



**Tredje AP-fonden**  
**Delårsrapport**  
**1.1–30.6 2001**

# VD-ord

## Portföljanpassningen fullbordad

Vid årsskiftet fick jag och mina medarbetare ta hand om en portfölj vars sammansättning präglades av de restriktiva regler som tidigare gällde för AP-fonderna. Vårt uppdrag från riksdagen var att lägga om förvaltningen av kapitalet så att största möjliga nytta kunde skapas för det nya pensionssystemet. Våra egna analyser visade att det fanns möjligheter att förbättra buffertfondernas bidrag till stabiliteten i pensionssystemet. Nyckeln var att bygga upp en globalt väldiversifierad portfölj med en bredd av olika tillgångar. Men då krävdes stora portföljomflyttningar i en initialportfölj som var för ensidigt inriktad på svenska statsobligationer.

Tack vare ett omfattande förberedelsearbete kunde anpassningen av portföljen sätta igång omedelbart efter årsskiftet. Svenska räntebärande tillgångar och aktier avyttrades för att kunna skapa utrymme för utländska tillgångar med en bred regional spridning.

Att fullborda denna portföljanpassning har varit en komplicerad process, inte minst administrativt. Mycket stora belopp har omsatts. Många funktioner och parter har varit inblandade, exempelvis ny depåbank och flera externa förvaltare. Fondens värdepappersadministration har på kort tid anpassats för att kunna hantera en mängd nya typer av finansiella instrument. Jag kan nu med tillfredsställelse konstatera att tack vare rigorösa förberedelser samt kompetenta och erfarna medarbetare har de nödvändiga portföljomflyttningarna kunnat slutföras utan vare sig tekniska eller administrativa komplikationer.

Portföljomflyttningarna har genomförts i en turbulent finansiell miljö med kraftiga kursnedgångar på aktiemarknaderna världen över. Värdet på fondkapitalet, justerat för

inflöden av pensionsavgifter, minskade med 3,4 procent under första halvåret. Detta kan jämföras med en minskning på 2,6 procent om vi behållit startportföljen.

Med detta utfall för handen skulle man kunna säga att det hade varit något bättre att inte genomföra portföljomflyttningarna och i stället ligga kvar med startportföljen ytterligare ett tag. Men detta hade varit fel – till och med direkt oansvarigt – med de kunskaper vi hade om vilken långsiktig strategi som bäst uppfyller vårt åtagande.

Eftersom vi lever i en värld av osäkerhet är det viktigt att ha ett ödmjukt förhållningssätt till kapitalförvaltning. Exakt när det bästa tillfället att öka aktieandelen inträffar – det vet vi bara i efterhand. För att sprida riskerna har vi i stället valt att gradvis öka aktieandelen enligt en på förhand uppgjord plan.

När nu anpassningen av portföljen är avklarad är det möjligt för oss att öppet redogöra för detaljerna i fondens placeringspolicy. Hädanefter kommer fonden halvårsvis att lämna utförlig information om referensportfölj, resultat och värdepappersinnehav.

Om du vill veta mer om vår verksamhet och organisation rekommenderar jag ett besök på vår nätplats [www.ap3.se](http://www.ap3.se). Här finner du bland annat en fullständig förteckning av fondens värdepappersinnehav vid halvårsskiftet. Hittar du inte svaret på din fråga är du välkommen att höra av dig till [info@ap3.se](mailto:info@ap3.se).

