

A photograph of a park in autumn. The scene is filled with trees whose leaves have turned yellow and orange. A black lamp post stands on the left. In the foreground, a green park bench is visible. The ground is covered in fallen leaves. A semi-transparent teal banner is overlaid on the middle of the image, containing the title text.

# Kapitalförvaltningens kvartalsrapport Q3 2018



# Innehåll

Centralbanker i förarsätet	4
Centralbanker sätter nya spelregler	6
Efterlängtd höjning av Riksbanken på väg	7
Starkare krona att vänta	8
Tudelad global aktiemarknad	8
Svensk aktiemarknad	10
Alternativa tillgångslag	10
Slutsatser	11
Definitioner	13
Räntekonsortiet	14
Företagsobligationskonsortiet	16
Företagsobligationskonsortiet FRN	18
Stiftelsekonsortiet GIVA	20
Aktiekonsortiet Spiran	22
Aktiekonsortiet Sverige	24
Aktieindexkonsortiet Sverige	26
Aktieindexkonsortiet Utland	28
Aktieindexkonsortiet Äpplet	30
Aktieindexkonsortiet Kronan	32

## Centralbanker i förarsätet

USAs centralbank – Federal Reserve – har nu höjt styrräntan i USA åtta gånger. Enligt deras egen prognos ämnar de att höja styrräntan ytterligare och det är något fler gånger än vad dagens marknad prissätter. Vad är det marknaden förutser i kontrast till vad FED ser? En amerikansk tioårig statsobligation handlas fortfarande under den nivå som FED ger uttryck för att vilja höja korträntan till. Kanske är detta ett tecken på att marknaden förutser en recession. Vi ser i statistiken tecken på en avmattning i tillväxt även utanför USA.

Även vår svenska Riksbank har nu aviserat en första höjning av den svenska styrräntan. Vi har länge levt i en högkonjunktur med negativa räntor i Sverige – något som naturligtvis eldat på tillgångspriser och försvagat vår köpkraft.

Tillgångsprisernas utveckling är något vi noga följer och i den här publikationen försöker vi ge en bild av hur vi ser på framtida utveckling. Utan att avslöja alltför mycket redan i inledningen, så tror vi att vi alla måste ställa in oss på en betydligt lägre förväntad avkastning framöver.

Fortsatt osäkerhet i vår omvärld är något jag bedömer finns i marknadernas förväntningsbild. Vi läser varje vecka om hur olika delar av världen konfronteras med olika utmaningar, både i det lilla och i det storpolitiska. Vi lever fortfarande med politisk osäkerhet i vårt närområde (EU) när det gäller Italien. Handelskrig är något som just nu också hamnat på agendan efter lång tid av globalisering. Allt detta verkar ännu inte ha gjort avtryck på den utvecklade delen av världens marknader. Dock har det lett till stigande energipriser och en rejäl sättnings i tillväxtmarknader.

Vi har också klarat av ett svenskt val till kommun, landsting och riksdag. I skrivande stund är den parlamentariska situationen fortsatt oklar och experter är överens om att vi aldrig har haft svårare att bilda regering. Vår nye talman lär få arbeta ett tag till med sonderingarna innan vi får veta vem som blir vår näste statsminister. Det den finansiella marknaden hoppas på, är att vi får en riksdagsmajoritet som kan och vill hantera de strukturella utmaningar som landet står inför.



Bengt Svelander

Avdelningschef på Kapitalförvaltningen,  
Kammarkollegiet

Vår preliminära bedömning är att utdelningen för varje andel i konsortierna blir

#### Prognos för konsortierna

Aktiekonsortiet Spiran	275,00
Aktieindexkonsortiet Äpplet	29,50
Aktiekonsortiet Sverige	265,00
Aktieindexkonsortiet Utland	264,00
Aktieindexkonsortiet Sverige	6,70
Aktieindexkonsortiet Kronan	28,00
Företagsobligationskonsortiet	16,00
Företagsobligationskonsortiet FRN A	3,90
Företagsobligationskonsortiet FRN B	3,90
Räntekonsortiet	1,85

# Centralbanker sätter nya spelregler

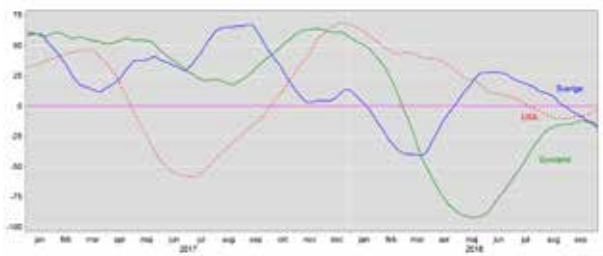
Avkastningen under året har varit tudelad för olika finansiella delmarknader samtidigt som volatiliteten varit förhållandevis låg, trots geopolitisk oro. Efter alla räntehöjningar har "cash" blivit ett riktigt tillgångsslag i USA som i nuläget kan erbjuda konkurrensmässig avkastning. Det är inte fallet i till exempel Sverige.

Under de senaste åren har den globala konjunkturen kännetecknats av god tillväxt samtidigt som den varit synkroniserad. Det innebär att de flesta av världens länder har uppvisat en samtida god konjunkturutveckling men nu börjar vi se att denna synkronisering minskar. Sverige och USA har en fortsatt god tillväxt medan det går lite sämre i Euroland och Kina.

Det är därför inte konstigt att den ekonomiska statistiken överraskat lite på den svagare sidan under senare tid (se nedanstående figur). Vi är sent i den ekonomiska cykeln där vi kan observera typiska mönster som att sysselsättningen ökar liksom konsumtionen.

Vår bild är att tillväxten toppar 2018 och att en inbromsning sker nästa år på en fortsatt hög nivå. Sammantaget är förutsättningarna fortsatt goda men vi är på väg mot något sämre tider.

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



Svensk tillväxt ligger för närvarande på höga tre procent och det är särskilt exporten som utvecklas väl, vilket inte är konstigt med tanke på den svaga kronan och den höga globala tillväxten. Det är egentligen endast i byggsektorn som vi ser försämring-

ar jämfört med föregående år, men troligen kan en del infrastruktursatsningar från statligt och kommunalt håll "hjälpa" byggsektorn kommande år. Vi har god tillväxt men också snabb befolkningstillväxt och en imponerande låg statsskuld. Samtidigt har vi en dopad ekonomi med minusränta och extremt svag valuta.

Det svenska näringslivet är nära kapacitetstaket. Ändå genomförs förvånansvärt få kapacitetshöjande investeringar de låga räntorna till trots. En delförklaring är att det råder brist på utbildad arbetskraft vilket gör att vi kommer att ha svårt att bibehålla den höga tillväxten.

Under senare år har inflationen i de flesta länder börjat stiga. Det beror på både högre råvarupriser och en utveckling med något stigande lönekostnader. Samtidigt ska det sägas att inflationen inte på något sätt är oroande, utom möjligen i några utvecklingsländer där landets valuta mer eller mindre kollapsat. Vi kommer att befinna oss i en fortsatt låginflationsmiljö som vi gjort under mycket lång tid.

Den starka globala konjunkturen medför att vinstförutsättningarna på kort sikt är goda för kapitalägare, men även att resursbristen tilltar. I de flesta länder har det blivit allt svårare att få tag på "rätt" arbetskraft. Lägg till att kapacitetshöjande investeringar legat på förhållandevis låga nivåer under senare år. Sammantaget ökar detta risken för bland annat stigande timlöner.

Med global stigande sysselsättning är det rimligt att lönekostnader och därmed inflation stiger i de flesta länder. Vi tror inte denna "cykliska" ökning av inflationen är alarmerande på något sätt, men inflations-trenden är svagt uppåtriktad. Den strukturella inflationen hålls fortfarande nere till följd av hög global konkurrens samtidigt som robotisering och automatisering sammanlagt bidrar till att hålla såväl inflation som marknadsräntor på låga nivåer. Inflationsuppgången i USA, se nedanstående figur, är främst driven av "housing" det vill

säga att det har byggts för lite bostäder. Till en mindre del är den även driven av stigande löner.

Figur. Inflation i Sverige, USA och Euroland



Trots den något högre inflationstakten har ränteutvecklingen varit förhållandevis stabil. Det förklaras av att underliggande inflation är fortsatt låg. En intressant iakttagelse är att 10-årsräntan i USA klättrat över tre procent samt att räntedifferensen mellan 10- och 2-årsräntan endast är ca 0,2 procentenheter. Historiskt sammanfaller en negativt lutad avkastningskurva ofta med recessioner. Det är därför inte konstigt att flera aktörer intresserar sig för den räntedifferensen.

Figur: 10-åriga statsobligationsräntor i USA, Tyskland och Sverige sedan 2017



Enligt vårt synsätt är "räntan" grundförutsättningen för alla finansiella marknader eftersom ränteförändringar alltid har stor påverkan på övriga finansiella marknader. Självklart hamnar därmed centralbanker och i synnerhet FED i investerarens intresse. Det är rimligt att vänta sig att den amerikanska centralbanken kommer att bestämma färdriktningen framåt för utvecklingen på de finansiella marknaderna.

