

Kapitalförvaltningens kvartalsrapport Q4 2020



KAMMARKOLLEGIET

Innehåll

2020 - ett exceptionellt år	4
Annus horribilis avslutas i dur	6
Stimulativ miljö har skapat optimism	6
Ett volatilt börsår	7
Börsen är dyr men alternativen är få	8
Hållbarhetsarbete allt viktigare	8
Kapitalägare behöver fler ägg i sin korg	8
Optimera portföljen med fler tillgångsklasser	9
Gods förutsättningar för fastighetskonsortiet Slottet	10
Definitioner	13
Räntekonsortiet	14
Företagsobligationskonsortiet	16
Företagsobligationskonsortiet FRN	18
Stiftelsekonsortiet GIVA	20
Aktiekonsortiet Spiran	22
Aktiekonsortiet Sverige	24
Aktieindexkonsortiet Sverige	26
Aktieindexkonsortiet Utland	30
Aktieindexkonsortiet Äpplet	32
Aktiekonsortiet Kronan	34
Fastighetskonsortiet Slottet	36

2020 - ett exceptionellt år

År 2020 lägger vi nu bakom oss, men året kommer otvivelaktigt att påverka oss ännu ett tag framöver. Det svåra är att veta på vilket sätt. De senaste månaderna har finansmarknaderna visat en oväntad optimism, underblåst av riksbankernas konstgjorda andning på ränte- och kreditmarknaderna. Efter vårens turbulens var aktiebörsen redan i mitten av juli tillbaka till föregående årsskiftes nivå och fortsatte obrutet uppåt, förutom ett hack i kurvan i slutet av oktober. För året slutade OMX-index på plus 6 procent. Detta trots många moln på investerarnas himmel i form av ofördelaktiga konjunktursiffror i USA och Kina och turbulens på oljemarknaden. Mer om detta senare i denna kvartalsrapport.

Det faktum att riksbankerna i världen stöd-köper ränteinstrument som ett verktyg att stärka konjunkturen, får till följd att andra tillgångsslag blir relativt mer fördelaktiga att investera i. Den ökande efterfrågan gör att prisnivåerna kontinuerligt stiger till nya toppnivåer.

Värderingarna på risktillgångar såsom aktier är ansträngda och amerikanska aktier handlades vid årsskiftet till nära dubbla P/E-talet¹ jämfört med snittvärdering. Vi tror att börsen kommer att ha en begränsad totalavkastning de närmaste åren men att den relativt kommer att vara en fortsatt gynnsam marknad att investera i.

Pandemin har haft både negativa och positiva effekter på företag världen över. Självklara kortsiktiga förlorare har till exempel varit bolag inom restaurang, resor och hotell. Gynnsammare har det varit för tech-bolag som har bjudits på en extrem marknadsskjuts beroende på att pandemin har hemförlovat stora mängder av arbetskraften och därav påskyndat behoven av

¹ P/E-tal: aktiekurs delat med vinst per aktie

ny teknik för att möjliggöra detta. Det syns tydligt om man jämför årsavkastningarna för två amerikanska index, det tekniktunga Nasdaq 100-index och det mera traditionella Dow Jones Industrials. Det föregående steg under 2020 på årsbasis 44 procent medan Dow Jones avkastade 7 procent. Värderingen på tech-bolagen följer just nu inte traditionella värderingsmetoder baserade på diskontering av framtida kassaflöden och flödet av pengar från industribolag till tekniksektorn gör att långsiktiga investerare har fått stryka på foten 2020. Det är svårt att sia om hur länge denna skillnad i värderingar kommer att fortgå, men någon form av korrektion är troligt att vi får se någon gång i en inte alltför avlägsen framtid.

Nu på Slottsbacken

Månadsskiftet november/december flyttade Kapitalförvaltningen in i Kammarkollegiets nyrenoverade lokaler på Slottsbacken 6, mitt emot kungliga slottet. Glädjande är att flytten gick smärtfritt och att det tekniska fungerade direkt. Kollegiet följer givetvis Folkhälsomyndighetens rekommendationer varför en stor del av personalen sköter sina arbetsuppgifter från hemmaplan. Vi har arbetat så sedan pandemins början och det går väldigt bra för de flesta även om det naturligtvis skulle vara att föredra att vara på plats tillsammans. Som det ser ut nu är Folkhälsomyndighetens allmänna råd att dessa rekommendationer följs till och med sista juni i år.

Avslutningsvis ser vi fram emot ett nytt år som förhoppningsvis har mer positivt att bjuda på än 2020. Förvisso så levererade föregående år en efter omständigheterna god avkastning men i övrigt mycket elände. Vi på kapitalförvaltningen arbetar på med nya produkter och tjänster samt lägger ned mycket tid på att utveckla vår verksamhet.



Bengt Svelander

Avdelningschef på Kapitalförvaltningen,
Kammarkollegiet

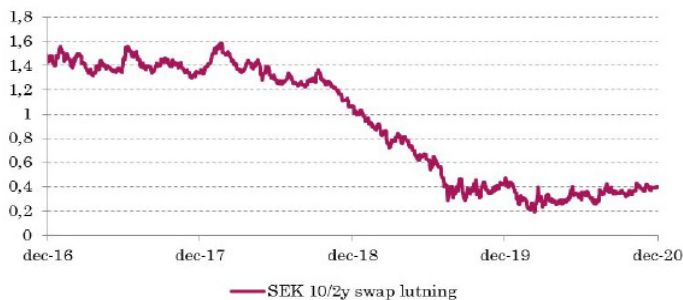
Annus horribilis avslutas i dur

Stimulativ miljö har skapat optimism

Det går inte att prata om vad som har hänt under 2020 utan att nämna pandemin. Få var de som vid årets början hade gjort några större notiser om detta men när vi summerar året har det genomsyrat livets alla aspekter och också haft en stor inverkan på ekonomin och de finansiella marknaderna.

Vid årets början fanns det tydliga tecken på att den ekonomiska utvecklingen började mattas av. Räntekurvan var flack och arbetslösheten hade börjat stiga. Samtidigt följde Riksbanken den inslagna linjen med en normalisering av styrräntan och höjde reporäntan till 0 procent vid årsskiftet. Efter fem år av negativa räntor var det många som tänkte att detta markerade slutet på den extrema penningpolitiken.

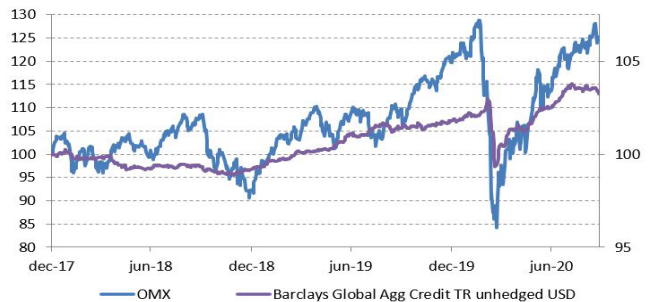
Figur: Räntekurvan flack redan vid ingången av året



Under vecka nio var Stockholms skolor på sportlov. Den veckan kom det rapporter om stora virusutbrott i norra Italien, senare visade det sig att även Österrike var kraftigt drabbat. Börserna började reagera och vi såg kraftiga nedgångar under veckan. Förloppet accelererade därefter snabbt och under mars månad blev det successivt tydligt att smittspridningen var global, vi hade en pandemi. Börser världen över föll kraftigt, räntor gick ner till tidigare lägsta nivåer, räntekurvor flackade och kreditspreadar ökade. Utvecklingen gick extremt fort och om man brukar säga att marknaden kastas mellan girighet och rädsla så lyste indikatorn nu blodrött i rädsla.

Samtidigt som detta skedde var responsen från myndigheter snabb och kraftfull. Flera av Europas länder stängde ner helt, i andra begränsades rörligheten kraftigt. För att motverka de ekonomiska effekterna lanserades stora finanspolitiska stödpaket samtidigt som centralbanker ökade sina redan stora tillgångsköp i en takt och en skala vi tidigare inte har sett. I Sverige gick Riksbanken på några veckor till att köpa både bostadsobligationer och företagscertifikat. Senare under året har de också fortsatt med köp av längre företagsobligationer. Åtgärderna hade effekt och bröt den negativa utvecklingen. Börsen började återhämta sig och kreditspreadar minskade. I slutet av året har nya all time highs uppnåtts på börsen och kreditspreadar är tillbaka på tidigare låga nivåer om inte ännu lägre.

Figur: Börser och kreditmarknaden har återhämtat sig



Samtidigt som utvecklingen på aktie- och kreditmarknaden har varit stark har räntor förblivit låga och räntekurvor flacka, den finanspolitiska stimulansen ligger kvar och centralbanker världen över pratar om oförändrad politik under överskådlig framtid. Det är en mycket gynnsam och stimulerande miljö för finansiella marknader. Vi kan till det lägga det faktum att vaccinationer nu har påbörjats och utsikterna för en ekonomisk återhämtning ser goda ut.

Pessimismen har förbytt till optimism och som så ofta har finansmarknaderna varit tidiga med att prissätta förändringen. Värderingar idag börjar se ansträngda ut och är de låga räntorna verkligen bara en funktion

av centralbankernas köp eller signalerar räntemarknaden med flacka kurvor på låga nivåer också något om kommande sämre tider?

Figur: Långa obligationsräntor föll kraftigt under våren



Ett volatilt börsår

När vi sammanfattar börsåret 2020 kan konstateras att Stockholmsbörsen stigit cirka 6 procent, en otroligt stark avkastning med tanke på det händelserika år vi nu har lagt bakom oss. Det är enkelt att glömma bort att börsåret 2020 tog vid där börsåret 2019 slutade, ett år då amerikanska börser steg med över 30 procent medan Europas motsvarigheter steg med 25 procent. Fram tills den 19 februari går Stockholmsbörsen upp cirka 7 procentenheter och ett nytt all time high noteras.