Stockholm den 28 augusti 2001

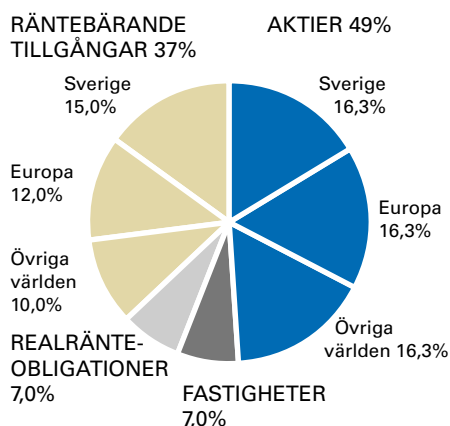


Tomas Nicolin  
Verkställande direktör

# Sammanfattning

- Fonden erhöll vid årsskiftet en portfölj om 134,0 miljarder kronor. Värdet på denna portfölj uppgick den 2001-06-30 till **131,5 miljarder** kronor inklusive ett nettoinflöde av pensionsavgifter på 2,1 miljarder kronor.
- Fondens **avkastning** för årets första sex månader, korrigerat för inflöden, uppgick till **-3,4 procent**. För den likvida delen av portföljen – som exkluderar fastigheter – var avkastningen -3,6 procent, att jämföra med avkastningen för fondens jämförelseindex på -3,4 procent.
- Avkastningen för den **svenska aktieportföljen** uppgick till -10,8 procent, vilket var **1,6 procentenheter bättre än jämförelseindex**. Övriga delportföljer har utvecklats i linje med respektive index. Taktisk tillgångsallokering (viktning aktier/räntebärande) har givit ett negativt bidrag till den aktiva avkastningen genom att fonden har legat överviktad i aktier under delar av första halvåret.
- Ett **omfattande analysarbete** ligger bakom vårt val av tillgångsfördelning. Vi har studerat cirka 100 000 olika möjliga utvecklingsbanor för pensionsystemet 15–25 år framåt i tiden.
- Slutsatsen av dessa studier är att en **väl diversifierad portfölj** med 49 procent aktier, 37 procent räntebärande tillgångar, 7 procent fastigheter och 7 procent realränteobligationer är en tillgångsmix som är väl anpassad till fondens åtagande som buffert i pensionssystemet. Cirka 45 procent av kapitalet placeras i Sverige, resten utomlands.

## AP3s referensportfölj



- Huvuddelen av de portföljomflyttningar som var nödvändiga för att uppnå ovanstående strategiska portföljmix genomfördes under första kvartalet i år. Vid halvårsskiftet var **portföljanpassningen fullbordad**.
- Bland annat av hänsyn till läget på valutamarknaden med en svag krona och en stark USA-dollar har vi **avvaktat med att fullt ut öka valutaexponeringen** till de 15 procent som är maxgränsen för 2001. Den andel av portföljen som var exponerad för utländsk valuta uppgick vid halvårsskiftet till 8 procent.
- Antalet medarbetare ökade under första halvåret från 29 till 34. Dessutom hade ytterligare 4 personer accepterat erbjudanden om anställning på fonden. Vi har för närvarande **inget ytterligare rekryteringsbehov**.

# Hur skapas störst nytta för pensionssystemet? Så bestämdes den optimala portföljmixen

**En väldiversifierad portfölj med 49 procent aktier, 37 procent räntebärande tillgångar, 7 procent fastigheter<sup>1</sup> och 7 procent realränteobligationer är en tillgångsmix som är väl anpassad till fondens åtagande som buffert i pensionssystemet. Cirka 45 procent av kapitalet placeras i Sverige, resten utomlands.**

Fondens analytiker har genomfört en så kallad ALM-studie (Asset/Liability Modellering, på svenska talar man om skuldanpassad kapitalförvaltning) där vi har studerat hur portföljer med olika tillgångsmix klarar fondens åtagande i olika scenarier. Den portfölj som uppvisade bäst egenskaper valdes ut och fastställdes som referensportfölj av fondens styrelse.

ALM-analys används av bland annat pensionsfonder och försäkringsbolag för att bestämma den långsiktiga strategiska allokeringen av tillgångarna. Analysen syftar till att belysa sambanden mellan fondens tillgångsida (avkastning på fondkapitalet) och åtagandesida (belastning på buffertfonderna). Denna kunskap är viktig för att kunna minska risken i förvaltningen av pensionskapitalet. Till följd av AP-fondernas mycket speciella åtagande som buffert i

## Variation i studerade portföljer

	Min	Max
<b>Aktier</b>		
Sverige	3	55
Europa	0	18
Resten av världen	0	18
<b>Räntebärande</b>		
Sverige	12	43
Europa	0	16
Resten av världen	0	23
<b>Fastigheter</b>	<b>5</b>	<b>12</b>
<b>Realränteobligationer</b>	<b>5</b>	<b>10</b>
<b>Kassa</b>	<b>0</b>	<b>31</b>

det allmänna pensionssystemet har det krävts ett omfattande arbete med att modellera de mekanismer som kan leda till att AP-fondskapitalet tas i anspråk. I AP3s årsredovisning för 2000 (kan laddas ner på [www.ap3.se](http://www.ap3.se)) återfinns en mer detaljerad beskrivning av fondens ALM-studie.

Med hjälp av den framtagna modellen studerade vi hur portföljer med olika tillgångsmix skulle påverka utfallet för ett antal nyckeltal av central betydelse för pensionssystemet, såsom fondstyrka<sup>2</sup> och pensionssystemets överskott<sup>3</sup>. För att göra beräkningarna hanterliga detaljstuderades tolv portföljer, varav en var den initialportfölj som fonden skulle erhålla vid årsskiftet. De utvalda portföljerna var samtliga globalt väldiversifierade, inom ramen för placeringsreglerna samt hade en god risk/avkastningsprofil. Urvalet av studerade portföljer påverkades också av praktiska hänsyn, till exempel initialportföljens sammansättning.