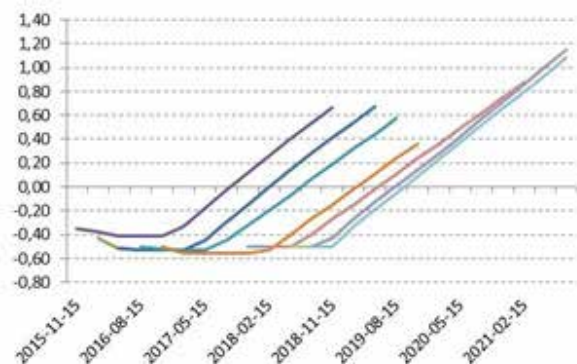
Det är i nuläget stor skillnad mellan vad FED själv kommunicerar och marknadens förväntningar. De säger att de planerar

en höjning i december samt ytterligare tre höjningar under 2019. Det skulle innebära att styrräntan i sådana fall kommer att ligga mellan 3,0 och 3,25 procent. Marknaden prissätter drygt två höjningar till. FED misstänks leverera fyra höjningar vilket skulle betyda högre räntor och därmed även sämre förutsättningar för övriga finansiella marknader. Även om ett sådant scenario indikerar god tillväxt så tror vi att börsavkastningen blir sämre

### Efterlängtd höjning av Riksbanken på väg

Flera länder har börjat sin höjningscykel det vill säga USA, Kanada, Storbritannien och Norge. För några veckor sedan informerade Riksbanken marknaden om att en första höjning antingen kommer i december eller februari med 0,25 procentenheter. Detta är i våra ögon en mycket viktig händelse som anger nya spelregler att förhålla sig till. Vi är alltså inne i en global höjningscykel och att Sverige ska ligga väldigt långt bak i den tågordningen känns märkligt. Nedanstående figur visar hur Riksbanken skjutit på sin höjningscykel. För några år sedan trodde centralbanken att de skulle börja inleda höjningscykeln långt tidigare och i nuläget ha en reporänta cirka en procentenhet högre än idag.

Figur: Riksbankens planerade räntebana vid olika tidpunkter



Det är rimligt att vänta sig att Riksbanken gör som de säger och höjer till 0 procent under 2019 och att en svensk 5-årig bostadsobligation då ligger på 1,20% (idag 0,70%). Vi förväntar oss att Riksbanken gör en första höjning i december med 0,25 procentenheter. Motiven bakom vår ståndpunkt är att

- inflationen ligger kring målet och har gjort så under ett års tid,

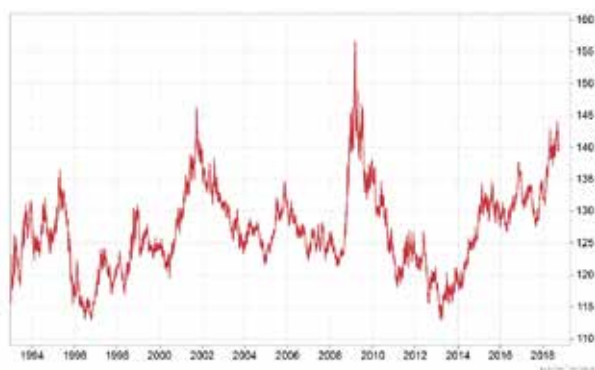
- arbetsmarknaden har fortsatt att stärkas. Vi kan även se att en allt högre andel utrikes födda får jobb,
- Riksbanken får allt kraftigare kritik såväl domestiskt som internationellt och att
- ECB signalerar avslutade QE i december och har börjat prata om en första framtida höjning. Detta ökar frihetsgraderna för Riksbanken.

Trots allt kommer ECB med största säkerhet att agera mycket försiktigt med såväl räntehöjningar som med att minska sin balansräkning. Detta talar för en mycket försiktig strategi från Riksbankens sida, men än viktigare är vi går mot tider med försiktigt högre räntor.

### Starkare krona att vänta

Den svenska kronan har försvagats påtagligt under 2018. Vid de tillfällen som kronan varit mycket svag har detta sammanfallit med tillväxtproblem – det gäller definitivt inte i dagsläget. Istället är det Riksbankens ”extrema” politik som förklarar kronans kräftgång. Det är inte konstigt att kronan försvagats kraftigt när realräntan är kraftigt negativ (under högkonjunktur och mest negativ i världen) och med en kommunikation som applåderar försvagning. Ett land med mycket goda statsfinanser och överskott i utrikeshandeln betingar bör inte betinga ett så lågt värde (se nedan). Riksbankens ambition att uppnå 2,0 procents inflation har sannolikt gått för långt. Sverige behöver inte en svag krona i högkonjunktur eftersom efterfrågan är tillräckligt hög ändå. Ett land har en konkurrensfördel av en valutaförsvagning när de ekonomiska tiderna är sämre. Självklart gynnas däremot bolagens vinstmarginaler.

Figur: Handelsvägt SEK-index



Den svenska exportsektorn gynnas av såväl hög global tillväxt som en extremt svag krona. Det är rimligt att vänta sig att båda dessa faktorer kommer att försämrats på sikt för exportsektorn. Mätt mot euron är inte en kurs på ca 10.30 långsiktigt hållbar. Vår – liksom andra bedömares – värdering av en rimlig jämviktskurs ligger snarare runt 9.10. Från nuvarande nivå skulle vi därför hävda att den svenska kronan är närmare 12 procent undervärderad mot euron. För närvarande vill inte Riksbanken se en för snabb förstärkning av kronan, men hur länge ska vi ha denna extrema situation? Det är onekligen intressant att ett land med goda statsfinanser och överskott i utrikeshandeln betingar ett så lågt värde.

Det är Riksbankens beteende som kommer att styra kronans utveckling den närmaste tiden. Vår slutsats blir därför att kronan kommer att förstärkas framöver och den enda osäkerhet är när det händer det vill säga inte om det händer.

### Tudelad global aktiemarknad

Börsåret 2018 har inte varit så fantastiskt som man kan tro. Nedanstående figur visar med tydlighet att så inte är fallet. Den svenska börsen har utvecklats väl mätt i kronor, liksom den amerikanska. Exkluderas teknologi närmar sig den amerikanska börsen ”nollan”.

Figur: Valda aktiemarknader under 2018



Vissa Emerging Markets länder som till exempel Kina har haft en än tuffare utveckling vilket kan hänföras till såväl sämre tillväxtutsikter som handelsoro. Den globala utvecklingen kommer bland annat att styras av nedanstående faktorer

- Ränteutveckling där centralbankarna sitter i förarsätet.
- Konjunkturen som vi misstänker kommer att vara god men med en lägre tillväxt.



- Återköp av aktier som har varit vanligt ibland annat USA vilket givit hög EPS-tillväxt (vinst per aktie). Om räntor stiger blir det mindre vinst att använda för återköp eftersom de är kassadrivna.
- Företagsvinsterna, som väntas växa långsammare framledes. I USA är de tillfälligt dopade av skattelättnader.
- Centralbankens QE-hantering. För snabbt krympande balansräkningar är negativt för börsen.

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

Figur: Företagsvinster i USA relativt BNP



Börsen ska vara högt värderad när räntor är – och förväntas förbli – låga. Förutsättningarna kan knappast bli bättre och det är ett svaghetstecken. Börsen klarar något högre räntor, men definitivt inte fem ytterligare höjningar av FED. I ett sådant scenario skulle styrräntan höjas till 3,5 procent. Enligt vår bedömning skulle det resultera i en amerikansk tioårsränta som ligger närmare 4,0 procent det vill säga nästan en procentenhet högre än idag. Ett sådant scenario medför sannolikt fallande börs eftersom höga värderingar som till exempel PE-tal över 20 gör det mer känsligt för räntehöjningar. Vi tror att den amerikanska centralbanken avslutar sin höjningscykel på en lägre räntenivå eftersom ekonomin

försvagas kraftigt om höjningen blir alltför kraftig.

Nedanstående figur visar att marknaden väntar sig ytterligare två höjningar eftersom differensen mellan tvåårs statsobligationsränta och styrräntan är en halv procentenhet. Notera att FED höjt styrräntan med åtta ggr sedan 2015.

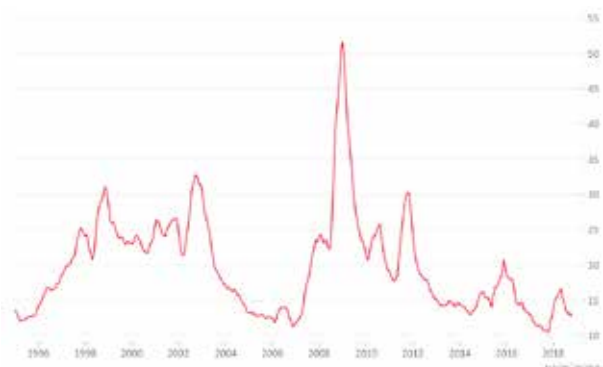
Figur: Styrränta i USA och 2 års statsobl.



Den långa positiva aktiecykeln kan åtminstone väntas ta paus i den bemärkelsen att rörelserna blir mer i vågrät ordning framledes. Däremot har vi svårt att tro på en krasch eftersom bolagen har goda kassaflöden, höga men inte extrema värderingar eller andra stora obalanser.

Nedanstående figur visar att volatiliteten på amerikansk aktiemarknad (mätt som 6 månadersgenomsnitt) ligger på mycket låga nivåer. Förutom att det indikerar att den genomsnittliga aktören känner sig komfortabel med rådande aktiemarknadsnivåer, visar det även att känsligheten är stor om ny oförväntad information inkommer. Det är uppenbart att volatiliteten trendmässigt minskat sedan finanskrisen.

Figur: 6 månaders genomsnittlig volatilitet på amerikansk börs



## Svensk aktiemarknad

Ett tecken på att aktiemarknaden börjar bli mer orolig för svagare konjunktur är att konjunkturkänsliga "industri-bolag" utvecklats lite svagare än index under senare tid. Som kan ses i nedanstående figur har mindre konjunkturkänsliga sektorer som läkemedel (Health Care) och Teknologi utvecklats bättre medan mer konjunkturkänsliga sektorer som industriaktier och basic materials haft en svagare utveckling.

Figur: Utveckling bland valda sektorer i Sverige under 2018



Inom teknologi har till exempel Ericsson och Hexagon stigit med ca 50 respektive 30 procent under året. Just Ericsson tillhör årets vinnare på allt bättre resultat och en ljusare framtidsbild om 5G. Under september har HM haft en synnerligen god utveckling, vilket vi i första hand betecknar som "short squeeze" eftersom många aktörer blankat aktien och tvingats täcka sina positioner när det visade sig att bolaget kommunicerat omsättningsökning och förbättrade utsikter för vinstmarginaler.