Under samma period skrev USA och Kina under fas 1-avtalet i handelskonflikten länderna emellan, oro uppstod i mellanöstern efter att USA dödat en högt uppsatt iransk general, europaparlamentet röstade ja för att Storbritannien ska få lämna EU samt de amerikanska primärvalen startade. Världsnyheter som under ett normalt år skulle varit betydligt mer framstående, men som under 2020 fått stå i skymundan för en global pandemi.

Redan i januari månad bekräftade kinesiska myndigheter att tusentals människor i provinsen Wuhan smittats av det nyligen upptäckta coronaviruset, något som initialt fick världens börser att initialt tappa en del mark. För att stoppa smittspridningen infördes restriktioner för inresande till regionen samt ett påbörjande av en nedstängning av fabriker. Nyheter om en minskad smittspridning till följd av ovan nämnda restriktioner

fick världens börser att stiga under början av februari, i hopp om att ett virusutbrott skulle kunna undvikas och därigenom minimera effekten på globala värdepappersmarknader. Något som skulle visa sig vara felaktigt då flera fall av covid-19 upptäckts i norra Italien under slutet av månaden. Meddelandet om en förlängd fabriksnedstängning i Kina tvingade de amerikanska jättarna Apple och Microsoft att vinstvarna för första kvartalet.

Till slut blev osäkerheten om coronavirusets effekter för ekonomin för stor på världens aktiemarknader och i mitten av mars startade ett globalt säljtryck där många aktörer minskade sin aktieexponering. Den 12 mars rasade Stockholmsbörsen med över 10 procent och den värsta handelsdagen genom tiderna var ett faktum. Den 16 mars når VIX-index, ett mått på volatilitet, en ny högstanivå efter att passerat den tidigare toppen från finanskrisen 2008. Samma dag föll de amerikanska börserna med 12 procent. På lite drygt en månad föll världens börser med över 35 procent. Aldrig har en så stor nedgång skett under så kort tid.

Osäkerheten fick även flertalet svenska bolag att komma med vinstvarningar inför första kvartalet. Volvo, SKF, Electrolux, Autoliv, Husqvarna, Scandic och SAS är ett axplock av svenska bolag som kom med vinstvarningar med enbart några dagars mellanrum. Många utdelningar ställdes in och flera bolag meddelade att man skulle avstå från eventuella återköpsprogram. I en rapport från Statistiska centralbyrån visade det sig att svenska utdelningar till utlandet under året minskade med 79 procent jämfört med samma period föregående år, medan utlandets aktieutdelningar endast minskade med 22 procent. Den svenska börsen har normalt en högre direktavkastning jämfört med omvärlden.

Den 23 mars ”bottnade” Stockholmsbörsen och återhämtningen på världens börser påbörjades. En återhämtning som gick otroligt snabbt. I mitten av juli var Stockholmsbörsen åter på plus för året, något som är lite kontraintuitivt då den makroekonomiska bilden säger något helt annat. Under samma period anmälde sig mer än 20 miljoner amerikaner som arbetslösa i april, Kinas ekonomi krympte under ett kvartal för första gången på över 40 år, oljepriset

föll, där amerikanska WTI tappade 99 procent på en dag och terminskontrakten för maj månad handlades till negativa priser.

Börsuppgången höll i sig fram till slutet av oktober då oro för en tuffare andrövåg än väntat fick börserna att tappa mark. Börsfallet blev dock kortvarigt då positiva nyheter kring framtagandet av vaccin från Pfizer, Moderna och Astra Zeneca gav börserna förnyad kraft inför årets avslutning. I slutet av året summerades avkastningen för Stockholmsbörsens storbolag (OMX30) till cirka 6 procent medan Stockholmsbörsens breda index gått upp cirka 15 procent. En stark avkastning jämfört med övriga Europa som tappade runt 2 procent under året. De amerikanska börserna gick starkast under året, tekniktunga Nasdaq stängde året upp 44 procent medan S&P 500 och Dow Jones stängde upp 18 procent respektive 7 procent. I Asien har avkastningen varit något mer tudelad, japanska Nikkei gick upp 16 procent medan Hongkongbörsen backade med drygt 3 procent. Regionen som helhet (MSCI Asia ex Japan) har överlag gått starkt med en årsavkastning på 23 procent, mycket tack vare att man fick ner smittspridningen snabbt och att man inte, i samma utsträckning som övriga världen, drabbades av en andra våg efter sommaren.

Börsen är dyr men alternativen är få

Det är förvånande att investerare inte är mer priskänsliga i dagsläget mot börsens värdering. S&P 500 handlades i slutet av 2020 på drygt 29 gånger den förväntade vinsten, en siffra som i början av sommaren låg på 22 och som historiskt handlats runt 16 gånger i genomsnitt. Något som, enligt en del bedömare, inte bör ses som alltför oroande på grund av det låga ränteklimat som råder i kombination med aktiva centralbanker. Vi tror dock fortsatt att det historiska sambandet att en hög värdering leder till en låg totalavkastning under en kommande 10-årsperiod kommer fortsätta att vara intakt.

2020 har varit ett tufft år för värdeförvaltare och så även för oss. I normala fall bör värdeinvestorer gynnas av en svagare börsutveckling. Så blev inte fallet denna gång då värdebolag föll mer än tillväxtbolag under början av året. En stor orsak till detta tror vi är de inställda utdelningar från bolagen

vilket skapade ett säljtryck i många värdebolag då direktavkastningen blev lidande. Under året har vi också sett hur investerare kraftigt prioriterat bolag som kortsiktigt påverkats av coronavirusets spridning. Fokus hamnade istället på kortsiktiga vinstrevideringar, något som gynnade bland annat många teknikbolag samt digitala konsumentbolag. Tydligt är att marknaden, speciellt under 2020, har varit beredd att betala höga vinstmultiplar för företag med hög tillväxt samt att kortsiktiga vinstrevideringar prioriterats före bolagens underliggande värde.

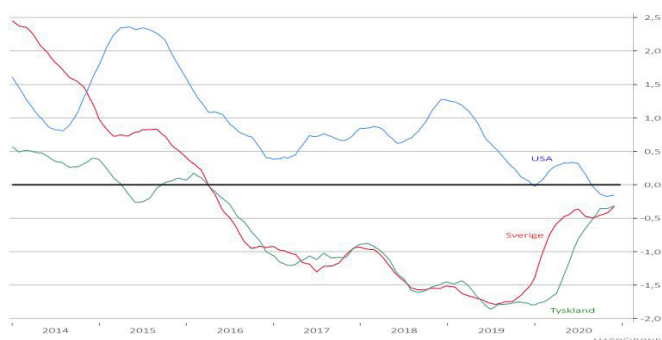
Hållbarhetsarbete allt viktigare

Med oförminskad kraft fortsätter hållbarhetsarbetets framfart. Under året har vi bland annat fått mer klarhet kring EU:s nya taxonomi, vars syfte är att fungera som ett verktyg för att klassificera miljömässigt hållbara investeringar. Taxonomin är en del av EU:s gröna giv (Green Deal) där syftet är att generera 1000 miljarder euro i gröna investeringar för att uppnå målet om att vara klimatneutralt till 2050. Tydligt är att marknaden fokuserar på ESG (environmental, social and corporate governance) kommer att öka framöver och att ESG som faktor är här för att stanna som ett nytt ben vid sidan av den traditionella finansiella analysen vid bolagsvärdering. Vi ser fram emot att följa utvecklingen under 2021.

Kapitalägare behöver fler ägg i sin korg

Trots höga värderingar för vissa tillgångsklasser talar mycket för att det kommer att vara fortsatt gynnsamt att äga både räntekänsliga och riskfyllda tillgångar. En global expansiv finanspolitik bidrar till att hålla uppe tillväxten och så snart pandemin minskar sitt grepp förbättras tillväxtutsikterna. Än viktigare är att centralbanker utlovat "nollräntor" under lång tid framöver. Vi kan nog utgå från att realräntan i flera länder kommer att ligga mycket lågt och i många länder vara negativ flera år framåt. Med realränta menas till exempel en 10-årig statsobligationsränta minus inflation (förväntningar).

Figur: 10-årig realränta i Sverige, USA och Tyskland



Under senare år har framför allt nominella räntor fallit och mycket talar för att både nominella räntor och inflation fortsätter att ligga på mycket låga nivåer. Sannolikt kommer inflationen att överstiga statsobligationsräntan en tid, vilket bidrar till att kapital kommer att fortsätta söka sig till alternativa tillgångsklasser. Med alternativa investeringar menar vi i första hand fastigheter, private equity (PE) och infrastruktur.

Optimera portföljen med fler tillgångsklasser

När en kapitalägare konstruerar en portfölj av tillgångar är möjligheten att utnyttja fler tillgångar av stor betydelse. Vår avsikt är inte att gå igenom kännetecknen för varje tillgång, utan istället vill vi gärna uppmuntra till diskussion och kontakt med oss på Kammarkollegiet.

Ju högre den förväntade avkastningen är desto högre risk kan vi förvänta oss. Det betyder att PE och aktier som ger högst förväntad avkastning över tid, också ger mest värdefluktuation. Fastigheter kan sägas ligga i mitten och infrastruktur lägst förväntad avkastning och risk av de nämnda alternativa investeringarna, dock väsentligt mer än till exempel ränteplaceringar. I dagens lågräntevärld är den förväntade framtida avkastningen lägre än den historiska. Samtidigt kan vi konstatera att riskpremien för riskfyllda tillgångar jämfört med att äga ränteplaceringar är hög i historisk mening. Det innebär, givet att det låga ränteläget består, att till exempel aktier, PE och fastigheter kan ses som attraktiva tillgångslag. Riskpremien för aktier överstiger tre procentenheter och för fastigheter ligger den än högre.

Därefter återstår en mycket viktig pusselbit och det är hur tillgångarna samvarierar. Om två tillgångar stiger (eller faller) samtidigt i värde, kan de betraktas som substitut och därmed blir det ingen riskspridning. Två tillgångar som rör sig i motsatt riktning, den ena går upp när den andra går ner, är inte heller optimalt eftersom de tar ut varandra. Arbetet med portföljkomposition består därför av att hitta tillgångar som har "nollkorrelation", det vill säga inte följer varandra upp och ner i sina marknadsrörelser. För en portfölj som i utgångsläget enbart innehåller aktie- och ränteplaceringar, blir alternativa placeringar intressanta eftersom de normalt inte följer aktie- och ränteplaceringars avkastningsmönster. Med fler tillgångar kan alltså kapitalägaren få högre förväntad avkastning vid varje given risknivå.

