktivt förvaltat och har för avsikt att följa Svenska kyrkans policy för ansvarsfulla investeringar. Konsortiets jämförelseindex utgörs av OMXSBCAPGI som består av cirka 90 av Stockholmsbörsens mest omsatta aktier.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	1 376 579
Förmögenhet föregående månad (tkr)		1 335 716
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	1 007 498
Andelar (antal)	2019-12-31	163 780
Andelsvärde inkl. utdelning		8 405,03
Andelsvärde exkl. utdelning		8 400,36

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	3,90 (2,76)
3 mån (%)	7,40 (8,01)
Sedan årets start (%)	27,71 (30,99)

## Avkastning januari – december (%)

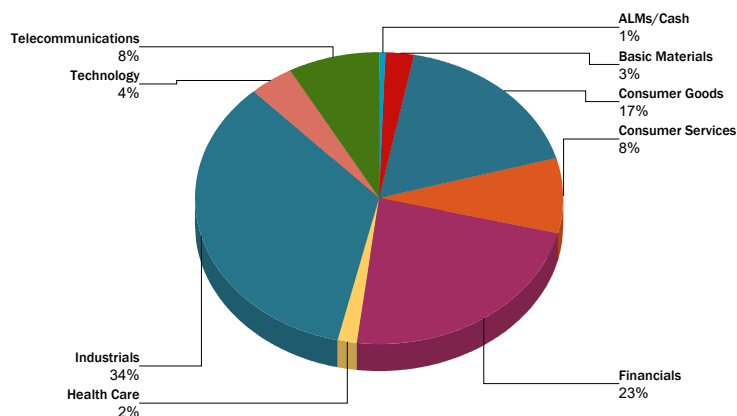


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	14,16 (13,58)
Sharpekvot*	0,65 (0,75)
Informationskvot*	neg
Informationskvot 12-månaderstal	neg
Tracking error (%)*	2,09
Tracking error 12-månaderstal (%)	2,05

\*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Volvo B	9,32	127 470 738
Nordea Bank Abp	6,81	93 235 755
Hennes & Mauritz B	6,58	90 086 373
ABB Ltd	6,04	82 616 652
Essity	5,65	77 304 561
TeliaSonera	4,50	61 524 299
Trelleborg B	4,13	56 557 627
Electrolux B	4,01	54 856 439
LM Ericsson B	3,98	54 487 300
Atlas Copco B	3,91	53 466 457

**Branschfördelning**

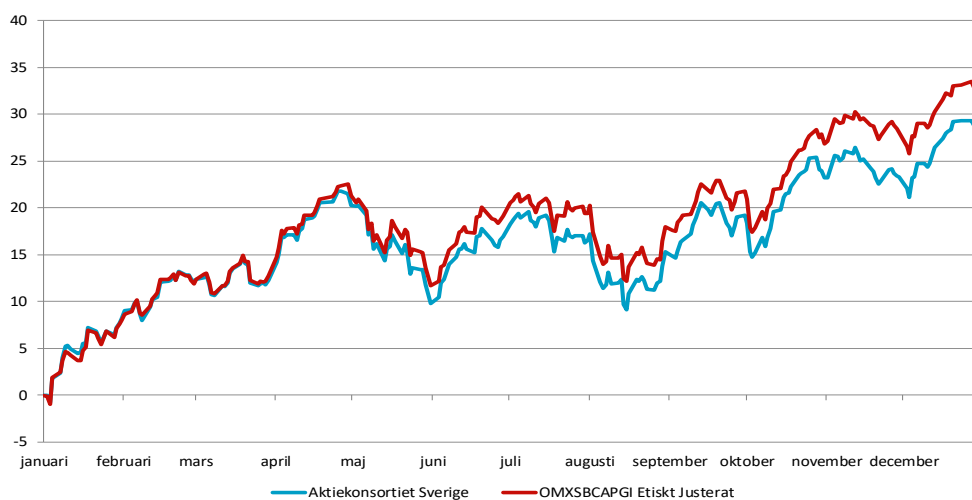
# Aktiekonsortiet Sverige

Aktiekonsortiet Sverige är aktivt förvaltat och följer Kammarkollegiets policy för ansvarsfulla investeringar. Konsortiets jämförelseindex utgörs av OMXSBCAPGI som består av cirka 90 av Stockholmsbörsens mest omsatta aktier.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	4 006 314
Förmögenhet föregående månad (tkr)		3 866 560
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	3 159 984
Andelar (antal)	2019-12-31	484 351
Andelsvärde inkl. utdelning		8 271,51
Andelsvärde exkl. utdelning		8 267,10