Figur: Börsutveckling för valda svenska aktier under 2018



Under de senaste åren har bankaktier haft en sämre utveckling än börsen i genomsnitt. Banker har påverkats negativt av låga räntor, hot att tappa marknadsandelar kring bolån och negativ påverkan från svaga bankaktier i Europa. I månadsskiftet september/oktober har banker generellt påverkats negativt av Danske Banks förhåvanden i Baltikum med anklagelser om penningtvätt. Denna riskpremie på banker har kanske växt sig väl stor och banker kan gå mot en bättre utveckling än under senaste tvåårsperioden, särskilt som räntor kan väntas stiga.

För närvarande är vår ambition att spela mer defensivt och satsa på bolag med starka balansräkningar och god direktavkastning. Exempel på sådana bolag är Duni, Telia, Ambea (inom läkemedel) och Essity (gamla SCA). Vi tror således att mer konjunkturkänsliga bolag kommer att utvecklas sämre till följd av att konjunkturen försämras något.

## Alternativa tillgångslag

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

Figur: High Yield och Inv. Grade spreadar



Den svenska fastighetsmarknaden är tu-delad. Marknaden för villor och bostads-rätter har utvecklats svagt under året, vilket främst kan hänföras till ett överutbud av boende för mer välbeställda hushåll i storstäder. Det är därför inte konstigt att vi ser en prisanpassning på marknaden. Under de senaste månaderna har priserna stabiliserats något.

Figur: Utveckling för villor och bostadsrätter i Stockholm sedan 2005



Marknadssituationen för kommersiella fastigheter är fortsatt god och särskilt för kontorsfastigheter. Under de senaste 15 åren har det inte varit svårt att vara fastighetsägare eftersom räntor trendmässigt fallit. Det leder till att räntekostnader, som normalt är den största kostnadsposten för fastighetsägare, faller samt att alternativplaceringen ränteplaceringar blir mindre tilltalande. Det är därför inte konstigt att avkastningskraven och "yielderna" (driftnetto i förhållande till fastighetspriser) faller. Fastighetsbolagen har på detta sätt kunnat erhålla stora värdeökningar på sitt bestånd som självklart även leder till att belåningsgraderna faller.

Särskilt kontorsfastigheter har haft en fin utveckling, vilket förklaras av att nybyggnationen av kontorsfastigheter varit begränsad samtidigt som efterfrågan varit hög. Detta har givit höga tillväxttal för hyror och inte minst i storstadsområden. Vår bedömning är att med lite lägre ekonomisk tillväxt och fler nyproducerade fastigheter kommer hyrestillväxten att bli lägre, men fortsatt positiv.

Ett stort antal svenska fastighetsbolag har "diversifierat" sin belåning via obligationsmarknaden. Det kan nämnas att det finns stora förfall under åren 2019-2020 som ska refinansieras det vill säga det vill till att bo-

lagen har ordning på sina nyckeltal. Vi tror att detta inte ska vara ett problem under förutsättning att belåningsgraderna inte ökar från nuvarande nivåer. De facto har bolagen minskat sina belåningsgrader vilket indikerar en god riskpolicy.

Sammantaget bedömer vi att "yielder" inte kommer att falla utan snarare stabiliseras och stiga marginellt för till exempel handelsfastigheter. Vi tror därför något mer på kontors-, logistik- och samhällsfastigheter.

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

Hedgefonder är ett tillgångsslag som fram för allt är intressant när andra tillgångsslag utvecklas svagt. Vi är på väg mot sådana tider men timingen är mycket svår att avgöra. Sedan är det naturligtvis en "konst" att välja rätt hedgefonder eftersom det är management som ska bedömas. Under förutsättning att hedgefonder är ett tänkbart placeringsalternativ anser vi att fonder med dokumenterad track record, lägre riskinriktning och har en låg samvariation mot börsen är mest intressant.

### Slutsatser

Låt oss först konstatera att den amerikanska centralbanken kommer att fortsätta höja styrräntan, vilket kommer att bli alltmer hämmande för börsen. Alternativet ränteplaceringar blir allt mer attraktivt när värderingar på aktiemarknaden är höga. Däremot tror vi inte att höjningarna blir så pass kraftiga att de leder till en stort fall i konjunkturen och därmed på börsen. Vår bedömning ligger på cirka 5 procentens genomsnittlig börsavkastning de närmaste 10 åren. Det är rimligt att vi får betala tillbaka lite av det vi lånat av framtiden det vill säga att avkastningen på aktier, fastigheter och andra riskfyllda placeringar blir lägre än det historiska genomsnittet under kommande år.

Realräntorna har varit exceptionellt låga under flera år och det är troligt att de kommer att stiga något. Vi går mot en mer "normal" värld med positiva styrräntor vilket innebär något högre räntor.

Detta kräver en anpassning till något lägre förväntad avkastning på riskfyllda tillgångar.

Det kommer att vara mycket svårt för räntor att stiga kraftigt eftersom många länder har statsskulder som överstiger 100 procent. Väsentligt högre räntor kommer att medföra att räntekostnader på statsskulder blir för hög, vilket inte är långsiktigt hållbart. Det kommer att medföra lägre tillväxt eftersom vi antingen får se finanspolitiska åtstramningar eller genom att förväntningar om lägre framtida tillväxt dämpar köpfesten bland hushåll och företag.

Vi anser att det finns skäl för att dra ned på risken i sparandet eftersom tillståndet är som bäst just nu det vill säga det är inte troligt att konjunkturoptimismen ökar. Vidare är företagsintjänningen på historiskt höga nivåer och centralbanker kommer åtminstone att på marginalen normalisera penningpolitiken. Räntor är på väg uppåt och därmed kapitalkostnader. Priset på insatsvaror stiger, vilket bland annat kan ses av stigande oljepris. Totalt sett ökar kostnader. Inte minst är värderingarna fortsatt höga, vilket i sig ökar känsligheten för negativ information.

Vi anser att det finns skäl att överväga den svenska aktiemarknadens värdering. Vi har den lägsta styrräntan i världen det vill säga en normalisering kommer att medföra högre räntor och kanske större ränteuppgång än i de flesta länder. Vi har en markant undervärderad valuta och det är rimligt att räkna med en kraftig appreciering som inte exportsektorn uppskattar. Vidare måste Riksbanken, liksom flera andra centralbanker, minska sin balansräkning samtidigt som den globala tillväxten mattas något. Det finns alltså varningssignaler i Sverige som är större än i flera andra länder.

Som alltid händer det saker som man inte kan förutse, varför risker alltid måste beaktas. Det är förvånande att handelskrig och geopolitiska risker inte givit större utslag på volatiliteten på flera marknader. Vi tror fortsatt på det goda omdömet bland världens ledare att inte eskalera handelskriget. Det finns fullgoda skäl att vara inställd på en mer turbulent börs i närtid.

Nedan följer avkastningen för våra konsortier under 2018.

Konsortie	2018	Index
Räntekonsortiet	0,4	0,0
Företagsobligationskonsortiet	1,1	0,9
Företagsobligationskonsortiet FRN	0,2	0,2
Stiftelsekonsortiet GIVA	5,7	na
Aktiekonsortiet Sverige	10,7	10,5
Aktieindexkonsortiet Sverige	10,8	10,7
Aktieindexkonsortiet Äpplet	8,6	9,1
Aktiekonsortiet Spiran	10,4	9,7
Småbolagskonsortiet Kronan	5,7	na
Aktieindexkonsortiet Utland	12,8	13,4

# Definitioner

Alla nyckeltal är baserade på månadsdata för perioden.

## Avkastning & avkastning, jämförelseindex

Portföljens respektive jämförelseindexets avkastning beräknas utifrån daglig data.

## Duration

Ett sätt att mäta en obligations eller en portföljs genomsnittliga räntebindningstid. Duration är också ett vanligt riskmått för en obligation eller en portfölj. Duration är det mest använda måttet avseende ränterisk och anger vad som händer när alla marknadsräntor förändras lika mycket.

## Informationskvot

Informationskvoten är ett mått på förvaltarens skicklighet i förhållande till risken. Ju högre kvot, desto bättre avkastning har konsortiet givit. Mäts som överavkastning i förhållande till Tracking error.

## Sharpekvot & sharpekvot, jämförelseindex

Är ett mått på riskjusterad avkastning och anger en portföljs (portföljens respektive jämförelseindexets) meravkastning i relation till standardavvikelsen. Den beräknas som kvoten av portföljens meravkastning över riskfri ränta och portföljens standardavvikelse.

## Standardavvikelse & standardavvikelse, jämförelseindex

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

## Tracking error

Beskriver hur portföljens utveckling i förhållande till index har varierat historiskt. Måttet beräknas som standardavvikelsen för över- eller underavkastningen mot jämförelseindex. Ju högre värde desto högre risk i förhållande till jämförelseindex.