Nedanstående tabell visar våra långsiktiga bedömningar om samvariation mellan tillgångar. Siffrorna är baserade på historiska genomsnitt men kan självklart avvika på kort sikt. Notera att röda markeringar, det vill säga en korrelation nära +1,0, betyder att tillgångarna kan betraktas som substitut till varandra.

Tabell: Korrelationsmatris för valda tillgångar

	Trad Ränte	F-obl	Sv aktier	Glob aktier	Fast.	PE	Infra
Trad ränte	X						
F-obl	0,9	X					
Sv aktier	0,0	0,1	X				
Glob aktier	0,0	0,1	0,8	X			
Fastigheter	0,2	0,2	0,2	0,2	X		
PE	-0,2	-0,2	0,8	0,8	0,4	X	
Infrastruktur	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,5	0,2	X

Slutsatser som kan dras är att:

- traditionella ränteplaceringar (som stats- och bostadsobligationer) och kreditvärdiga företagsobligationer kan betraktas som substitut,
- svenska och globala aktier i princip är substitut, det vill säga ger inte stor diversifiering och
- PE och aktier är nära substitut (vilket

är naturligt eftersom det är onoterade och noterade aktier). PE har en högre förväntad avkastning än aktier och kan därmed ersätta en del av en aktieportfölj.

Tabellen ovan visar att alternativa placeringar är en viktig pusselbit i en optimerad förmögenhetsportfölj.

Goda förutsättningar för fastighetskonsortiet Slottet

Konsortiet har utvecklats väl sedan starten i mars 2019 med en uppgång på cirka 25 procent, även om just 2020 gav stora värdefluktuationer. De senaste rapporterna från fastighetsbolagen har generellt visat mycket goda resultat trots corona. Visserligen har vi sett signaler på att hyresintäkterna minskat något för jämförbart bestånd, vakansgrader ökat marginellt och marknadsvärdet för handelsfastigheter nedvärderats något, men sammantaget är det väsentligt mindre påverkan än vad de flesta oroad sig för i pandemins inledning.

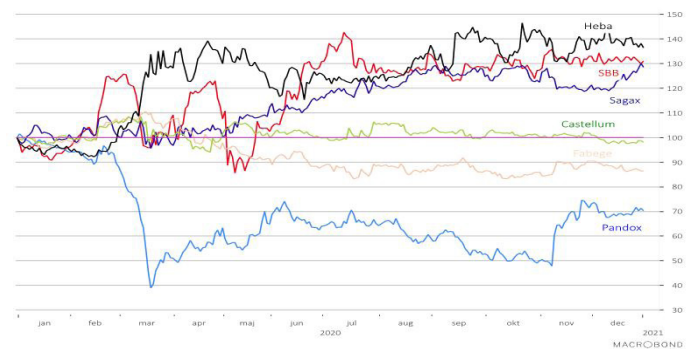
Den risk som är förknippad med att äga fastigheter består dels av makrorelaterade faktorer som konjunktur, arbetsmarknad, inflation och ränteutveckling, vilka samtliga är svårkontrollerade för fastighetsbolag men beaktas kontinuerligt. Mer påverkbara risker är strategin mot val av fastighetstyp, fastigheternas läge, skick och omställningsbarhet. Nedan har vi givit några exempel på bolag med olika fastighetsstrategi avseende typ. Därutöver finns det bolag som till exempel Fastpartner, NP3 och Stendörren som sprider sina placeringar mellan de flesta fastighetstyper utan särskild prioriterad inriktning.

Figur: Fastighetsbolag med tydlig strategi mot en fastighetstyp

Hotell	Pandox			
Handel	Hufvudstaden	Atrium/Ljungberg		
Kontor	Castellum Platzer	Fabege Kungsleden	Diös Nyfosa	Wihlborgs Klöver
Lager/Logistik	Sagax	Corem	Catena	
Samhällsfastigheter	SBB			
Bostadsfastigheter	Balder	Wallenstam	Heba	John Mattson

Nedanstående figur visar utvalda bolags aktieutveckling, jämfört med index. Notera Hebas utveckling jämfört med Pandox. Index motsvaras av 100-nivån. Figuren visar tydligt hur bostadsfastigheter (Heba), samhällsfastigheter (SBB) och lager/logistik (Sagax) utvecklats bättre än index.

Figur: Utveckling mot fastighetsaktieindex under 2020



Ovanstående utveckling förklaras av såväl förändrade intäktsmöjligheter (beroende på fastighetstyp) samt avkastningskrav för olika bolag. Vidare kan även geografiska aspekter påverka värderingarna.

Förutom nämnda risker är det viktigt att även beakta fastighetsbolagens balansräkningsrisker som till exempel belåningsgrad, nettoskuld i förhållande till förvaltningsresultat (beskriver hur många år det tar att betala av en skuld) samt räntetäckning (hur många gånger förvaltningsresultatet kan betala befintliga räntekostnader). I nuläget är belåningsgraderna lägre än det historiska snittet och ligger på cirka 47 procent men stora skillnader förekommer. Exempelvis har Hufvudstaden en belåningsgrad på 22 procent och Klöver 60 procent. Det låga genomsnittet medför att bolagen kan tåla förhållandevis stora nedskrivningar av marknadsvärdet innan finansörer som bank och obligationsägare blir oroliga. De låga räntorna som beräknas kvarstå medför att räntetäckningen inte heller oroar i nuläget. Med andra ord kan balansräkningsrisk sägas vara låg i generell mening.

Kreditvärdigheten är väsentlig för bolagens lånekostnader där lånemarknaden (bank eller obligationsmarknad) prissätter risk i hög utsträckning. Bolag med låg balansräkningsrisk med inriktning mot bostads-

logistik- och samhällsfastigheter, har idag väsentligt lägre finansieringskostnad. Det betyder i sin tur bättre vinstförutsättningar eftersom skillnaden mellan fastighetsyield och låneränta är högre än för bolag med sämre kreditvärdighet. Sagax, Balder och SBB har bättre förutsättningar än Klöver och Atrium/Ljungberg, vilket även uttrycks i aktiernas prissättning.

Vår ambition i förvaltningen av Slottet är att inkludera samtliga fastighetstyper, men med ökad exponering mot bolag som kan väntas ha bättre förutsättningar i framtiden som till exempel bostads-, samhälls- och lager/logistikfastigheter samt till viss del kontor. Det kan tyckas självklart men samtidigt börjar vi nå en nivå där värderingarna på populära fastighetstyper börjar bli väl hög jämfört med till exempel handel och kontor. Vid en för stor avvikelse kan en sektorrotation mot handel och kontor förväntas, men troligen inte i närtid.

Eftersom vi bedömer det som troligt att lågräntemiljön kommer att bestå under lång tid är vi övertygade om att fastighetsexponering är ett lämpligt komplement i tillgångsportföljen. Fastighetskonsortiet Slottet är en intressant pusselbit i portföljbygget om du har ett långsiktigt förhållningssätt.

Avslutningsvis vill vi tacka för ert förtroende under det utmanande året 2020. Vid önskan att diskutera avkastning eller portfölj välkomnar vi er att kontakta er kundansvarige på Kammarkollegiet.

Avkastning i våra konsortier, %

Konsortium	2020	Index
Räntekonsortiet	1,2	0,6
Företagsobligationskonsortiet	1,9	2,3
Företagsobligationskonsortiet FRN	0,9	1,6
Stiftelsekonsortiet GIVA	0,9	n.a.
Fastighetskonsortiet Slottet	-0,8	n.a.
Aktiekonsortiet Sverige	2,6	11,0
Aktieindexkonsortiet Sverige	8,1	8,1
Aktieindexkonsortiet Äpplet	9,8	8,3
Aktiekonsortiet Spiran	2,0	11,2
Småbolagskonsortiet Kronan	13,7	n.a.
Aktieindexkonsortiet Utland	4,6	4,6



Definitioner

Alla nyckeltal är baserade på månadsdata för perioden.

Avkastning och avkastning, jämförelseindex

Portföljens respektive jämförelseindexets avkastning beräknas utifrån daglig data.

Modifierad duration

Duration är ett sätt att mäta en obligations eller en portföljs genomsnittliga räntebindningstid. 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 och 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 och 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.

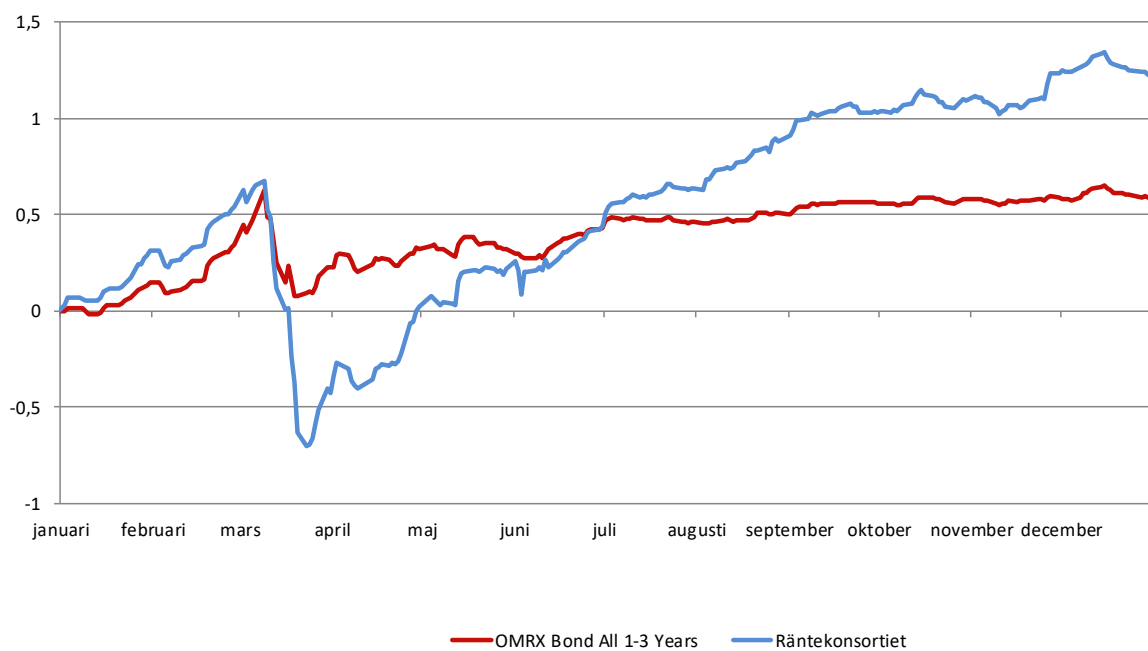
Räntekonsortiet

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)	2020-12-31	3 374 099
Förmögenhet föregående månad (tkr)		3 452 115
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	3 972 849
Andelar (antal)	2020-12-31	28 758 043
Andelsvärde inkl. utdelning		117,33
Andelsvärde exkl. utdelning		117,16