Målet var att identifiera vilken portfölj som skulle ge ett bra förväntat utfall vid ett måttligt risktagande. Tidshorisonten i beräkningarna var 15–25 år. Variationen i tillgångsmix för de studerade portföljerna

<sup>1</sup> Observera att fondens innehav av fastigheter (via aktier i fastighetsbolaget AP-fastigheter) redovisas i bruttotermer. Detta innebär att man värderar innehavet utifrån värdet på de fastigheter som bolaget äger och betraktar finansieringen separat. Alternativet nettoredovisning innebär att man redovisar nettot mellan värdet på bolagets fastighetsinnehav och dess finansiering (det vill säga fastighetsbolagets eget kapital).

<sup>2</sup> Fondstyrka är buffertfondernas marknadsvärde dividerat med pensionsutbetalningarna under samma år.

<sup>3</sup> Pensionssystemets överskott definieras som differensen mellan systemets tillgångar och skulder. Tillgångssidan består av buffertfondernas tillgångar plus avgiftsförmögenheten. Avgiftsförmögenheten är årets avgiftsintäkter gånger omsättningstiden. Omsättningstiden definieras som den tid det dröjer innan en genomsnittlig inbetald krona betalas ut som pension.

beskrivs i tabellen på föregående sida. Beräkningsarbetet var mycket omfattande. Totalt studerades omkring 100 000 scenarier.

### **Strävan mot god balans över tiden**

Genom simuleringarna kunde vi studera pensionssystemets utveckling i olika ekonomiska och demografiska scenarier. Vissa portföljer gav ett gynnsamt utfall på kort sikt, men skapade problem på längre sikt. Andra passade bra för en viss typ av demografisk utveckling, men visade sämre resultat i andra scenarier. Vi strävade efter att identifiera en portföljmix där utfallen uppvisade en bra balans över tiden i olika demografiska scenarier.

I simuleringarna påvisades generellt sett goda egenskaper för portföljer som innehöll 45–55 procent aktier, en bred regional mix av obligationer samt fastigheter och realränteobligationer. Jämfört med portföljer med en lägre aktieandel, gav dessa portföljer en betydligt högre sannolikhet för gynnsamma utfall för pensionssystemet – utan att nämnvärt öka risken för dåliga utfall.

Efter en analys av de olika portföljernas egenskaper, kunde vi identifiera den portfölj som var särskilt väl anpassad för vår roll som buffert i pensionssystemet. Denna kunde sedan fastställas som fondens referensportfölj av styrelsen vid dess möte den 2/10 2000. Tillgångsfördelningen i denna portfölj finns redovisad på sidan 3.

### **Valutasäkring av utländska tillgångar**

Under 2001 gäller restriktionen att maximalt 15 procent av fondkapitalet får exponeras för valutarisk. För att kunna uppnå den önskade andelen utländska tillgångar i portföljen krävdes därför en omfattande valutasäkring.

Vi analyserade effekterna av olika valutasäkringskvoter på portföljens risk och

avkastning för aktier respektive obligationer. Denna analys fick sedan vägas samman med lagens restriktioner. Slutsatsen var att obligationer skulle valutasäkras till 100 procent och aktier till 60 procent. Efter beaktande av läget på valutamarknaden med en svag krona och en stark USA-dollar beslutade dock fonden att tillfälligt höja andelen valutasäkring på utländska aktier till 80 procent. Detta riktmärke för valutasäkring av aktier bibehölls sedan under hela första halvåret.

Jämför man egenskaperna hos referensportföljen och fondens initialportfölj ser man tydligt hur de nya placeringsreglerna förbättrar AP-fondernas möjligheter att bidra till stabiliteten i pensionssystemet. Referensportföljen uppvisar ett förväntat överskott i pensionssystemet för 2024 (se definition i fotnoten på sidan 4) som är 400 miljarder kronor högre än för initialportföljen, motsvarande en förbättring på drygt 30 procent. Samtidigt minskar risken, mätt som utfallet i de 5 procent av fallen som uppvisade sämst resultat.

### **Årlig ALM-studie**

I takt med att nya uppgifter om bland annat demografi och pensionssystemets tillstånd kommer in, blir det nödvändigt att uppdatera fondens ALM-analys. Vi kommer också att avsätta betydande analysresurser för att utveckla och fördjupa modellarbetet i syfte att skapa en så rättvisande bild av verkligheten som möjligt. Dessutom kommer förnyade beräkningar av optimala valutasäkringskvoter att krävas i takt med att lagstiftningen tillåter en ökad andel valutarisk i portföljen.

Fonden strävar efter att årligen genomföra en ALM-studie. Dessa förnyade beräkningar kan också komma att leda till förändringar av referensportföljens sammansättning.

# Hur gick det till?

## Anpassning från initialportfölj till referensportfölj

**Fonden har gått från en i huvudsak inhemsk portfölj dominerad av statsobligationer till en globalt väldiversifierad portfölj med en betydligt högre aktieandel.**

I stora drag innebar portföljomflyttningarna försäljning av svenska aktier (netto cirka 8 miljarder kronor) och räntebärande tillgångar (cirka 55 miljarder kronor) samt köp av utländska aktier (cirka 40 miljarder kronor) och räntebärande tillgångar (cirka 20 miljarder kronor).