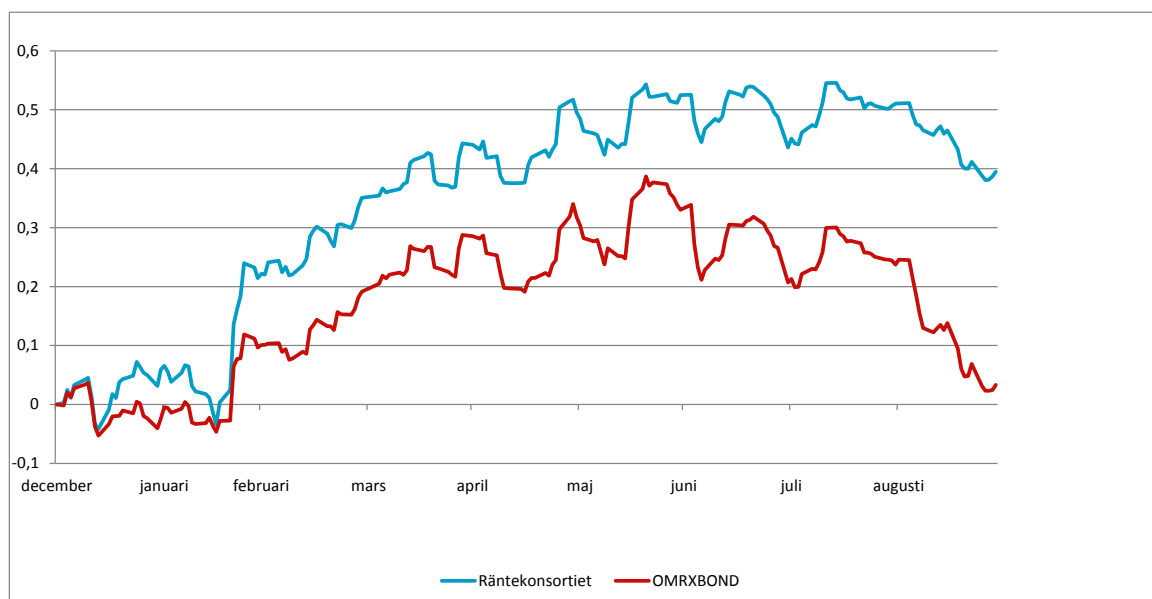
# Räntekonsortiet

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-09-28	4 847 145
Förmögenhet föregående månad (tkr)		4 903 823
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	5 591 803
Andelar (antal)	2018-09-28	40 582 634
Andelsvärde inkl. utdelning		119
Andelsvärde exkl. utdelning		118

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-0,12 (-0,21)
3 mån (%)	-0,13 (-0,30)
Sedan årets start (%)	0,39 (0,03)

## Avkastning (januari – september) (%)

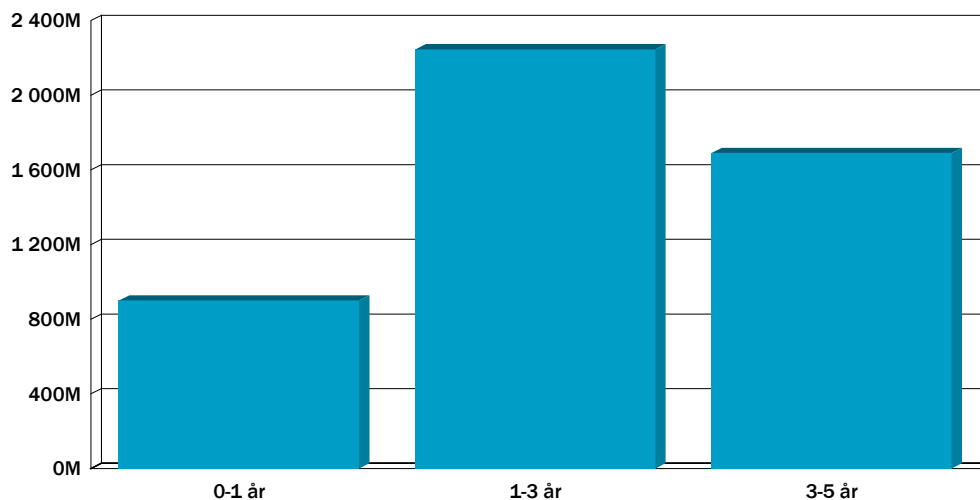


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	0,65 (0,60)
Sharpekvot*	-0,29 (-1,03)
Informationskvot*	2,67
Informationskvot 12-månaderstal	4,68
Tracking error (%)*	0,16
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,11
Duration	1,53

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Hypotek	11,67%	565 750 096
Landshypotek	10,94%	530 052 905
SBAB	10,09%	489 322 533
Svenska staten	10,03%	486 317 728
Danske Hypotek AB	7,61%	368 950 378
Stadshypotek	5,84%	282 991 484
Sparbanken skåne	4,95%	239 956 457
Vasakronan Fastighet	4,86%	235 560 746
PostNord AB	4,03%	195 420 160
Ålandsbanken	3,87%	187 360 980

**Förfallostruktur**

# Företagsobligationskonsortiet

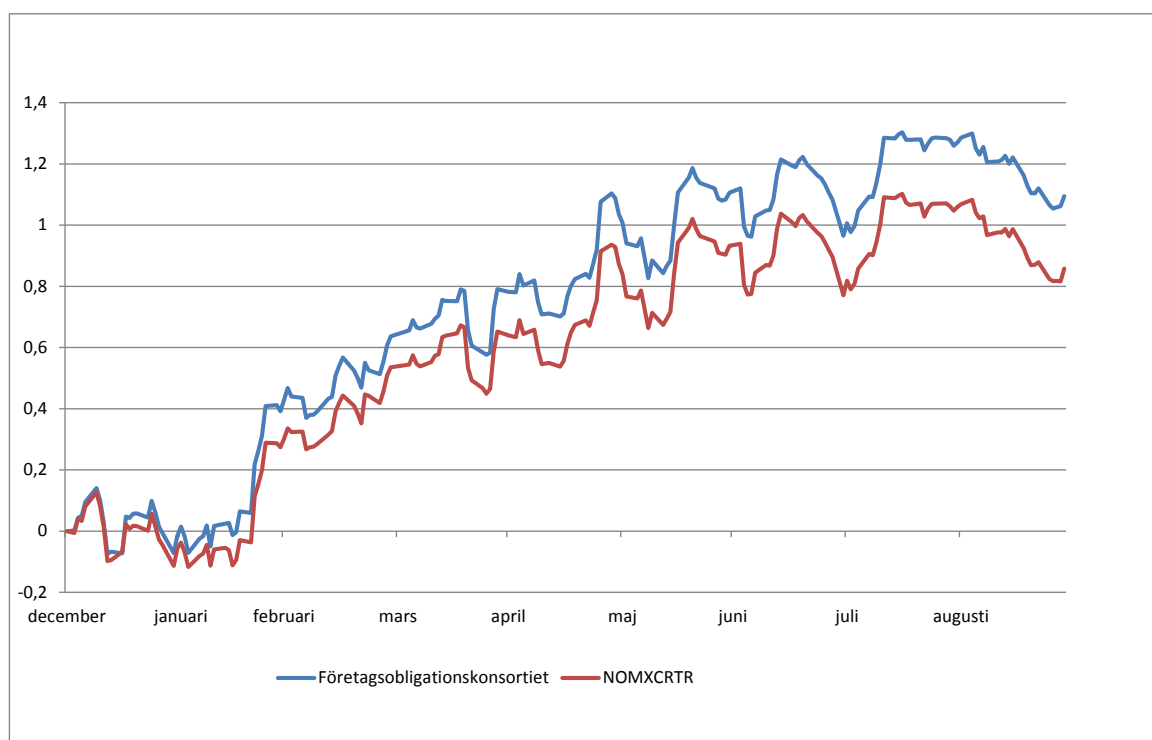
Aktiv förvaltning av svenska företagsobligationer. Konsortiet startades 1 juni 2013. Den genomsnittliga räntebindningstiden är cirka 3 år.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-09-28	2 573 940
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 578 832
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	2 780 656
Andelar (antal)	2018-09-28	2 444 899
Andelsvärde inkl. utdelning		1 053
Andelsvärde exkl. utdelning		1 039

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-0,19 (-0,21)
3 mån (%)	-0,01 (-0,07)
Sedan årets start (%)	1,09 (0,86)

## Avkastning (januari – september) (%)



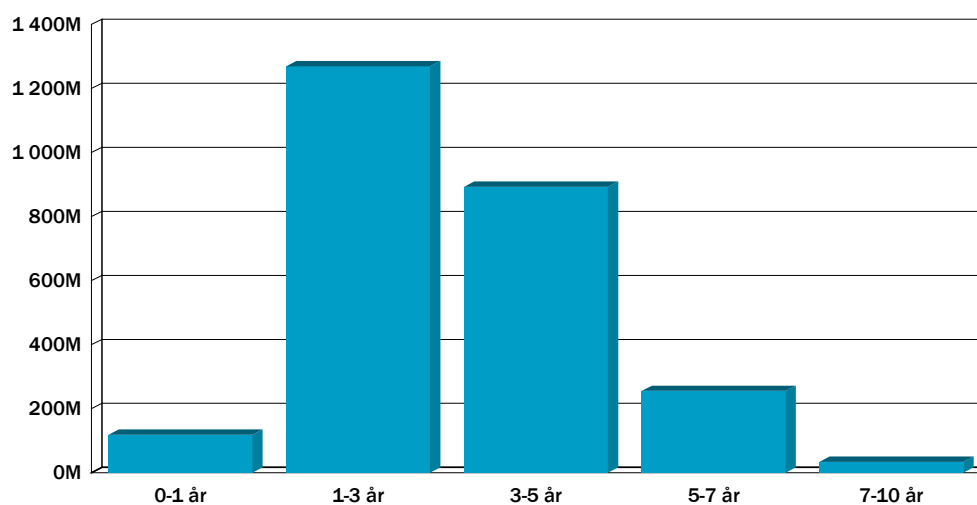


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	1,31 (1,29)
Sharpekvot*	0,98 (0,67)
Informationskvot*	1,81
Informationskvot 12-månaderstal	2,31
Tracking error (%)*	0,23
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,12
Duration	2,55

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Fortum värme	6,12%	156 279 279
Hufvudstaden	4,77%	121 808 992
Castellum	4,76%	121 753 341
Willhem	4,62%	118 022 140
Volvo Finans	4,36%	111 351 182
Santander	4,01%	102 443 892
Nordea Hypotek	3,84%	98 027 243
Sandvik	3,51%	89 754 625
LeasePlan	2,77%	70 683 503
Svensk Hypotekspension Fond 1 AB	2,66%	67 866 485