Avkastning (jämförelseindex)	
1 år (%)	1,23 (0,59)
3 år (%)	2,12 (0,36)
5 år (%)	3,90 (1,14)

Avkastning januari – december (%)

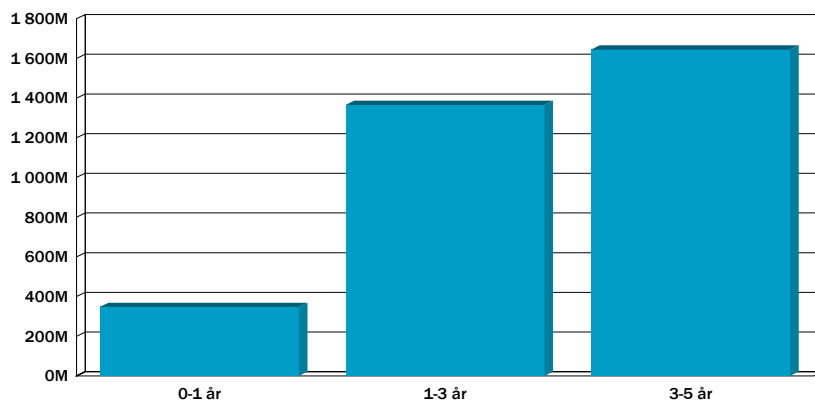
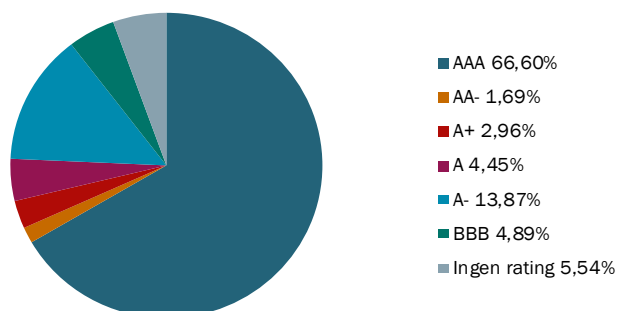


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	0,70 (0,44)
Sharpekvot*	0,60 (-0,29)
Informationskvot*	1,12
Informationskvot 12-månaderstal	0,62
Tracking error (%)*	0,48
Tracking error 12-månaderstal (%)	1,04
Modifierad duration	1,80

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
DNB BOLIGKREDIT AS	12,83	433 028 579
Riksgaldskontoret	12,74	430 182 222
Landshypotek Bank AB	9,51	321 036 687
Deutsche Pfandbriefbank AG	9,26	312 523 255
Skandiabanken Aktiebolag (publ)	8,84	298 508 654
Sparbanken Skane AB (publ)	6,22	209 819 628
Kommuninvest i Sverige Aktiebolag	5,69	192 223 017
Swedavia AB	5,09	171 854 246
Scania CV Aktiebolag	4,89	165 029 506
NYKREDIT REALKREDIT A/S	4,07	137 526 205

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

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

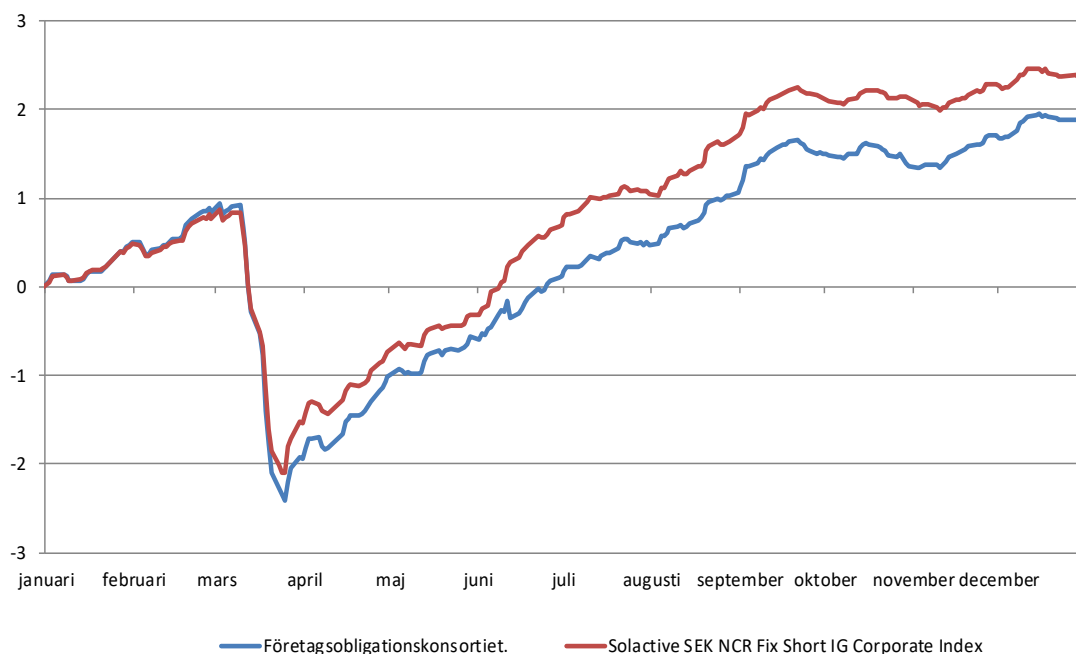
Företagsobligationskonsortiet

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)	2020-12-31	3 008 753
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 895 825
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	3 033 634
Andelar (antal)	2020-12-31	2 874 496
Andelsvärde inkl. utdelning		1 046,71
Andelsvärde exkl. utdelning		1 044,86

Avkastning (jämförelseindex)	
Sedan årets start (%)	1,87 (2,34)
1 år (%)	1,87 (2,34)
3 år (%)	4,85 (4,40)
5 år (%)	10,55 (9,02)

Avkastning januari – december (%)

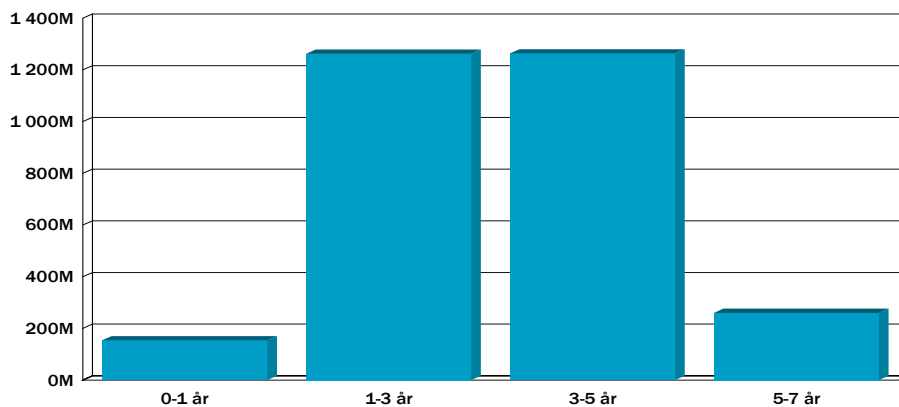
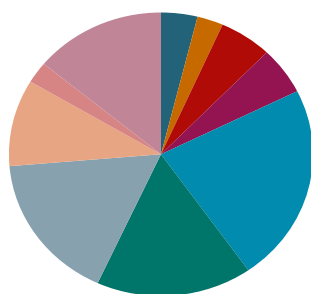


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	1,71 (1,56)
Sharpekvot*	0,98 (0,89)
Informationskvot*	0,83
Informationskvot 12-månaderstal	-0,72
Tracking error (%)*	0,34
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,67
Modifierad duration	2,53

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Kungsleden Aktiebolag	5,67	170 648 225
Stockholm Exergi Holding AB (publ)	4,95	148 841 641
L E Lundbergfoeretagen Aktiebolag (publ)	4,79	144 148 687
DNB BOLIGKREDITT AS	4,14	124 533 392
Svensk Hypotekspension Fond 4 AB (publ)	4,11	123 634 347
Vasakronan AB (publ)	3,47	104 359 644
Volvo Treasury Aktiebolag	3,39	102 004 771
HUFVUDSTADEN AB	3,29	99 017 786
Deutsche Pfandbriefbank AG	3,18	95 597 690
Castellum Aktiebolag	3,16	94 991 377

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

■ AAA	3,87%
■ AA-	2,77%
■ A+	5,60%
■ A	5,43%
■ A-	22,59%
■ BBB+	16,58%
■ BBB	16,82%
■ BBB-	9,90%
■ BB+	2,44%
■ Ingen rating	14,00%