Processen har inneburit att stora belopp omsatts. Många parter och funktioner har varit inblandade, både inom och utanför fonden. Valuta- och kassahanteringen har varit komplex. Dessutom har stora krav ställts på fondens värdepappersadministration som på kort tid har anpassats för att kunna hantera en mängd nya typer av finansiella instrument. Trots dessa tekniska och administrativa utmaningar har anpassningen kunnat genomföras relativt snabbt och utan tekniska komplikationer. Vid halvårsskiftet hade de eftersträlvade vikterna i referensportföljen uppnåtts vad avser huvudtillgångsslagen (svenska och utländska aktier, svenska och utländska räntebärande instrument samt realräntebibliationer och fastigheter).

AP-fondernas nya placeringsregler har föranlett spekulationer om den eventuella marknadspåverkan som skulle kunna bli följden av stora portföljomflyttningar, främst på marknader med begränsad likviditet. Inför årsskiftet genomförde vi analyser av olika marknader som visade att likviditeten allmänt sett inte skulle utgöra ett hinder för de transaktioner som planerades. I efterhand kan vi konstatera att trots en negativ och volatil marknadsutveckling har likviditeten generellt sett inte varit begränsande. Takten i portföljomflyttning-

arna har anpassats efter den aktuella likviditetssituationen. Därmed har fondens transaktionskostnader hållits låga. Begränsningen av marknadspåverkan har också varit önskvärd i ett samhällsekonomiskt perspektiv.

En viktig förutsättning för att anpassningsarbetet kunde genomföras snabbt och smidigt var de omfattande förberedelser som vi vidtog under 2000. Samtliga nyckelpersoner i den nya organisationen fanns på plats tidigt under 2000, vilket möjliggjorde en god framförhållning.

### Anpassningstakt och prioritetsordning

I vilken takt skulle anpassningen av portföljen från initialportföljen till referensportföljen ske? För att avgöra detta har vi vägt olika typer av kostnader mot varandra:

1. *Alternativkostnaden* för att avvika från referensportföljen. Referensportföljen är den långsiktiga fördelning av tillgångarna som ger en optimal risk/avkastningsprofil i förhållande till fondens åtagande i pensionssystemet. Att avvika från denna tillgångsfördelning innebär därför en alternativkostnad genom att en onödigt hög risk bibehålls. Därför var det angeläget att genomföra anpassningen så snabbt som möjligt. Denna kostnad måste dock vägas mot två andra typer av kostnader:
2. *Transaktionskostnader* förknippade med att genomföra affärer på de finansiella marknaderna. Självklara kostnader utgörs till exempel av courtage och spreadar mellan köp och säljkurs. En annan typ av kostnad är risken att ett alltför snabbt agerande med köp/försäljning av stora volymer blir marknadspåverkande på marknader med begränsad likviditet. För att minimera dessa kostnader har vi strävat efter att genomföra portföljomflyttningarna vid tillfällena då likviditeten har varit god.

3. *Timingkostnader* som är risken att en snabb portföljomflyttning genomförs vid ett ofördelaktigt marknadsläge. Vi har därför i viss mån sökt anpassa takten i portföljomflyttningarna till en aktuell bedömning av marknadsutsikterna. I den turbulens som präglade marknadsutvecklingen under det senaste halvåret, har detta inte varit helt lätt. I efterhand kan man konstatera att vi varit för snabba med att öka aktieandelen i portföljen.

Genomförandet av arbetet med att anpassa portföljen byggde på en bedömning av och avvägning mellan dessa kostnader. Bland annat analyserade vi noga kostnaderna för att avvika från referensportföljens vikter för respektive tillgångsslag. Det gällde att så snabbt som möjligt uppnå god riskspridning. Vad lönade sig mest? Rätt vikter för aktier respektive obligationer? Eller rätt fördelning mellan Sverige och utlandet?

Denna analys resulterade i följande prioritetsordning:

- *Prioritet 1*: Rätt fördelning mellan aktier och räntebärande tillgångar
- *Prioritet 2*: Rätt regionala vikter inom tillgångsslaget aktier
- *Prioritet 3*: Rätt regionala vikter inom tillgångsslaget räntebärande
- *Prioritet 4*: Rätt vikter för realränteobligationer och fastigheter