**Förfallostruktur**

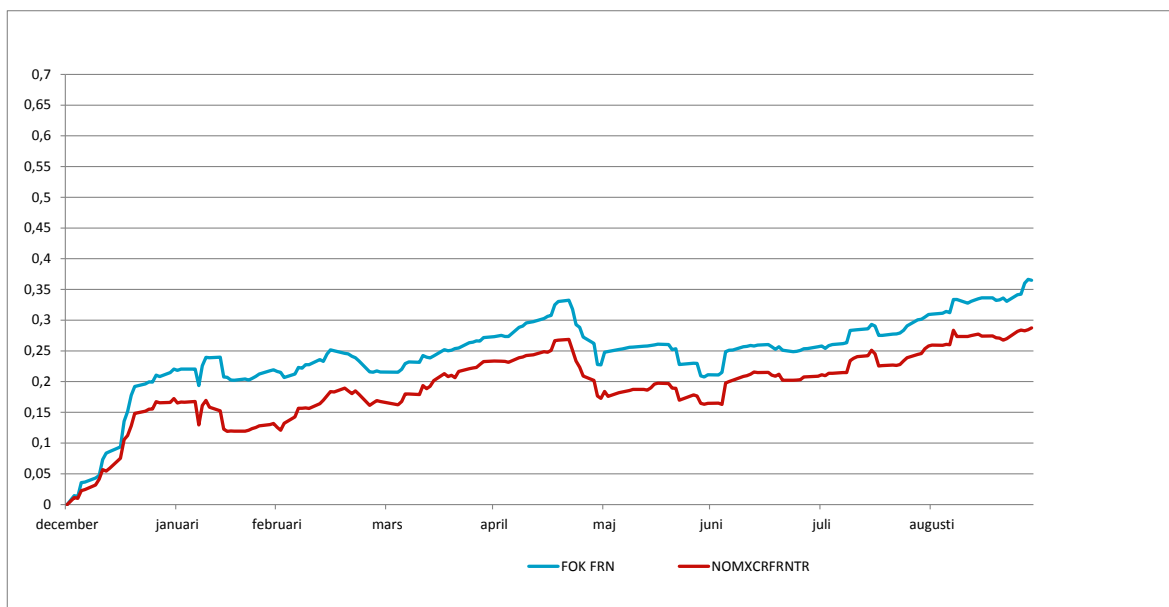
# Företagsobligationskonsortiet FRN

Kammarkollegiet erbjuder kapitalförvaltning i Företagsobligationskonsortiet FRN, som är en portfölj bestående av företagsobligationer i svenska kronor med rörlig ränta. Konsortiets jämförelseindex är NasdaqOMX Credit FRN SEK vilket speglar företagsobligationsmarknaden för rörlig ränta i svenska kronor. Företagsobligationskonsortiet FRN kan jämföras med bankernas kredit- och företagsobligationsfonder med rörlig ränta. Företagsobligationskonsortiet FRN startades 2017.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-09-28	288 237
Förmögenhet föregående månad (tkr)		288 081
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	263 668

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	0,05 (0,03)
3 mån (%)	0,15 (0,12)
Sedan årets start (%)	0,36 (0,29)

## Avkastning (januari – september) (%)

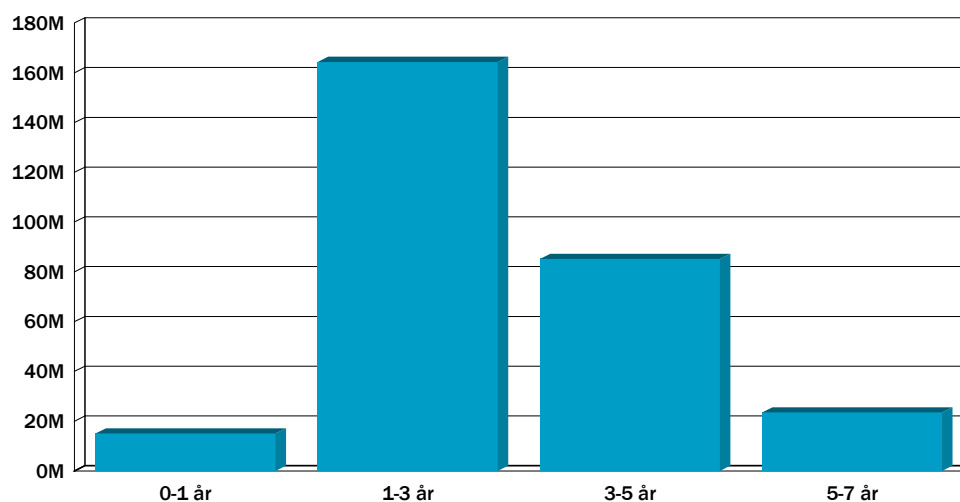


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	0,24 (0,20)
Sharpekvot*	5,56 (6,55)
Tracking error (%)*	0,11
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,12

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

Största enskilda innehav	Andel %	Marknadsvärde (kr)
Nordea Bank	7,35%	21 199 526
Deutsche Bahn Finance	7,31%	21 083 685
Rikshem	6,37%	18 353 606
Länsförsäkringar Bank	6,02%	17 338 496
Willhem	5,60%	16 131 243
Vasakronan Fastighet	5,57%	16 052 102
Specialfastigheter Sverige AB	5,24%	15 108 812
Kinnevik	4,24%	12 207 438
Volvo Finans	4,22%	12 162 445
Sveaskog MTN	4,19%	12 066 549

**Förfallostruktur**

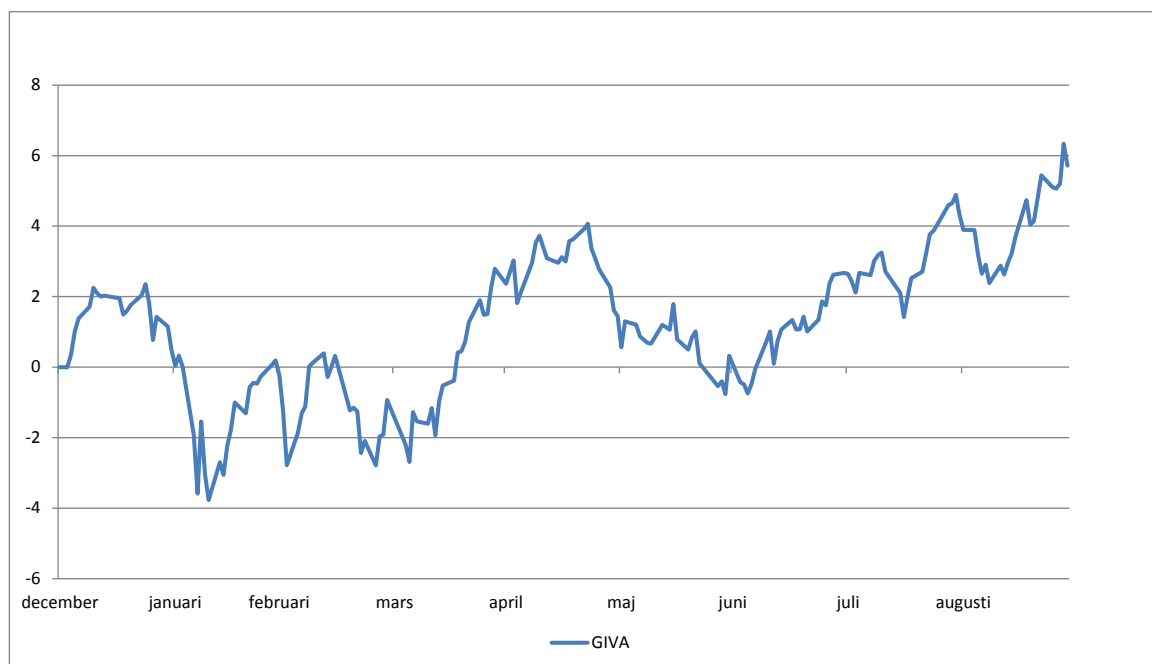
# Stiftelsekonsortiet GIVA

Stiftelsekonsortiet GIVA vänder sig främst till stiftelser i behov av utdelningsbara medel. Målsättningen är en årlig utdelningstakt kring 4,5 procent av kapitalet och en risk motsvarande 2/3 av risken på aktiemarknaden. Konsortiet investerar i aktier och företagsobligationer och dessutom säljs köpoptioner mot aktieinnehaven vilket ytterligare minskar risken och ökar de utdelningsbara medlen.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-09-28	747 415
Förmögenhet föregående månad (tkr)		734 525
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	705 716
Andelar (antal)	2018-09-28	723 147
Andelsvärde inkl. utdelning		1 034
Andelsvärde exkl. utdelning		1 029

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	1,76
3 mån (%)	5,38
Sedan årets start (%)	5,72

## Avkastning (januari – september) (%)



**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	6,59
Sharpekvot*	1,26

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Hennes & Mauritz B	8,35%	62 411 200
Volvo B	7,15%	53 435 837
TeliaSonera	6,83%	51 084 189
SEB A	6,55%	48 945 664
Nordea Bank	6,06%	45 330 480
Handelsbanken A	4,06%	30 310 082
ABB Ltd	3,92%	29 286 180
Skanska B	2,98%	22 264 202
NCC B	2,86%	21 364 403
LM Ericsson B	2,69%	20 116 845