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

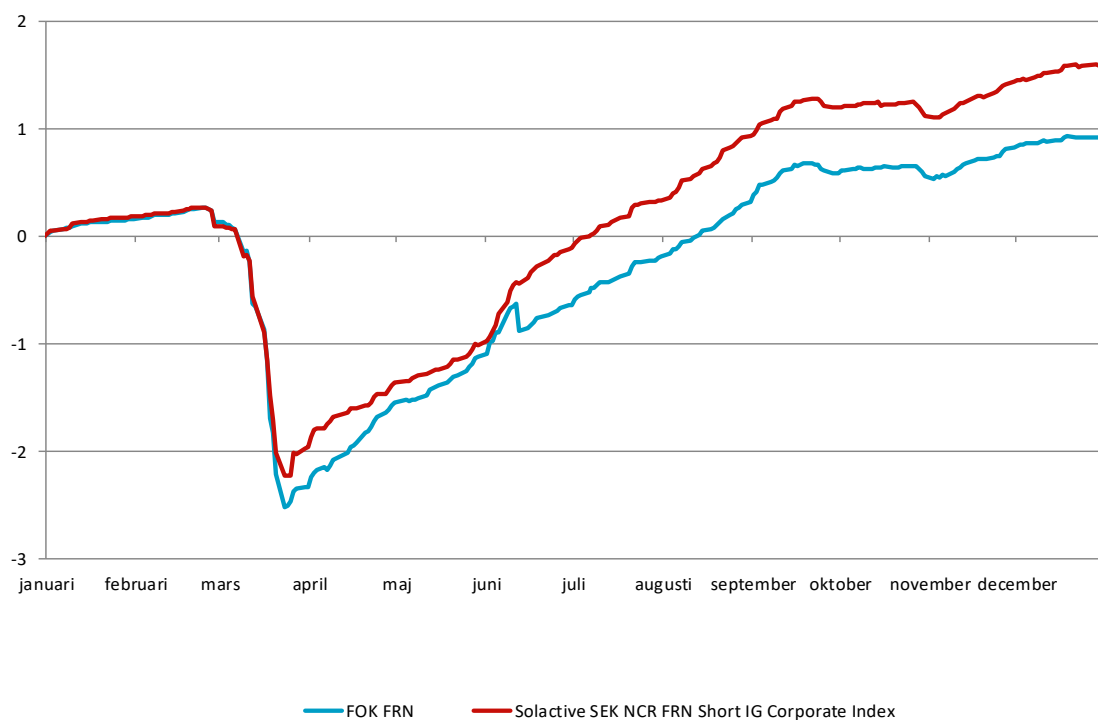
Företagsobligationskonsortiet FRN

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)	2020-12-31	594 770
Förmögenhet föregående månad (tkr)		480 707
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	287 089
Andelar, klass A (antal)	2020-12-31	593 634
Andelsvärde, klass A inkl. utdelning		1 001,92
Andelsvärde, klass A exkl. utdelning		1 001,03

Avkastning (jämförelseindex)	
1 år (%)	0,93 (1,59)
3 år (%)	2,20 (2,53)
5 år (%)	2,39 (2,79)

Avkastning januari – december (%)

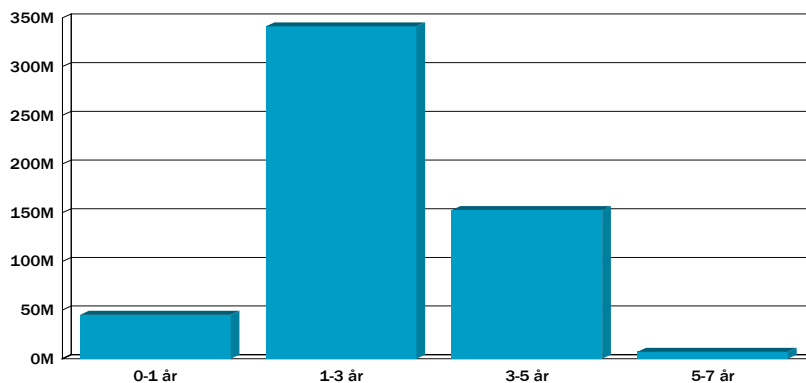
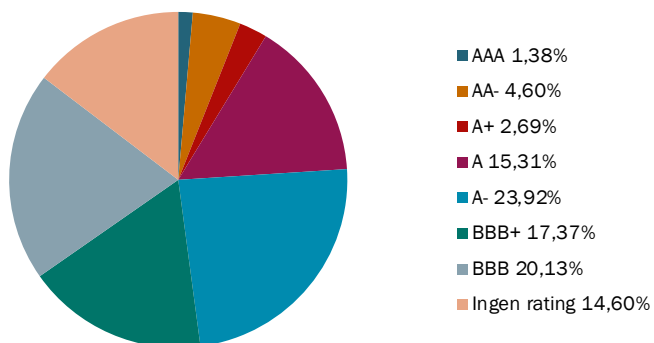


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	1,53 (1,37)
Sharpekvot*	0,72 (0,88)
Informationskvot*	-0,30
Informationskvot 12-månaderstal	-1,01
Tracking error (%)*	0,36
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,65
Modifierad duration	0,12

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

Största enskilda innehav	Andel %	Marknadsvärde (kr)
Cash	8,16	48 512 277
SANTANDER CONSUMER BANK AS	6,91	41 090 263
Aktia Bank Abp	5,42	32 209 196
Volvo Treasury Aktiebolag	5,28	31 406 812
SBAB Bank AB (publ)	5,10	30 353 378
Castellum Aktiebolag	4,58	27 260 308
Fastighets AB Stenvalvet (publ)	4,37	26 004 055
Humlegården fastigheter	4,03	23 984 375
Lansforsakringar Bank Aktiebolag	3,77	22 449 948
Svensk FastighetsFinansiering AB (publ)	3,71	22 041 750

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

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

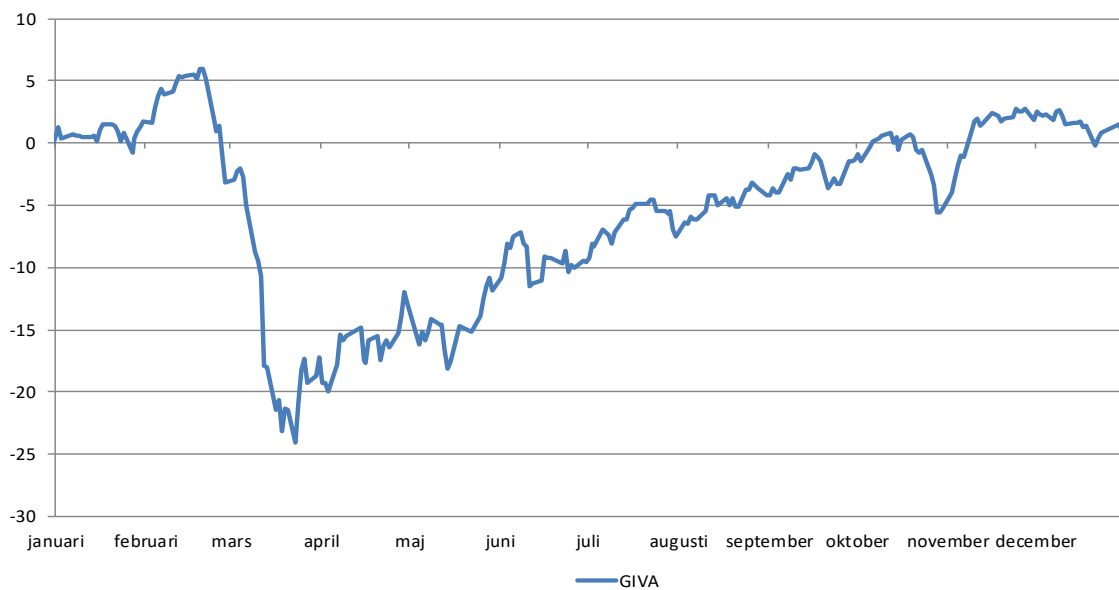
Stiftelsekonsortiet GIVA

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)	2020-12-31	911 230
Förmögenhet föregående månad (tkr)		926 927
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	910 211
Andelar (antal)	2020-12-31	877 845
Andelsvärde inkl. utdelning		1 038,03
Andelsvärde exkl. utdelning		1 037,32

Avkastning	
1 år (%)	0,93
3 år (%)	17,63
5 år (%)	37,45

Avkastning januari – december (%)



Nyckeltal

Standardavvikelse (%)*	12,04
------------------------	-------

Sharpekvot*	0,52
-------------	------

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Volvo B	6,88	62 725 889
Telia Company	4,79	43 602 670
Nordea Bank Abp	4,31	39 271 605
Essity	4,25	38 697 408
Hennes & Mauritz B	4,04	36 818 320
ABB Ltd	4,02	36 594 200
SEB A	3,80	34 647 958
Handelsbanken A	2,94	26 811 051
Autoliv	2,73	24 851 025
Electrolux B	2,58	23 526 100

Utdelning**SEK**

Utdelning 200415	6,19
------------------	------

Utdelning 200814	12,40
------------------	-------

Utdelning 201215	15,98
------------------	-------

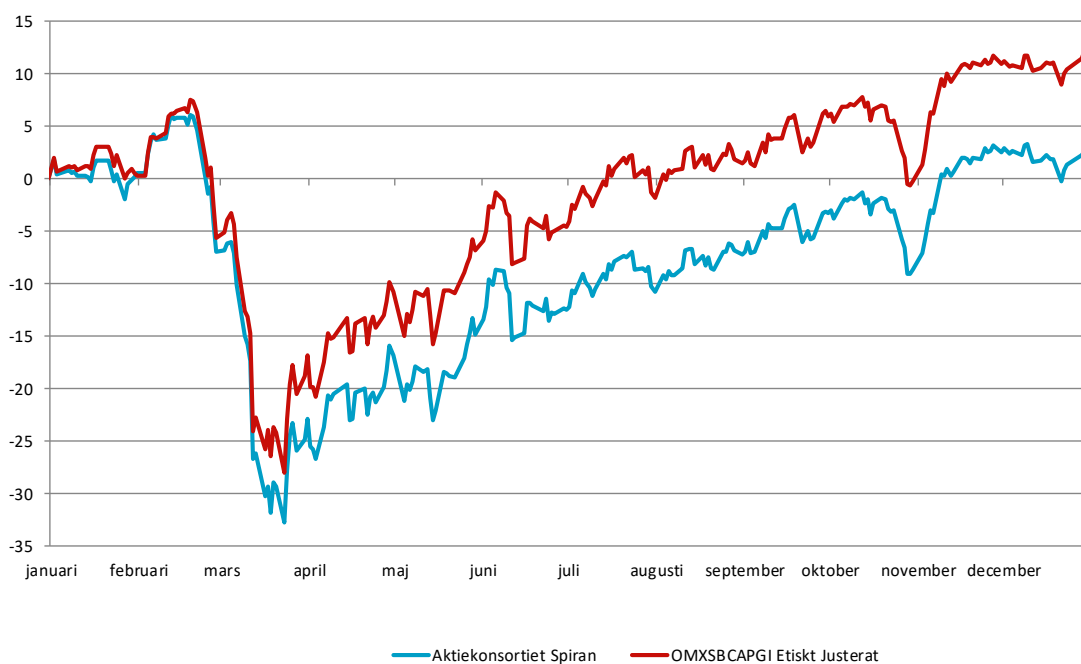
Aktiekonsortiet Spiran

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)	2020-12-31	1 277 477
Förmögenhet föregående månad (tkr)		1 417 510
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	1 376 579
Andelar (antal)	2020-12-31	150 796
Andelsvärde inkl. utdelning		8 471,55
Andelsvärde exkl. utdelning		8 446,82