### **Anpassningsarbetet under första kvartalet**

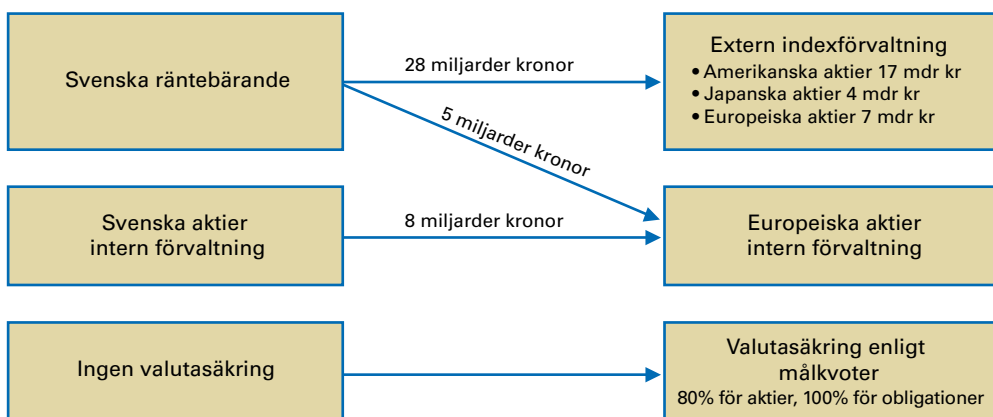
Som ett resultat av det ovan beskrivna analysarbetet kunde styrelsen i början av december fastställa en detaljerad handlingsplan för processen att anpassa portföljen under första kvartalet. Både *prioritet 1* (rätt fördelning mellan aktier respektive räntebärande tillgångar) och *prioritet 2* (rätt regionala vikter för aktier) bedömdes kunna uppnås före första kvartalets utgång.

Planerade och genomförda portföljflöden beskrivs i tablan på nästa sida. För att uppnå *prioritet 1* (rätt vikter för aktier respektive räntebärande tillgångar) krävdes att totalt cirka 33 miljarder kronor fördes över från räntebärande tillgångar till aktier. Initialportföljen innehöll en större post (32 miljarder kronor) av svenska räntebärande tillgångar med kort löptid som snabbt kunde avyttras. Att föra över dessa medel till extern indexförvaltning av amerikanska, japanska och europeiska aktier var det snabbaste och enklaste sättet att uppnå *prioritet 1*.

Inför årsskiftet bedömdes denna portföljförändring kunna genomföras under januari. Men med hänsyn till den volatila marknadssituation som då rådde, och osäkerheten kring utgången av amerikanska centralbanken Federal Reserves räntebeslut i slutet av januari, sköts delar av genomförandet upp till februari. Vid månadsskiftet februari/mars hade dock *prioritet 1* uppnåtts fullt ut, vilket innebar att andelen aktier i portföljen hade ökat från 28 procent till 49 procent. I och med överföringen till indexförvaltning uppnåddes även betydande delar av *prioritet 2* (rätt regionala vikter inom aktier), genom att rätt vikter för amerikanska och japanska aktier erhöles.

Parallellt med denna process arbetade den interna aktieförvaltningen med att slutföra *prioritet 2* (rätt regionala vikter inom aktier). För att erhålla referensportföljens vikter krävdes en avyttring av svenska aktier motsvarande netto cirka 8 miljarder kronor och en motsvarande överföring till den internt förvaltade europeiska aktieportföljen. I och med dessa portföljomflyttningar eftersträvade fonden också att uppnå de aktiva målvikter för sektorer och enskilda aktier som aktieförvaltarnas analyser pekade mot.

## Huvudsakliga portföljflyttningar under första kvartalet



Fondens största köp och försäljningar i den svenska och europeiska aktieportföljen under första halvåret framgår av tabellen på nästa sida.

Enligt den ursprungliga tidsplanen skulle *prioritet 3* (rätt regionala vikter inom räntebärande) ha börjat genomföras under andra kvartalet. Ett antal faktorer bidrog dock till att fonden inledde detta arbete redan under första kvartalet. I början av året var likviditeten på den svenska obligationsmarknaden stundtals mindre ansträngd än vanligt, vilket underlättade de stora transaktioner som fonden skulle genomföra. Dessutom innebar marknads-läget med en historiskt rekordlåg skillnad mellan svenska och europeiska räntor att det tedde sig affärsmässigt attraktivt att sälja svenska och köpa euro-obligationer. Under senare delen av första kvartalet avyttrade fonden svenska statsobligationer för cirka 8 miljarder kronor och köpte euro-obligationer för motsvarande belopp.

De portföljförändringar som genomfördes under första kvartalet innebar att andelen utländska tillgångar i portföljen

ökade från 3 till 45 procent. För att uppnå valutasäkring i enlighet med referensportföljens riktmärken (80 procent för aktier, 100 procent för obligationer) krävdes därför köp av valutaterminer för att neutralisera de exponeringar som erhöles.