Avkastning (jämförelseindex)		
1 mån (%)		3,74 (2,86)
3 mån (%)		7,32 (8,16)
Sedan årets start (%)		27,89 (31,68)

## Avkastning januari – december (%)



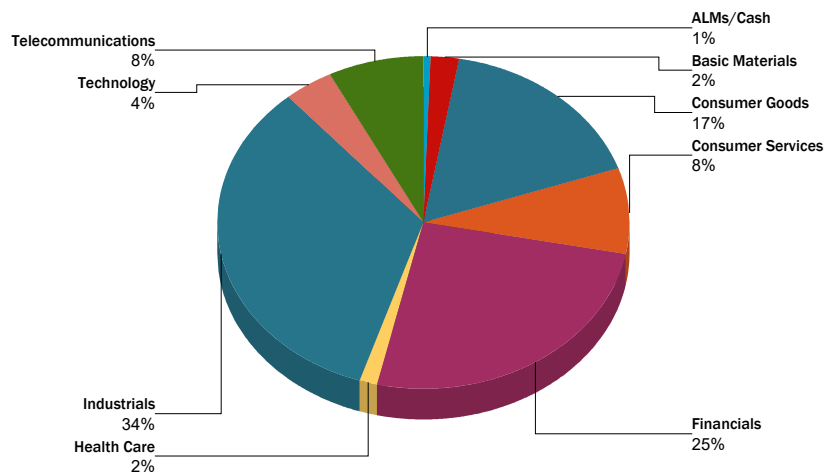


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	14,07 (13,60)
Sharpekvot*	0,66 (0,76)
Informationskvot*	neg
Informationskvot 12-månaderstal	neg
Tracking error (%)*	1,98
Tracking error 12-månaderstal (%)	1,81

\*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Volvo B	8,99	358 117 660
Hennes & Mauritz B	6,67	265 690 266
Nordea Bank Abp	6,50	259 052 704
ABB Ltd	5,84	232 737 868
Essity	5,45	216 917 845
TeliaSonera	4,49	178 705 371
Atlas Copco B	4,14	165 013 960
Electrolux B	4,04	160 786 542
Trelleborg B	3,81	151 691 123
LM Ericsson B	3,66	145 706 369

**Branschfördelning**

# Aktieindexkonsortiet Sverige

Aktieindexkonsortiet Sverige är en passiv produkt och följer Kammarkollegiets policy för ansvarsfulla investeringar. Konsortiets jämförelseindex är OMXS60CAPGI som består av Stockholmsbörsens 60 mest omsatta aktier.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	2 156 252
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 098 333
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	1 648 800
Andelar (antal)	2019-12-31	10 902 971
Andelsvärde inkl. utdelning		197,77
Andelsvärde exkl. utdelning		197,76

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	2,75 (2,75)
3 mån (%)	7,79 (7,78)
Sedan årets start (%)	30,17 (30,26)

## Avkastning januari – december (%)

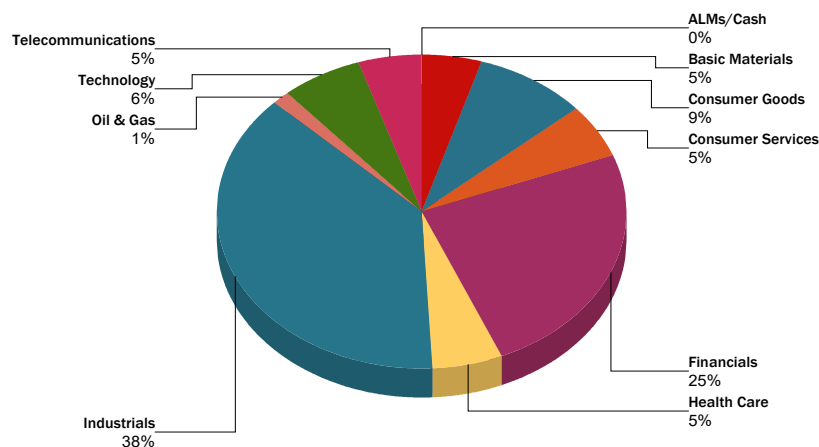


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	14,17 (14,17)
Sharpekvot*	0,63 (0,63)
Tracking error (%)*	0,08
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,10