Avkastning (jämförelseindex)	
1 år (%)	1,97 (11,20)
3 år (%)	24,09 (37,89)
5 år (%)	50,82 (66,73)

Avkastning januari – december (%)

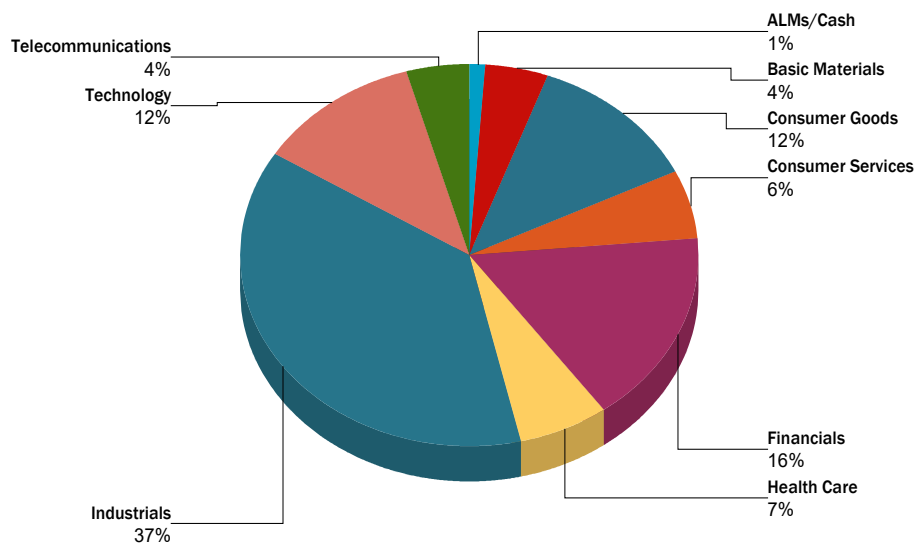


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	16,61 (14,57)
Sharpekvot*	0,49 (0,71)
Informationskvot*	-0,60
Informationskvot 12-månaderstal	-1,37
Tracking error (%)*	3,67
Tracking error 12-månaderstal (%)	6,74

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Volvo B	7,74	97 650 975
Atlas Copco B	7,56	95 351 765
LM Ericsson B	6,98	88 106 626
Essity	4,97	62 705 544
Sandvik	4,94	62 332 344
Hexagon B	4,37	55 200 276
Assa Abloy AB	3,62	45 645 728
Hennes & Mauritz B	3,52	44 465 096
Telia Company	3,15	39 726 510
SEB A	3,01	37 943 204

Branschfördelning

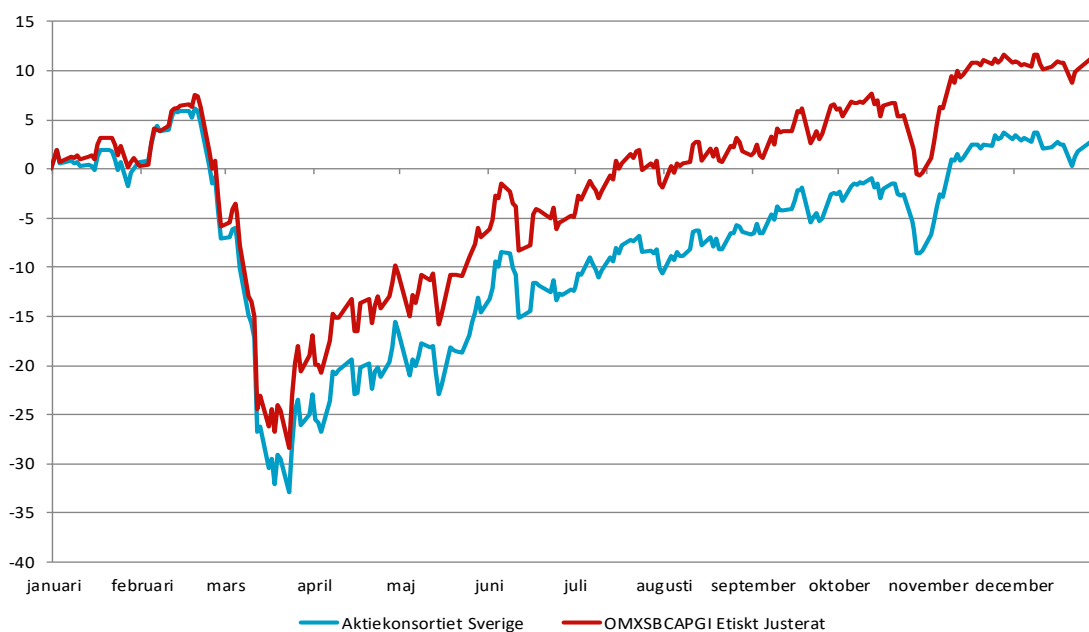
Aktiekonsortiet Sverige

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)	2020-12-31	4 111 859
Förmögenhet föregående månad (tkr)		4 157 754
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	4 006 314
Andelar (antal)	2020-12-31	489 997
Andelsvärde inkl. utdelning		8 391,59
Andelsvärde exkl. utdelning		8 369,91

Avkastning (jämförelseindex)	
1 år (%)	2,61 (11,05)
3 år (%)	25,92 (39,50)
5 år (%)	52,20 (68,09)

Avkastning januari – december (%)

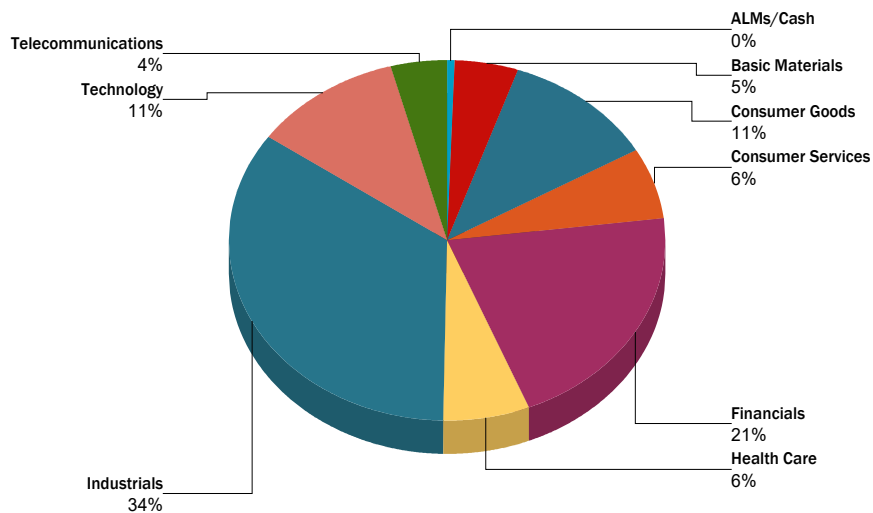


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	16,62 (14,65)
Sharpekvot*	0,51 (0,72)
Informationskvot*	-0,60
Informationskvot 12-månaderstal	-1,24
Tracking error (%)*	3,62
Tracking error 12-månaderstal (%)	6,81

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Volvo B	7,32	299 522 357
LM Ericsson B	6,82	279 074 941
Atlas Copco B	6,25	255 820 812
Investor B	5,92	242 278 131
Essity	4,42	180 660 113
Sandvik	4,34	177 696 367
Hexagon B	3,65	149 209 450
Hennes & Mauritz B	3,24	132 716 748
Assa Abloy AB	3,08	126 102 420
Telia Company	3,08	125 837 014