### Anpassningsarbetet under andra kvartalet

Vid inledningen av andra kvartalet hade *prioritet 1* (rätt vikt för aktier och räntebärande) och *prioritet 2* (rätt regionala vikter för aktier) klarats av. Dessutom hade *prioritet 4* (rätt vikt för realränteobligationer och fastigheter) uppnåtts – dels tack vare att initialportföljen från början innehöll en portföljandel nära referensportföljens vikt för realränteobligationer, dels till följd av att en reviderad marknadsvärdering av fondens innehav av AP-fastigheter visade sig medföra en exponering nära referensportföljens vikt (7 procent). Den anpassning av portföljen som därmed återstod var *prioritet 3* (rätt regionala vikter inom obligationsportföljen).

På samma sätt som inför första kvartalet fastställde styrelsen en plan där referens-



portföljens vikter justerades vid vissa datum. Eftersom anpassningen av portföljen hade gått snabbare än väntat kunde en betydande förändring i referensportföljen ske redan vid månadsskiftet mars/april. Anpassningsarbetet beräknades nu vara slutfört redan vid halvårsskiftet 2001.

Under andra kvartalet fortsatte arbetet med att bygga upp en globalt väldiversifierad obligationsportfölj. Det innehav av euro-obligationer som fonden till följd av ett gynnsamt marknadsläge hade byggt upp under första kvartalet kunde nu avyttras till förmån för japanska, brittiska och amerikanska obligationer. Därmed undveks den potentiella likviditetsrestriktion som hade kunnat uppstå om omflyttningen hade skett från svenska obligationer. Dessutom inleddes en diversifiering mot kreditobligationer, i första hand till instrument av standardkaraktär och med mycket god rating, till exempel tyska Pfandbriefe och amerikanska Fannie Mae och Freddie Mac.

Vid halvårsskiftet hade samtliga målvikter för huvudtillgångsslagen uppnåtts. Därmed hade ett stort steg tagits mot att anpassa portföljen till den tillgångsfördelning som är långsiktigt optimal i förhållande till fondens åtagande.<sup>5</sup>

Arbetet med att anpassa portföljen inom tillgångsslagen är dock ännu inte avslutat. Bland annat ska andelen indexförvaltning av det kapital som förvaltas av externa förvaltare stegvis minska till förmån för en aktiv förvaltning på de områden där detta bedöms vara lönsamt. För närvarande pågår en upphandling av aktiv extern förvaltning av amerikanska kreditobligationer, japanska aktier samt aktier från de mest utvecklade länderna i Stillahavsasien<sup>6</sup>. Ett annat utvecklingsområde är fondens investeringar i onoterade aktier (private equity) som successivt kommer att byggas upp under de kommande åren.

### Svenska aktier: Största nettoköp och försäljningar. Första halvåret 2001.

Mkr

#### Köp

Nokia	640,8
SKF	572,1
Atlas Copco	377,4
Cardo	368,2
Europolitan	284,4

#### Försäljningar

Ericsson	2386,2
AstraZeneca	1042,0
Volvo	931,5
ABB	832,4
Svenska Handelsbanken	555,7

### Europeiska aktier (intern förvaltning): Största nettoköp och försäljningar. Första halvåret 2001.

Mkr

#### Köp

BP	437,6
Vodafone Airtouch	430,8
Royal Dutch Petroleum	353,6
GlaxoSmithkline	339,8
Nokia	290,1

#### Försäljningar

Danone	12,9
DaimlerChrysler	11,2
Repsol	9,3
Cimpor Cimentos de Portugal	9,1
EMI Group	8,5

<sup>5</sup> Observerva att fondens referensportfölj kan komma att revideras i framtiden som en följd av arbete med att uppdatera ALM-analysen. Se sidan 5.

<sup>6</sup> Developed Asia Pacific (ex Japan) vilket omfattar Hongkong, Singapore, Australien och Nya Zeeland.

# Marknadsutveckling och förvaltningsresultat

**Fondens investeringsstrategi under årets första sex månader har överlag präglats av en försiktig hållning inför en turbulent och svårbedömd marknadssituation. Bara knappt hälften av riskbudgeten (enligt styrelsens beslut om en risklimit för totalportföljen på 4 procent i aktiv risk<sup>7</sup>) har tagits i anspråk.**

Den ekonomiska utvecklingen under första halvåret präglades av allt fler tecken på avmattning av aktiviteten i den globala ekonomin. Nedgången inleddes under fjolåret i USA och under våren har även märkts en begynnande nedgång i Europa. En stabilisering av läget i världsekonomin kan dock ligga inom räckhåll. Främst mot bakgrund av den amerikanska centralbanken Federal Reserves resoluta agerande med korträntesänkningar på totalt 2,75 procentenheter under första halvåret. Ledande indikatorer, såsom amerikanska inköpschefsindex och den amerikanska avkastningskurvan, pekar också mot att fallet i konjunkturen kan bromsa in. Läget är dock allttjämt osäkert. Bland annat återstår det att se om börsnedgången påverkat hushållens sparbetende vilket skulle kunna leda till ett betydande efterfrågebortfall.