\*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
LM Ericsson B	6,26	134 975 846
Volvo B	6,08	131 104 856
Atlas Copco A	6,03	130 066 225
Assa Abloy AB	5,43	116 989 362
Investor B	5,29	114 131 534
Essity	4,81	103 781 173
Sandvik	4,64	99 962 519
Handelsbanken A	3,81	82 206 156
Hennes & Mauritz B	3,68	79 429 017
Swedbank A	3,23	69 724 024

**Branschfördelning**

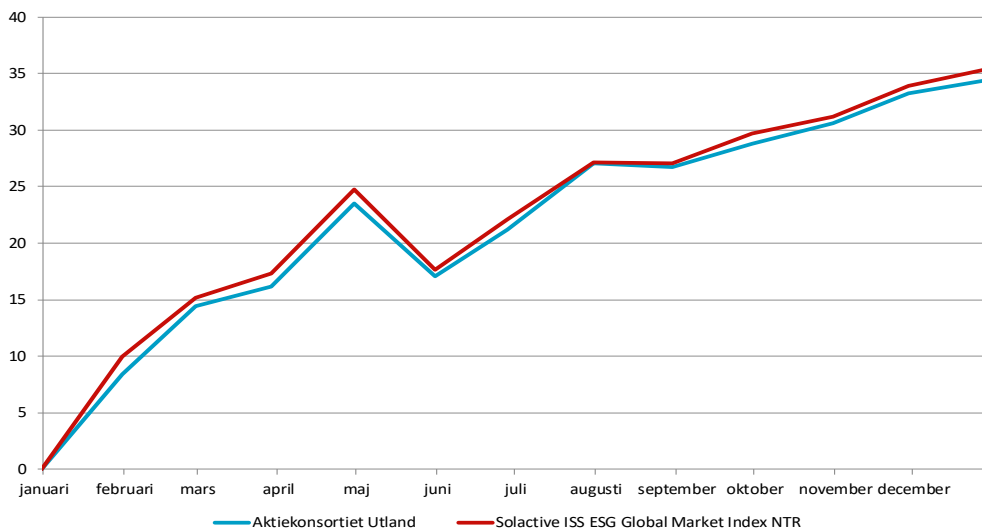
# Aktieindexkonsortiet Utland

Kammarkollegiet erbjuder förvaltning i Aktieindexkonsortiet Utland, en externt förvaltnad passiv produkt av globala aktier som kan passa kunder som vill följa Svenska kyrkans policy för ansvarsfulla investeringar. Konsortiet jämförelseindex är Solactive ISS ESG Screened Global Markets Index.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	3 408 551
Förmögenhet föregående månad (tkr)		3 419 624
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	2 331 361
Andelar (antal)	2019-12-31	323 964
Andelsvärde inkl. utdelning		10 483,41
Andelsvärde exkl. utdelning		10 477,53

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	1,32 (1,23)
3 mån (%)	4,53 (4,44)
Sedan årets start (%)	35,92 (35,53)

## Avkastning januari – december (%)

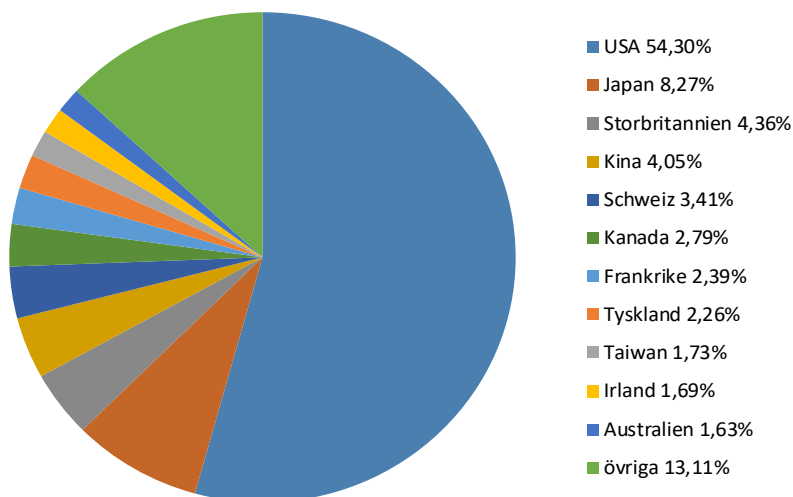


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	13,27 (13,31)
Sharpekvot*	0,96 (0,96)
Tracking error (%)*	0,23
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,26