Branschfördelning

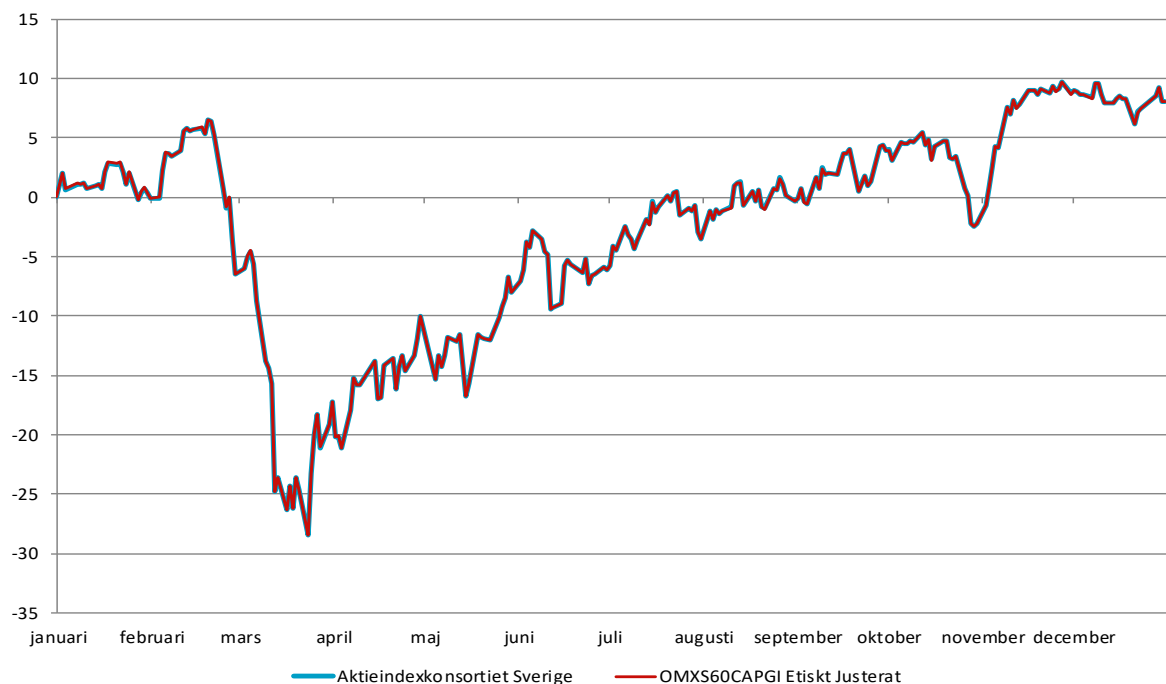
Aktieindexkonsortiet Sverige

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)	2020-12-31	2 347 723
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 391 312
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	2 156 252
Andelar (antal)	2020-12-31	11 102 960
Andelsvärde inkl. utdelning		211,45
Andelsvärde exkl. utdelning		210,79

Avkastning (jämförelseindex)	
1 år (%)	8,12 (8,10)
3 år (%)	33,71 (33,55)
5 år (%)	62,75 (62,21)

Avkastning januari – december (%)

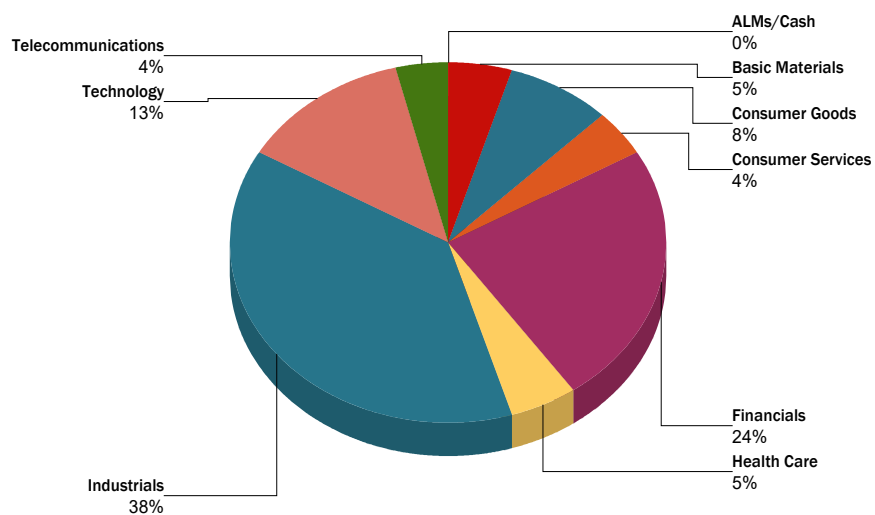


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	14,66 (14,66)
Sharpekvot*	0,67 (0,67)
Tracking error (%)*	0,08
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,04

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
LM Ericsson B	7,22	169 386 751
Volvo B	6,92	162 458 470
Atlas Copco A	6,26	146 927 685
Investor B	5,68	133 283 651
Hexagon B	4,60	107 956 204
Assa Abloy AB	4,57	107 240 153
Sandvik	4,46	104 667 143
Essity	3,76	88 265 237
Hennes & Mauritz B	3,03	71 217 632
Atlas Copco B	3,02	70 826 300

Branschfördelning





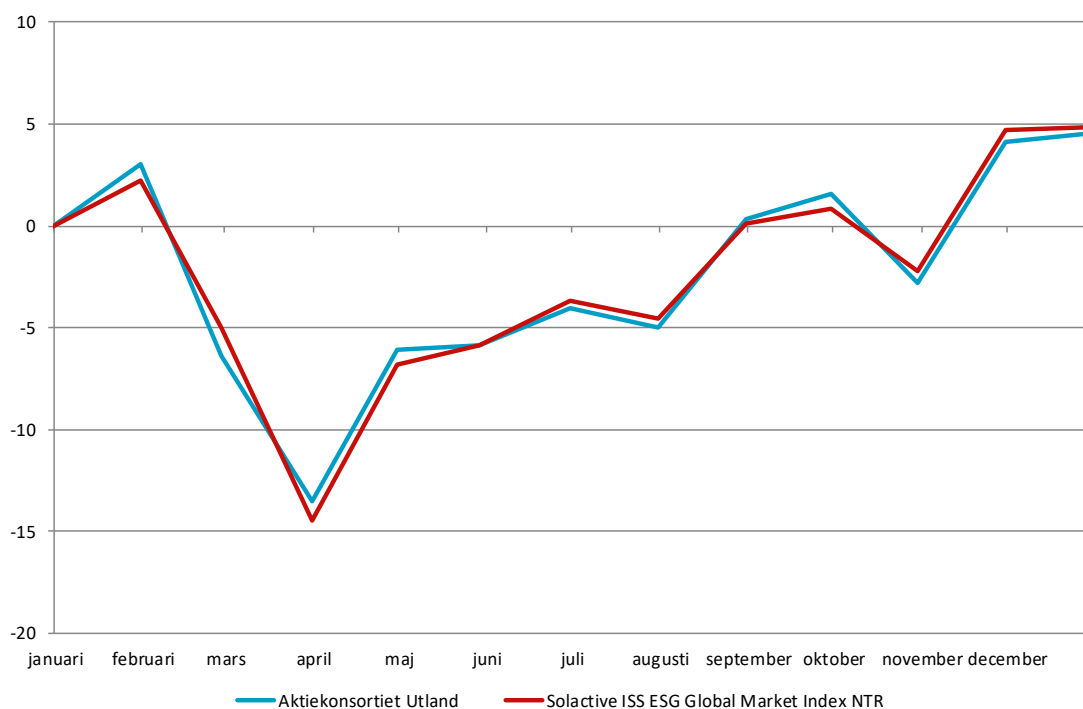
Aktieindexkonsortiet Utland

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)	2020-12-31	3 397 425
Förmögenhet föregående månad (tkr)		3 476 736
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	3 408 551
Andelar (antal)	2020-12-31	322 557
Andelsvärde inkl. utdelning		10 533,00
Andelsvärde exkl. utdelning		10 530,02

Avkastning (jämförelseindex)	
1 år (%)	4,55 (4,80)
3 år (%)	40,14 (40,53)
5 år (%)	82,42 (83,20)

Avkastning januari – december (%)

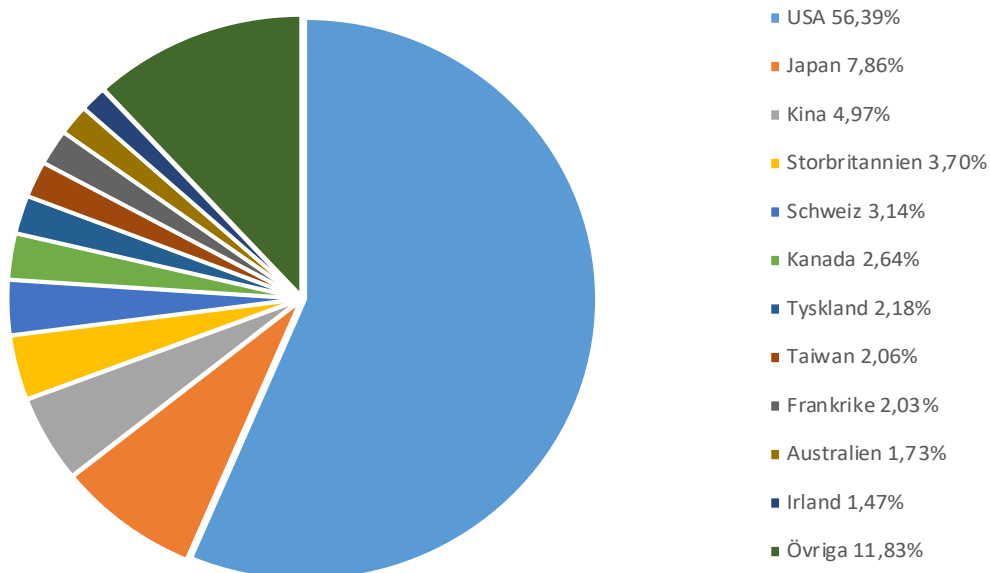


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	13,56 (13,60)
Sharpekvot*	0,92 (0,92)
Tracking error (%)*	0,28
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,44

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

Geografisk fördelning	Andel %
USA	56,39
Japan	7,86
Kina	4,97
Storbritannien	3,70
Schweiz	3,14
Kanada	2,64
Tyskland	2,18
Frankrike	2,06
Taiwan	2,03
Australien	1,73
Irland	1,47
Övriga	11,83