## Nedreviderade vinstprognoser

Svagare konjunktur har blottat långsiktiga obalanser mellan utbud och efterfrågan inom framförallt teknologirelaterade branscher. Flera år av hög efterfrågetillväxt har dolt en alltför kraftig kapacitetsutbyggnad. Det har ökat vinstutvecklingens sårbarhet för konjunktturnedgångar och därmed skapat ett växande utrymme för vinstbesvi-

kelser. Under våren har marknadens vinstprognoser dragits ned ordentligt, de största revideringarna har skett inom telekommunikationer och IT-hårdvaruproducerande sektorer. Men även traditionella industri-företag har drabbats av sämre vinstutsikter till följd av stigande löne- och råvarukostnader, vilket pressat marginalerna då möjligheterna att höja priserna är små.

Fondens marknadssyn på medellång sikt, har varit att centralbankernas räntesänkningar – framförallt från Federal Reserve – på sikt ska leda till en gradvis förbättring av utsikterna för konjunktur och vinster. Vi vet också att aktiemarknaden i regel är tidigt ute med att diskontera en vändning i konjunkturen. Det kan därför inte uteslutas att aktiemarknaden redan under innevarande år börjar prisa in en gradvis stabilisering av konjunkturen. Denna marknadssyn har motiverat att fonden under första halvåret legat överviktad i cykliska branscher, vilket givit ett positivt bidrag till aktieportföljernas resultat.

På den taktiska allokeringarnivån (viktning aktier/räntebärande) har fonden rört sig mot en övervikt i aktier i takt med fortsatt fallande aktiekurser, samt sjunkande och låga obligationsräntor.

I obligationsportföljen har avvikelserna från referensindex varit små. Takten i anpassningen av referensportföljen har dock anpassats till marknadsläget. I slutet av första kvartalet utnyttjades den då rådande låga räntedifferensen mellan Sverige och euro-området till att genomföra en större omviktning från svenska statsobligationer till euro-obligationer.

Inflationsoro i både Sverige och omvärlden har fått långa räntor att vända uppåt under andra kvartalet, trots en svag konjunkturbild. Detta har inneburit att även räntebärande tillgångar givit en dålig avkastning under första halvåret. Stigande inflationsförväntningar har medfört att

<sup>7</sup> Aktiv risk är spridningsbenägenheten i den aktiva avkastningen. Aktiv avkastning är skillnaden mellan avkastningen från den verkliga portföljen och avkastningen från referensportföljen.

realränteobligationer varit det tillgångs-  
slag som givit bäst avkastning.

På valutamarknaderna förstärktes USA-dollar stadigt mot euron under hela första halvåret, trots att de flesta räknat med att den amerikanska konjunktur-  
nedgången skulle få dollarn på fall. En förklaring var att Federal Reserves snabba  
agerande jämfördes med den europeiska centralbankens försiktiga hållning. Fondens  
bedömning har dock varit att de rådande valutakurserna med en rekordstark USA-  
dollar och en mycket svag krona inte är långsiktigt hållbara. Denna syn har legat  
till grund för vårt beslut att inte fullt ut öka valutaexponeringen i portföljen (se sidan 5  
för en utförligare diskussion).

### Resultat för första halvåret 2001

Första halvårets svaga utveckling på de finan-  
siella marknaderna har inneburit en negativ  
avkastning för fondens totalportfölj på -3,4  
procent (justerat för avgiftsinflöden). För den  
likvida portföljen (som exkluderar fastig-  
heter) var avkastningen -3,6 procent, att  
jämföra med -3,4 procent för referensindex<sup>8</sup>.

Värdet på fondkapitalet har minskat  
från 134,0 miljarder kronor vid årets inled-  
ning till 131,5 miljarder kronor vid slutet av  
första halvåret. Det senare beloppet inkluderar även nettoinflöden av pensionsav-  
gifter om sammanlagt 2,1 miljarder kronor  
(samma för alla buffertfonder).

Förvaltningsresultatet för första halv-  
året ska ses i ljuset av den speciella situation  
som fonden har befunnit sig i under denna  
period. Genom den omfattande anpassningen  
av portföljen har stundtals oönskade av-

vikelser från referensportföljen uppstått,  
vilket inneburit en viss slumpmässighet i  
utvecklingen av totalportföljens aktiva  
avkastning. Parallellt med anpassningen av  
portföljen har också pågått en fortsatt  
uppbyggnad av fondens organisation och  
investeringsprocess, vilket bland annat  
medfört att den andel av kapitalet som  
placerats i indexförvaltning har varit högre  
än vad den långsiktigt kommer att vara.