**Utdelning**

Utdelning 171215	1,30%
Utdelning 180413	3,24%
Utdelning 180815	1,95%

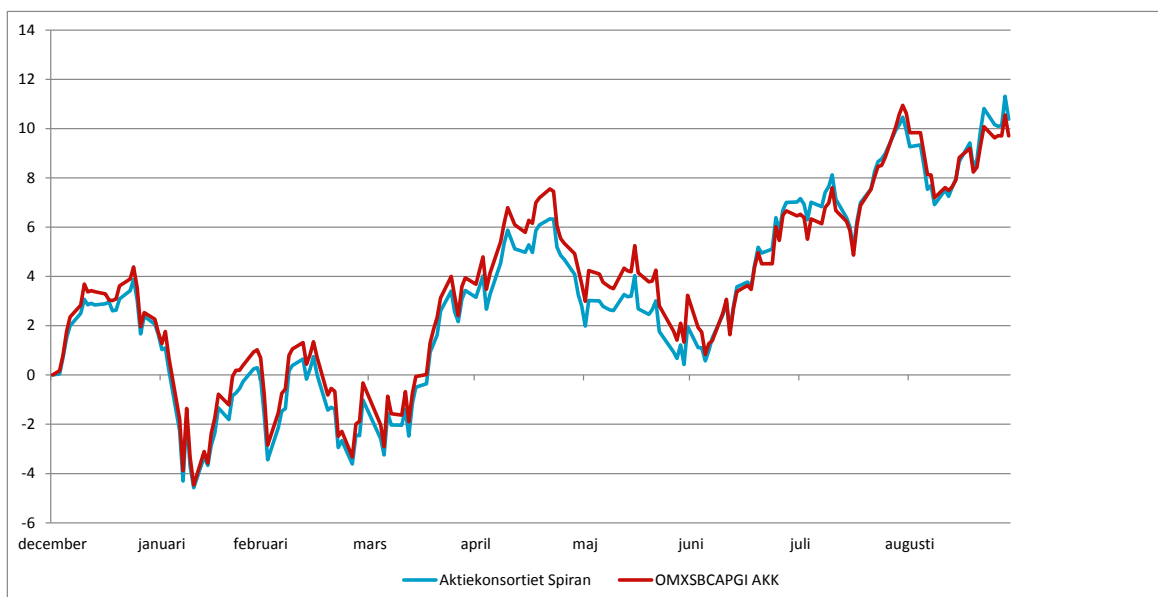
# Aktiekonsortiet Spiran

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-09-28	1 217 794
Förmögenhet föregående månad (tkr)		1 205 523
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	1 053 653
Andelar (antal)	2018-09-28	147 390
Andelsvärde inkl. utdelning		8 262
Andelsvärde exkl. utdelning		8 002

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	1,02 (-0,12)
3 mån (%)	8,25 (6,26)
Sedan årets start (%)	10,38 (9,70)

## Avkastning (januari – september) (%)

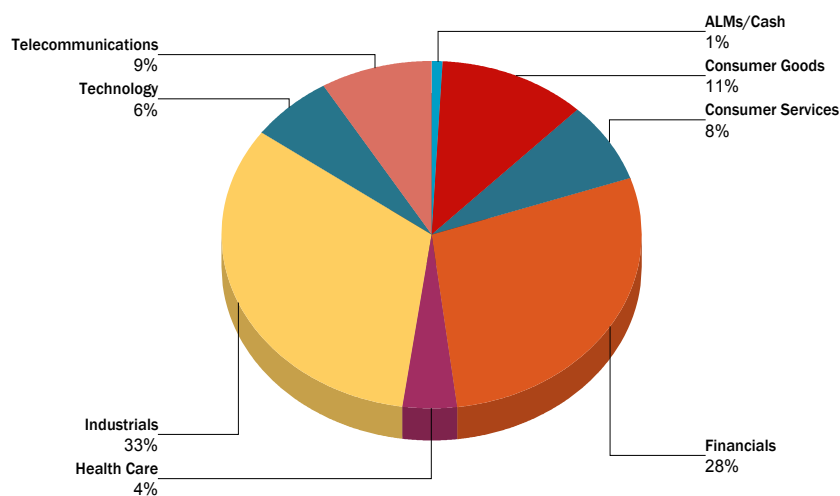


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	11,43 (11,09)
Sharpekvot*	0,87 (0,95)
Informationskvot*	-0,34
Informationskvot 12-månaderstal	0,06
Tracking error (%)*	1,75
Tracking error 12-månaderstal (%)	1,65

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Bank	9,81%	118 186 054
Volvo B	9,32%	112 326 500
SEB A	6,75%	81 302 072
Hennes & Mauritz B	6,63%	79 842 320
LM Ericsson B	6,30%	75 895 970
TeliaSonera	5,78%	69 686 026
Essity	4,88%	58 831 273
Sandvik	4,65%	56 001 250
Skanska B	4,27%	51 492 948
Atlas Copco B	3,25%	39 167 931

**Branschfördelning**

# Aktiekonsortiet Sverige

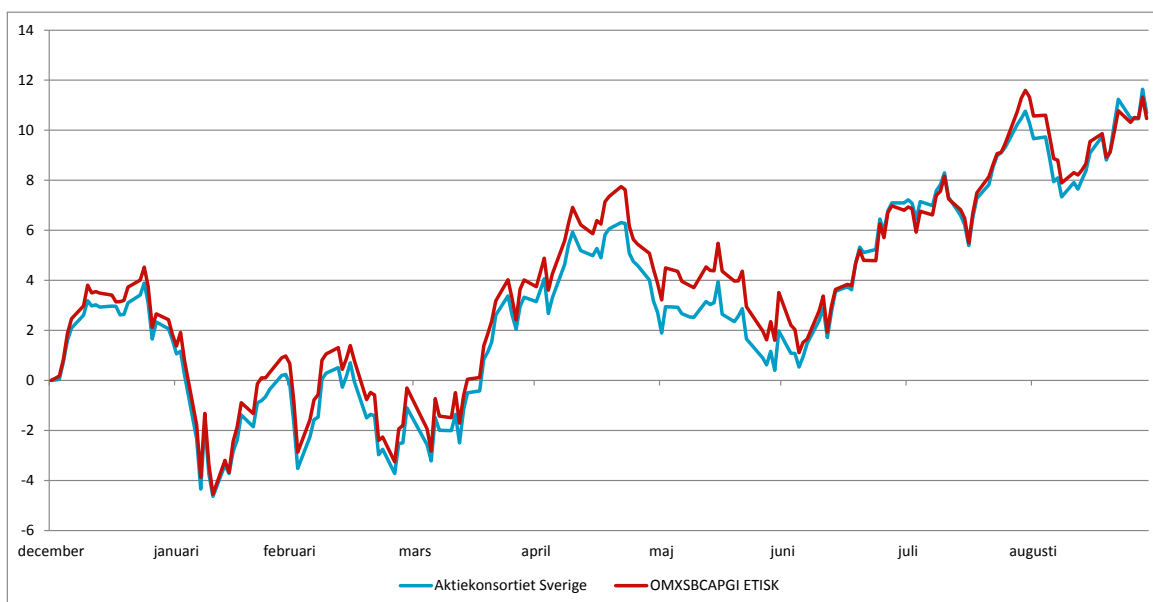
Aktiv förvaltning av svenska aktier. Konsortiets jämförelseindex utgörs av det vanligaste indexet på börsen som innehåller närmare 300 bolag.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-09-28	3 792 809
Förmögenhet föregående månad (tkr)		3 757 208
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	3 661 974
Andelar (antal)	2018-09-28	469 644
Andelsvärde inkl. utdelning		8 076
Andelsvärde exkl. utdelning		7 824

## Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	0,95 (-0,10)
3 mån (%)	8,55 (6,71)
Sedan årets start (%)	10,70 (10,46)

## Avkastning (januari – september) (%)



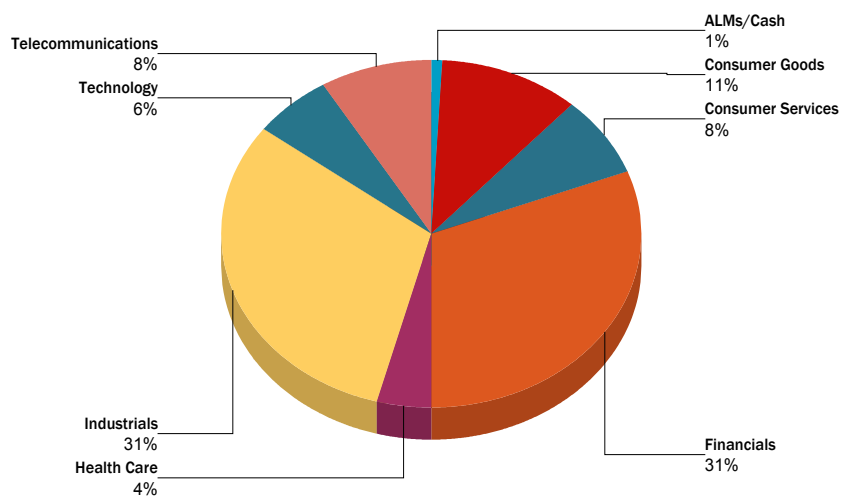


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	11,47 (11,18)
Sharpekvot*	0,85 (0,95)
Informationskvot*	-0,55
Informationskvot 12-månaderstal	-0,14
Tracking error (%)*	1,65
Tracking error 12-månaderstal (%)	2,84

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Bank	9,53%	357 533 797
Volvo B	8,71%	326 825 813
LM Ericsson B	6,41%	240 522 237
SEB A	6,34%	237 915 197
Hennes & Mauritz B	6,16%	231 095 534
TeliaSonera	5,68%	212 931 040
Essity	4,62%	173 413 580
Investor B	4,29%	161 126 235
Skanska B	4,27%	160 134 963
Sandvik	4,18%	156 799 714