\*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start

Geografisk fördelning	Andel %
USA	54,30
Japan	8,27
Storbritannien	4,36
Kina	4,05
Schweiz	3,41
Kanada	2,79
Frankrike	2,39
Tyskland	2,26
Irland	1,69
Australien	1,63
Övriga	13,11

**Geografisk fördelning**

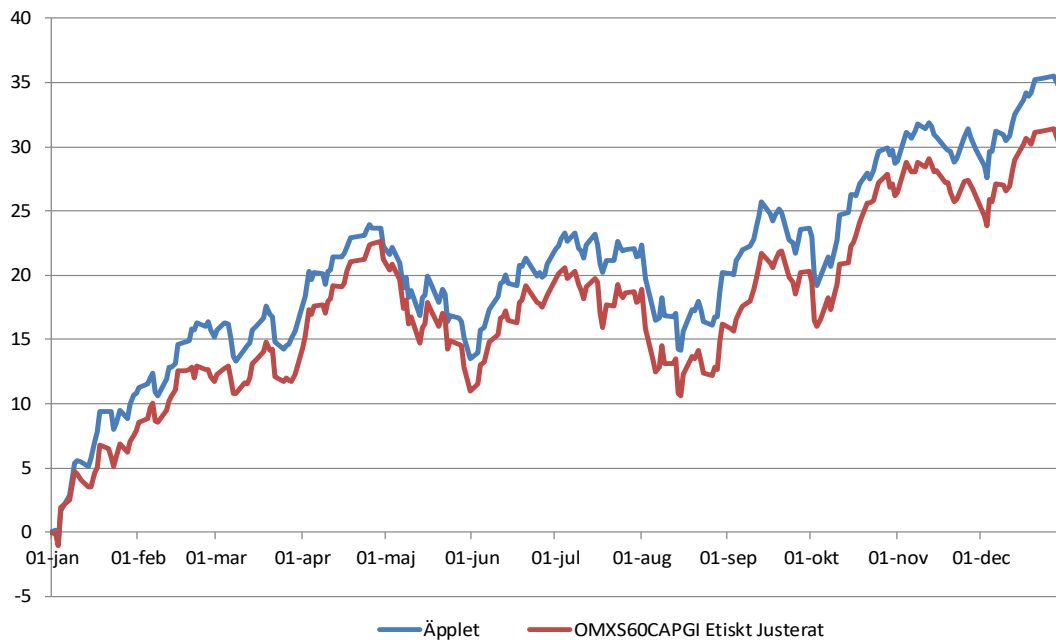
# Aktieindexkonsortiet Äpplet

Aktieindexkonsortiet Äpplet är en likaviktad passiv produkt och har för avsikt att följa Svenska kyrkans policy för ansvarsfulla investeringar. I en likaviktad portfölj ges samtliga innehav i portföljen samma vikt, vilket betyder att stora bolag får lägre vikt medan mindre bolag får högre vikt än vad som är fallet i ett marknadsvärdesviktat index. Konsortiets jämförelseindex är OMXS60CAPGI som består av Stockholmsbörsens 60 mest omsatta aktier.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	186 575
Förmögenhet föregående månad (tkr)		186 329
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	82 078
Andelar (antal)	2019-12-31	145 984
Andelsvärde inkl. utdelning		1 278,05
Andelsvärde exkl. utdelning		1 277,90

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	3,23 (2,62)
3 mån (%)	8,38 (7,63)
Sedan årets start (%)	33,98 (29,48)