Geografisk fördelning

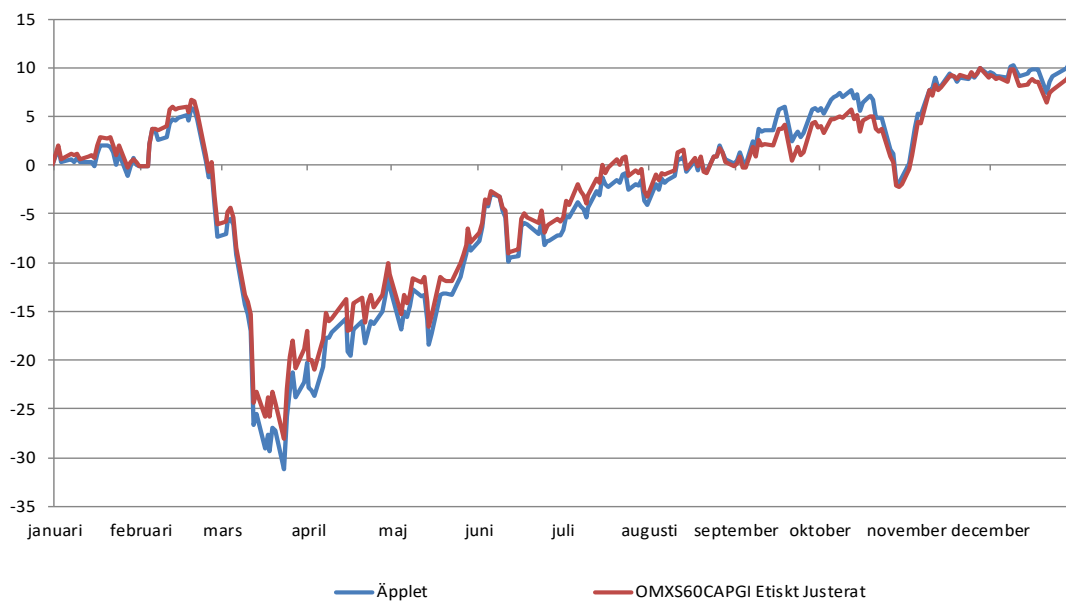
Aktieindexkonsortiet Äpplet

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)	2020-12-31	229 627
Förmögenhet föregående månad (tkr)		228 102
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	186 575
Andelar (antal)	2020-12-31	165 826
Andelsvärde inkl. utdelning		1 384,75
Andelsvärde exkl. utdelning		1 381,39

Avkastning (jämförelseindex)	
1 år (%)	9,77 (8,27)
3 år (%)	39,38 (31,05)
5 år (%)	52,86 (42,08)

Avkastning januari – december (%)

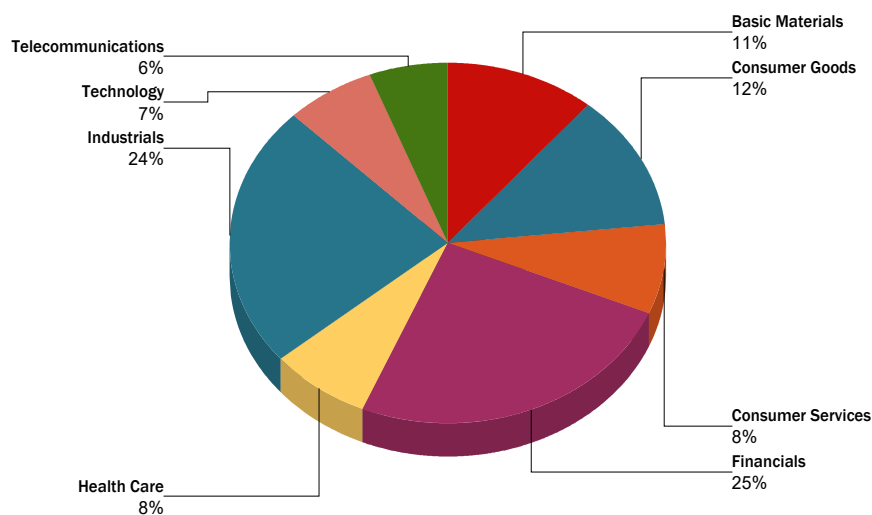


Nyckeltal (jämförelseindex)

Standardavvikelse (%)*	16,37 (15,49)
Sharpekvot*	0,69 (0,60)
Informationskvot*	0,53
Informationskvot 12-månaderstal	0,30
Tracking error (%)*	3,81
Tracking error 12-månaderstal (%)	4,93

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Svenska Cellulosa B	2,45	5 632 693
Hexagon B	2,42	5 555 268
Stora Enso R	2,40	5 509 904
Husqvarna B	2,37	5 455 676
Trelleborg B	2,34	5 383 020
Volvo B	2,33	5 365 547
Millicom International Cellular	2,28	5 250 417
JM	2,28	5 249 689
Nibeb	2,27	5 224 628
Scandic Hotels Group	2,27	5 220 000

Branschfördelning

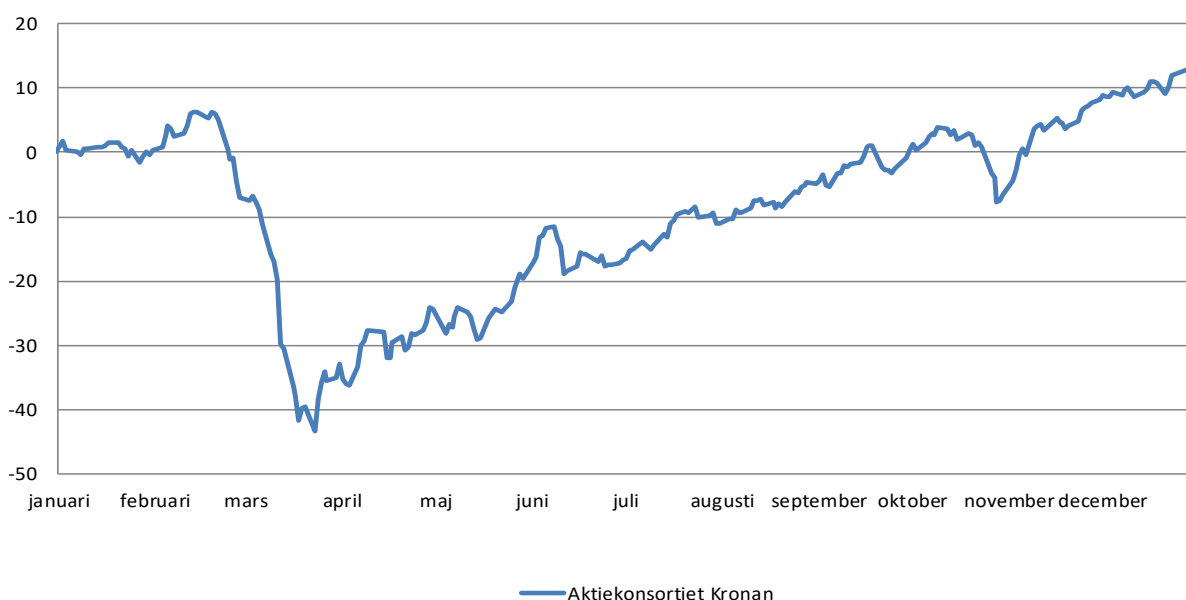
Aktiekonsortiet Kronan

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)	2020-12-31	388 582
Förmögenhet föregående månad (tkr)		374 696
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	300 493
Andelar (antal)	2020-12-31	297 015
Andelsvärde inkl. utdelning		1 308,29
Andelsvärde exkl. utdelning		1 306,04

Avkastning	
1 år (%)	13,69
3 år (%)	37,26
5 år (%)	38,41

Avkastning januari – december (%)

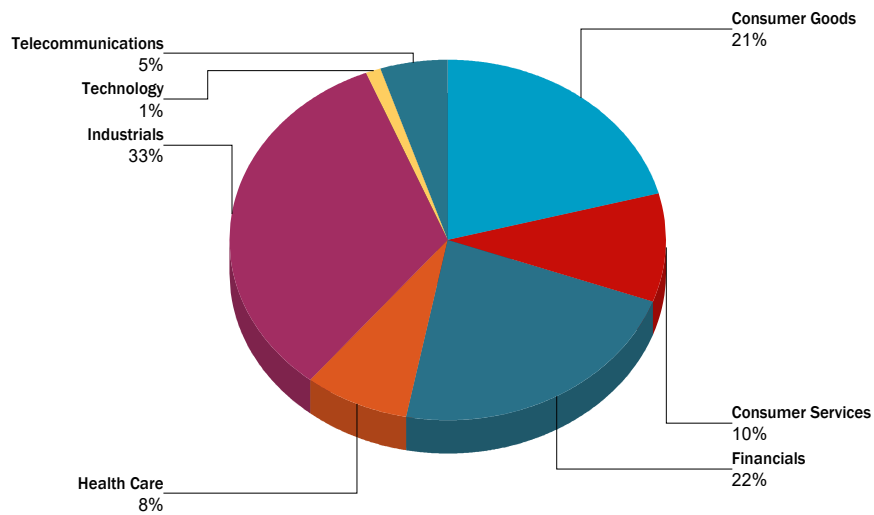


Nyckeltal

Standardavvikelse (%)*	20,71
Sharpekvot*	0,49

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
AcadeMedia	5,56	20 858 575
Hufvudstaden A	5,51	20 668 350
Kungsleden	5,51	20 659 750
Ambea	5,21	19 560 857
Nobia	5,15	19 315 122
Millicom International Cellular	5,11	19 182 236
Trelleborg B	4,91	18 423 010
Munters Group	4,87	18 257 842
Mekonomen	4,80	17 999 174
Veoneer	4,36	16 370 343

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)	2020-12-31	617 649
Förmögenhet föregående månad (tkr)		613 122
Förmögenhet (tkr)	2019-12-31	332 320
Andelar (antal)	2020-12-31	504 671
Andelsvärde inkl. utdelning		1 223,86
Andelsvärde exkl. utdelning		1 220,62

Avkastning	
1 år (%)	-0,83
3 år (%)	24,73
5 år (%)	24,73

Avkastning jan – december (%)



— Fastighetskonsortiet Slottet

Nyckeltal

Standardavvikelse (%)*	19,89
Sharpekvot*	0,67

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

Slottet startade 2019-03-26.

Största enskilda innehav	Andel %	Marknadsvärde (kr)
Castellum Aktiebolag	12,33	76 177 229
Kungsleden Aktiebolag	10,02	61 886 428
AB Sagax	9,31	57 497 185
Fastighets AB Balder	8,37	51 686 868
Wihlborgs Fastigheter AB	5,68	35 106 645
Samhallsbyggnadsbolaget i Norden	5,61	34 659 707
Vasakronan AB (publ)	5,58	34 456 439
Willhem AB (publ)	5,33	32 899 218
Klövern	5,08	31 347 201
Padox AB	3,71	22 889 328



KAMMARKOLLEGIET