**Branschfördelning**

# Aktieindexkonsortiet Sverige

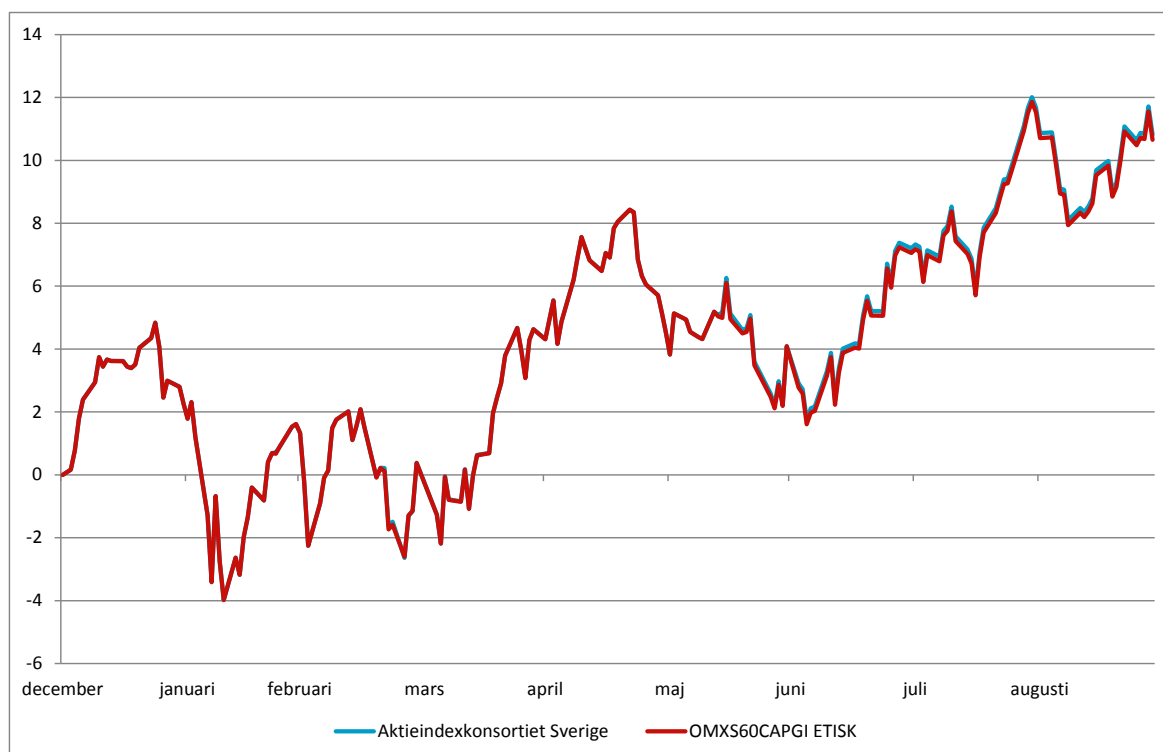
Passiv förvaltning av de 30 mest omsatta aktierna i en portfölj som helt följer börsens svängningar.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-09-28	1 928 018
Förmögenhet föregående månad (tkr)		1 928 747
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	1 946 779
Andelar (antal)	2018-09-28	10 073 248
Andelsvärde inkl. utdelning		191
Andelsvärde exkl. utdelning		185

## Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	-0,04 (-0,04)
3 mån (%)	6,47 (6,31)
Sedan årets start (%)	10,82 (10,66)

## Avkastning (januari – september) (%)

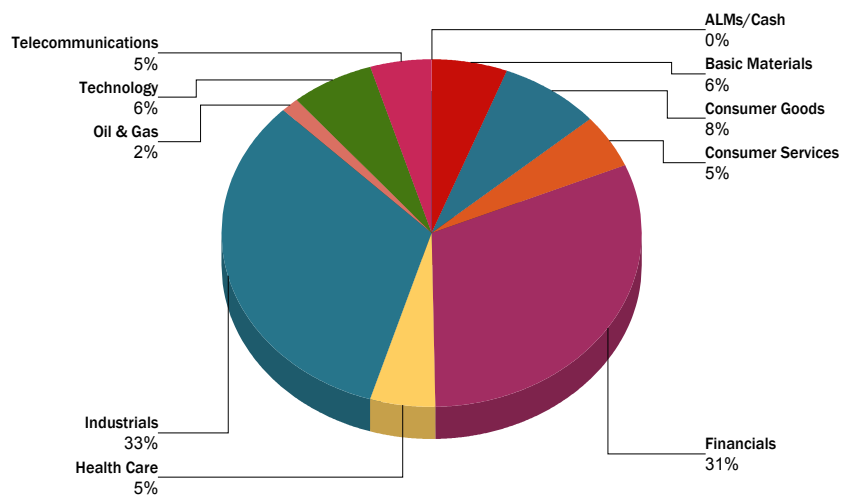


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	11,48 (11,47)
Sharpekvot*	0,79 (0,78)
Informationskvot*	0,99
Informationskvot 12-månaderstal	1,13
Tracking error (%)*	0,07
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,14

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Bank	8,09%	155 844 447
Volvo B	6,76%	130 232 915
LM Ericsson B	6,32%	121 874 806
Swedbank A	5,01%	96 565 861
Investor B	4,49%	86 547 632
Assa Abloy AB	4,33%	83 412 042
Atlas Copco A	4,32%	83 273 198
Sandvik	4,23%	81 598 869
Handelsbanken A	4,14%	79 739 931
SEB A	3,76%	72 559 624

**Branschfördelning**

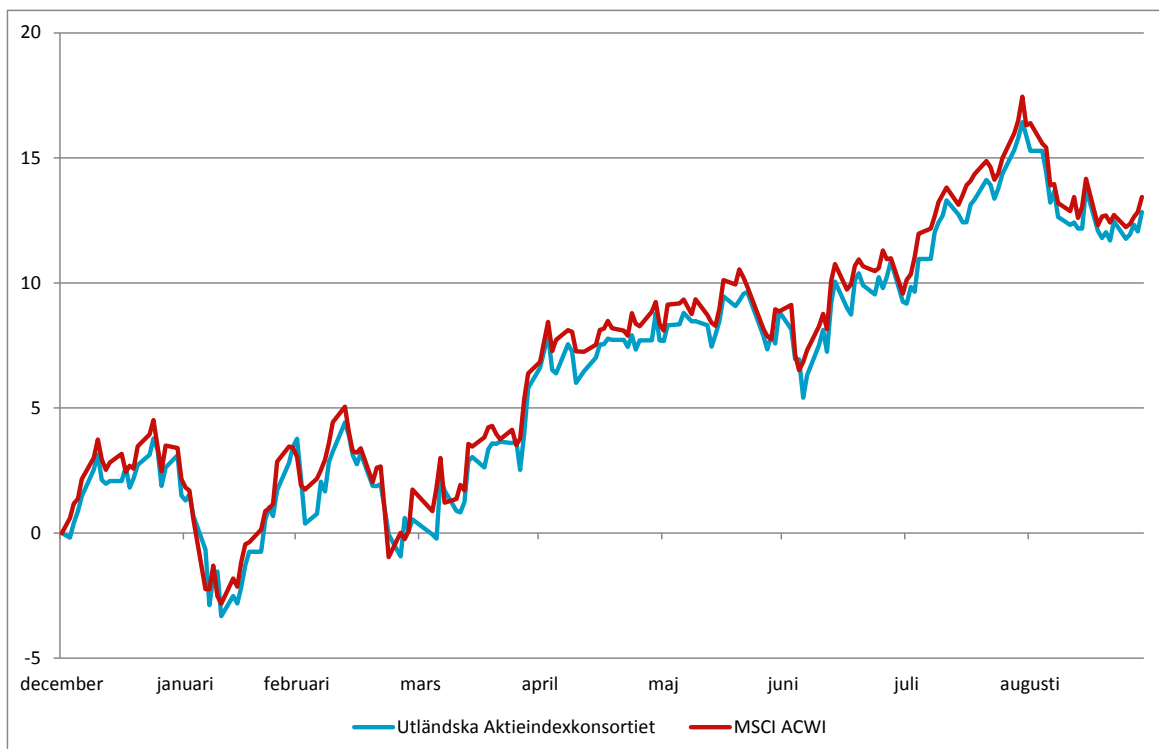
# Aktieindexkonsortiet Utland

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-09-28	2 706 212
Förmögenhet föregående månad (tkr)		2 789 198
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	2 511 038
Andelar (antal)	2018-09-28	289 049
Andelsvärde inkl. utdelning		9 362
Andelsvärde exkl. utdelning		9 075

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-2,12 (-2,54)
3 mån (%)	3,65 (4,20)
Sedan årets start (%)	12,84 (13,44)

## Avkastning (januari – september) (%)

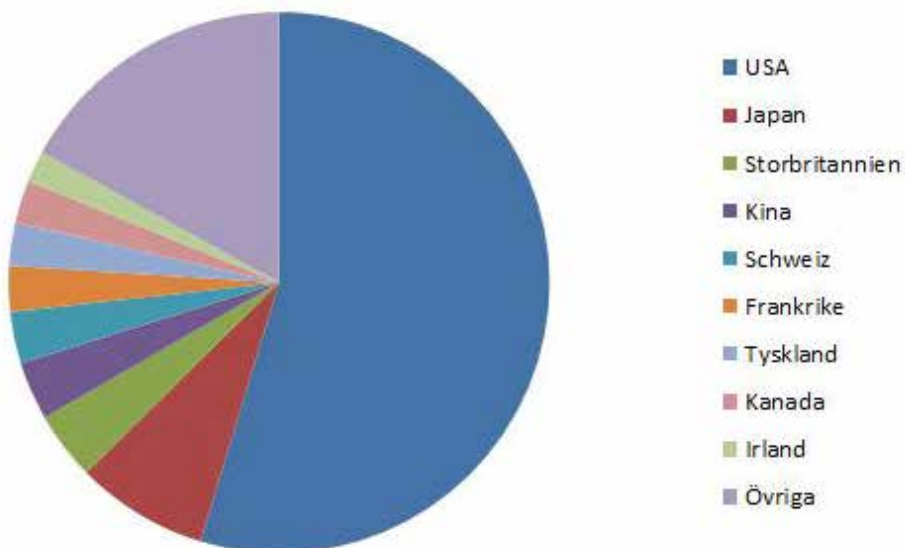


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	11,20 (10,87)
Sharpekvot*	1,33 (1,37)
Informationskvot*	-0,01
Informationskvot 12-månaderstal	-0,28
Tracking error (%)*	2,07
Tracking error 12-månaderstal (%)	3,02