## Avkastning januari – december (%)

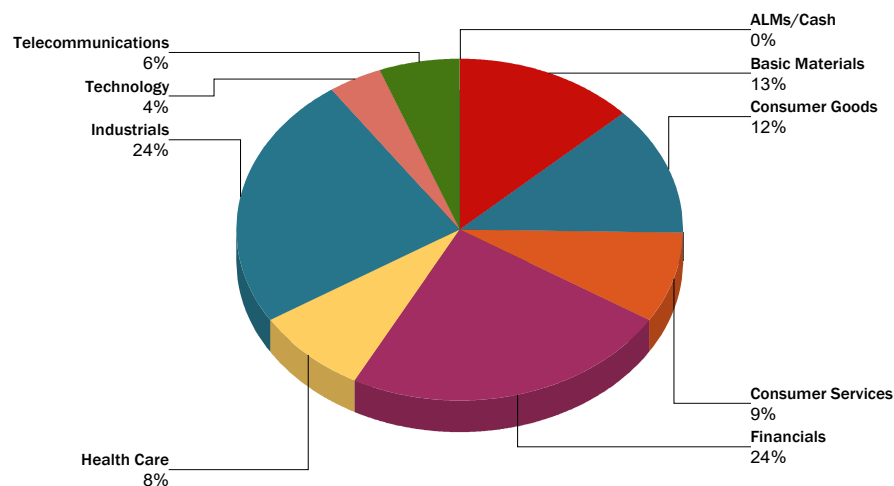


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	12,63 (13,25)
Sharpekvot*	0,95 (0,74)
Informationskvot*	0,64
Informationskvot 12-månaderstal	1,09
Tracking error (%)*	3,44
Tracking error 12-månaderstal (%)	4,13

\*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start Äpplet startade 2017-01-31.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Modern Times Group B	2,51	4 676 125
Fastighets Balder B	2,42	4 515 244
SSAB B	2,35	4 381 940
Atlas Copco B	2,34	4 372 314
Getinge B	2,30	4 287 882
Epiroc B	2,29	4 277 979
ABB Ltd	2,29	4 270 372
JM	2,27	4 230 905
Trelleborg B	2,26	4 223 863
Hexpol B	2,26	4 211 050

**Branschfördelning**

# Aktiekonsortiet Kronan

Småbolagskonsortiet Kronan är aktivt förvaldat och har för avsikt att följa Svenska kyrkans policy för ansvarsfulla investeringar. Småbolagskonsortiet investerar i mindre och medelstora noterade svenska företag. Ambitionen är att nå en riskjusterad avkastning ("Sharpe Ratio") som dels är bättre än börsen i genomsnitt, dels bättre än småbolagsindex. Portföljen är relativt koncentrerad, cirka 30 innehav, där inget av innehaven får väga över 5 procent.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	300 493
Förmögenhet föregående månad (tkr)		283 697
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	187 578
Andelar (antal)	2019-12-31	283 697
Andelsvärde inkl. utdelning		1 158,79
Andelsvärde exkl. utdelning		1 157,30

Avkastning	
1 mån (%)	5,92
3 mån (%)	11,87
Sedan årets start (%)	31,94

## Avkastning januari – december (%)



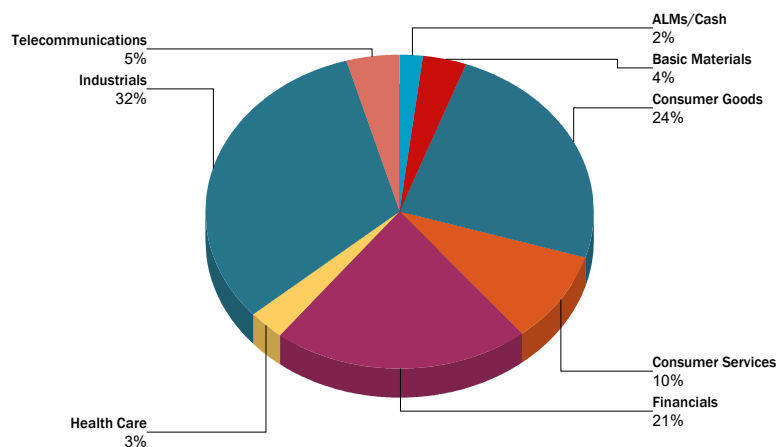


**Nyckeltal**

Standardavvikelse, 5 år (%)*	12,20
Standardavvikelse, 3 år (%)*	12,20
Standardavvikelse, 1 år (%)*	11,49
Sharpekvot, 5 år*	0,73
Sharpekvot, 3 år*	0,73
Sharpekvot, 1 år*	2,42

\*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal/sedan start Kronan startade 2017-09-25.