**Största enskilda innehav**

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

**Branschfördelning**

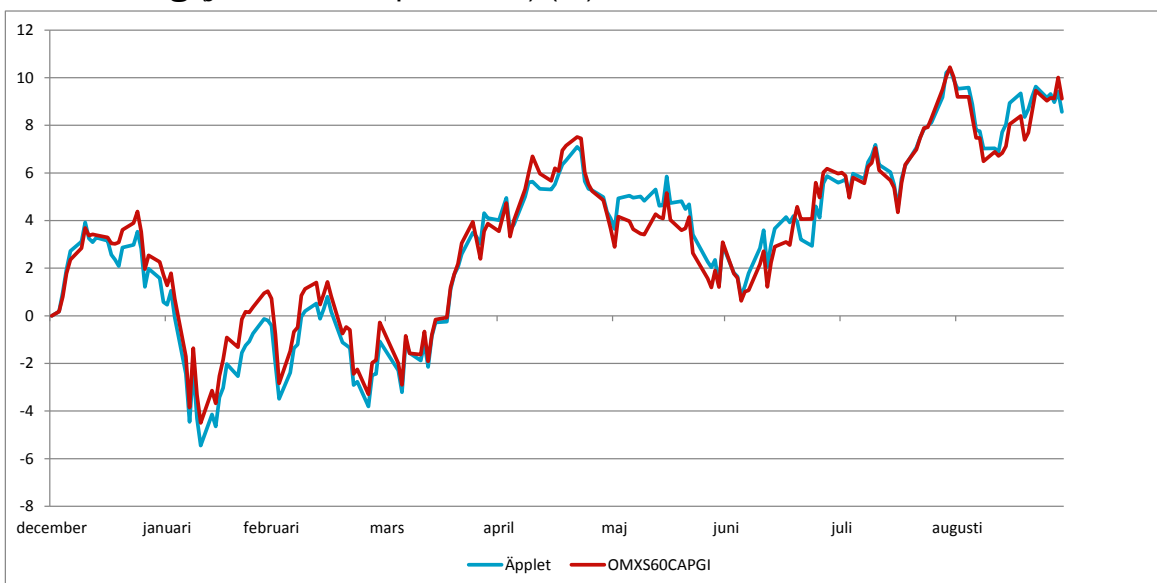
# Aktieindexkonsortiet Äppet

Ett likaviktat aktieindexkonsortium.

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-09-28	95 587
Förmögenhet föregående månad (tkr)		96 442
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	59 853
Andelar (antal)	2018-09-28	82 461
Andelsvärde inkl. utdelning		1 159
Andelsvärde exkl. utdelning		1 131

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-0,89 (-0,07)
3 mån (%)	5,44 (5,84)
Sedan årets start (%)	8,56 (9,12)

## Avkastning (januari – september) (%)

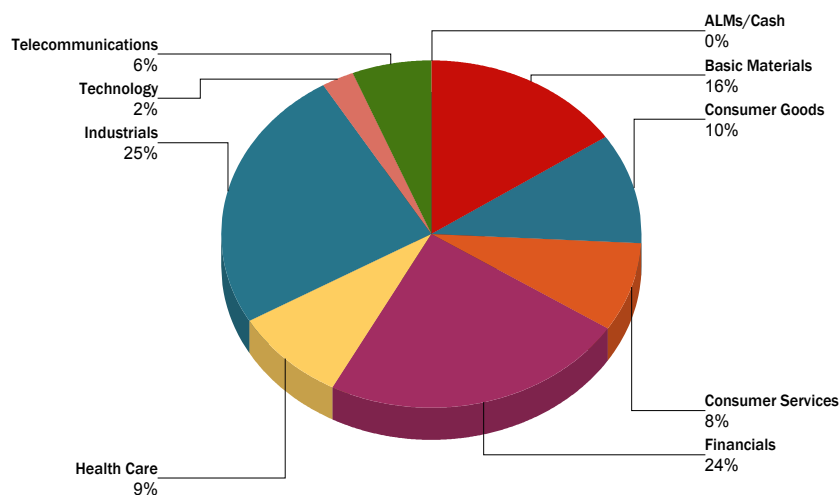


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	8,42 (8,52)
Sharpekvot*	1,32 (1,26)
Tracking error (%)*	3,19
Tracking error 12-månaderstal (%)	2,73

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Alfa Laval	2,38%	2 272 148
Hexpol B	2,37%	2 264 192
LM Ericsson B	2,36%	2 254 469
Fastighets Balder B	2,36%	2 251 458
Svenska Cellulosa B	2,36%	2 250 746
Hennes & Mauritz B	2,34%	2 236 292
Holmen B	2,24%	2 142 995
Fabege	2,24%	2 142 143
Swedish Orphan Biovitrum	2,24%	2 142 140
Swedbank A	2,24%	2 138 012

**Branschfördelning**

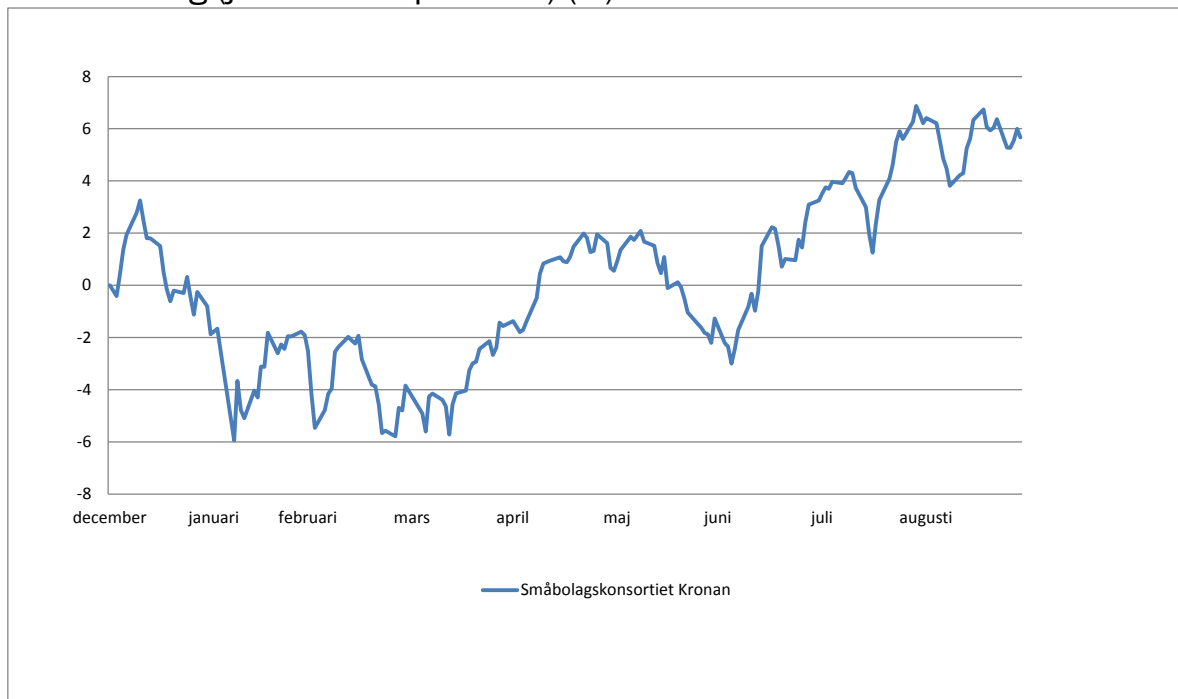
# Aktiekonsortiet Kronan

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

Förmögenhet		Total
Förmögenhet (tkr)	2018-09-28	179 996
Förmögenhet föregående månad (tkr)		181 268
Förmögenhet (tkr)	2017-12-31	130 675
Andelar (antal)	2018-09-28	169 086
Andelsvärde inkl. utdelning		1 065
Andelsvärde exkl. utdelning		1 038

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-0,70 (0,00)
3 mån (%)	7,03 (0,00)
Sedan årets start (%)	5,67 (0,00)

## Avkastning (januari – september) (%)



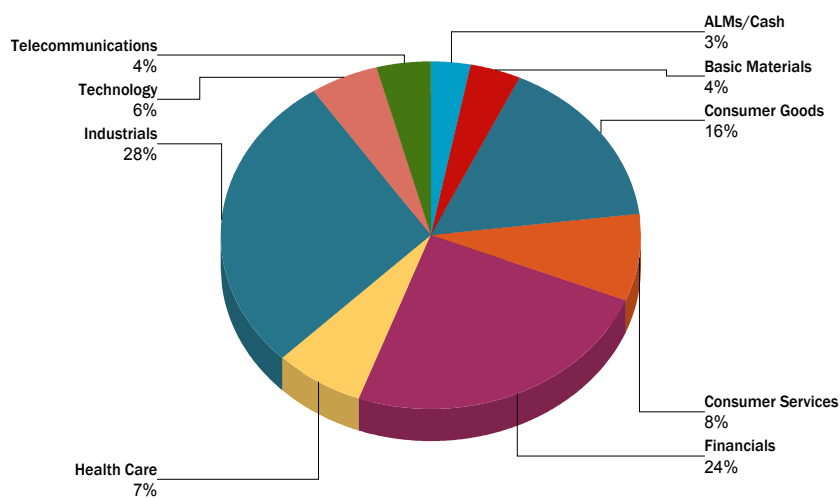


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	7,56 (0,00)
Sharpekvot*	0,89 (0,00)
Tracking error (%)*	7,56
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,61

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Bravida Holding	5,06	8 748 000
NCC B	4,96	8 588 633
Hoist Finance	4,89	8 458 297
Ambea	4,77	8 252 789
Hufvudstaden A	4,69	8 112 000
Fastighets Balder B	4,68	8 096 371
Kungsleden	4,60	7 960 619
Getinge B	4,57	7 915 520
Hemfosa Fastigheter	4,50	7 784 263
Duni	4,49	7 767 127

**Branschfördelning**







KAMMARKOLLEGIET