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Trelleborg B	5,01	15 042 750
Munters Group	5,00	15 014 077
Nobia	4,96	14 902 789
Ambea	4,93	14 804 943
Duni	4,91	14 755 157
AcadeMedia	4,88	14 658 143
Mekonomen	4,86	14 615 364
Inwido	4,80	14 420 000
Scandic Hotels Group	4,78	14 351 555
Husqvarna B	4,74	14 243 447

**Branschfördelning**

# Fastighetskonsortiet Slottet

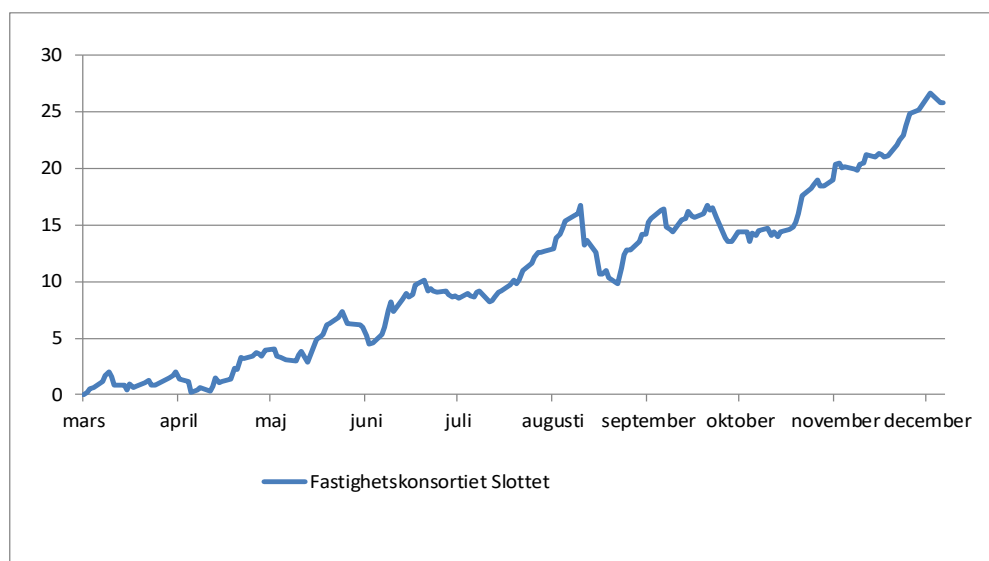
I Slottet ingår dels fastighetsaktier, dels fastighetsobligationer. Fastighetsaktier väljs på ett strukturerat sätt bland de större bolagen på börsen, vilket även gäller för fastighetsobligationer. Det ska även nämnas att andelen fastighetsaktier motsvarar cirka sju procent av börsvärdet det vill säga är en mindre del av typisk aktieportfölj. Placeringen ska ses utifrån ett långsiktigt perspektiv.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	332 320
Förmögenhet föregående månad (tkr)		311 105
Förmögenhet (tkr)	2018-12-31	0
Andelar (antal)	2019-12-31	266 210
Andelsvärde inkl. utdelning		1 248,33
Andelsvärde exkl. utdelning		1 245,81

Avkastning	
1 mån (%)	4,67 (0,83)
3 mån (%)	8,12 (11,27)
Sedan årets start (%)	25,78 (16,33)

## Avkastning mars – december (%)

(Slottet startade 2019-03-26)



**Nyckeltal**

Standardavvikelse (%)*	9,01
Sharpekvot*	3,58

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

Slottet startade 2019-03-26.

<b>Största enskilda innehav</b>	<b>Andel %</b>	<b>Marknadsvärde (kr)</b>
Klövern	10,01	33 256 364
Castellum	8,83	29 332 097
Balder	7,84	26 055 524
WillhemAB (publ)	7,64	25 395 010
Hemfosa	6,41	21 290 097
Kungsleden	6,23	20 719 770
Wihlborgs	5,71	18 991 743
NP3 Fastigheter AB	4,92	16 351 137
Sagax	4,20	13 956 414
Vasakronan AB (publ)	4,16	13 814 835



KAMMARKOLLEGIET