Vi kan dock med tillfredsställelse  
konstatera att avkastningen för fondens  
svenska aktieportfölj har överträffat index  
med 1,6 procentenheter (-10,8 procent för  
portföljen att jämföra med -12,3 procent för  
index). Såväl sektorval som aktieval har  
givit ett positivt bidrag till den aktiva  
avkastningen. Processen att i den interna  
aktieförvaltningen gå från initialportfölj-  
ens oönskade positioner till aktieförvaltar-  
nas önskade aktiva vikter var väl förberedd  
och kunde genomföras relativt snabbt. (För  
de mest likvida aktierna tog anpassningen  
endast ett par dagar.)

Detta starka resultat för den svenska  
aktieportföljen är särskilt glädjande efter-  
som det kommer efter ett mycket fram-  
gångsrikt 2000 då fondens nyrekryterade  
aktieförvaltningsgrupp inledde sitt arbete  
(under fondens tidigare mandat). Under  
förra året överträffade avkastningen för den  
svenska aktieportföljen referensindex med  
7,4 procentenheter.

Övriga aktivt förvaltade<sup>9</sup> delportföljer  
(svenska och europeiska räntebärande  
samt europeiska aktier) har utvecklats  
mycket nära index. Det negativa bidraget  
till fondens relativa avkastning härrör nästan  
enbart från den taktiska tillgångsallo-  
keringen (över- och underviktande av  
huvudtillgångsslagen: aktier, räntebärande  
osv). Under hela andra kvartalet och delar  
av första kvartalet låg fonden överviktad i  
aktier. Under vissa perioder har övervikten

<sup>8</sup> Fondens jämförelseindex utgörs av en sammanvägning  
av olika index för referensportföljens huvudtillgångsslag  
där dock endast portföljens likvida och marknadsnoterade  
tillgångar ingår, vilket innebär att fastigheter exkluderas.

<sup>9</sup> Aktiv förvaltning innebär avvikelser från vikterna i jäm-  
förelseindex i syfte att uppnå bättre avkastning än index.

varit gynnsam, men totalt sett har denna strategi visat sig ofördelaktig. De positioner som tagits har dock riskmässigt varit mycket begränsade.

### Valutapositioner

Hanteringen av fondens valutapositioner har under första halvåret främst varit inriktad på att se till att valutaexponeringen för olika tillgångsslag har överensstämmt med de valutasäkringskvoter som fastställts av styrelsen (100 procent för obligationer, 80 procent för aktier). De stora kursrörelserna på aktiemarknaden har gjort att omfattande valutatransaktioner har krävts för att bibehålla rätt valutaexponering.

Portföljomflyttningarna under första halvåret innebar en ökning av exponeringen mot utländska tillgångar på totalt cirka 60 miljarder kronor. Efter valutasäkring blev nettoutflödet av svenska kronor – sett över hela perioden – omkring 6 miljarder kronor. Den helt övervägande delen av dessa utflöden ägde rum under första kvartalet.

Fondens valutapositioner för initialportföljen respektive portföljen per 2001-06-30 framgår av tabellen på sidan 13.

### Förvaltningskostnader och personal

Fondens förvaltningskostnader uppgick till 44 miljoner kronor för första halvåret. För helåret 2001 väntas kostnaderna hamna under 0,1 procent av det förvaltade kapitalet.

Antalet medarbetare ökade under första halvåret från 29 till 34. Dessutom hade vid halvårsskiftet ytterligare 4 personer accepterat erbjudanden om anställning på fonden. De största personalförstärkningarna har skett inom värdepappersadministration och risk- och performanceanalys. En aktieförvaltare för bank- och finanssektorn har anställts, vilket innebär att fondens aktieförvaltningsgrupp nu har full täckning av de sektorer som vi avser att förvalta aktivt.

Huvuddelen av fondkapitalet förvaltas i egen regi. Vid halvårsskiftet uppgick andelen externt förvaltad kapital till 24 procent.

### Portföljförändringar

%	Portfölj 2001-01-01 134,0 Mdr kr	Portfölj 2001-06-30 131,5 Mdr kr
<b>Aktier</b>		
Sverige	24,6	16,7
Europa	1,3	16,4
Resten av världen	1,3	18,4
<b>Aktier total</b>	<b>27,2</b>	<b>51,4</b>
<b>Räntebärande</b>		
Sverige	35,4	15,1
Europa	0,0	10,9
Resten av världen	0,0	8,5
<b>Räntebärande total</b>	<b>35,4</b>	<b>34,5</b>
<b>Fastigheter</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>
<b>Realränteobligationer</b>	<b>6,7</b>	<b>7,2</b>
<b>Kassa</b>	<b>24,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

# Portföljöversikt 2001-06-30

## Referensportfölj och faktisk portfölj

	Benchmarkvikt	Portföljvikt	Aktiv vikt
<b>Aktier</b>			
Sverige	16,3	16,7	0,4
Europa	16,3	16,4	0,0
Resten av världen	16,3	18,4	2,0
<b>Aktier total</b>	<b>49,0</b>	<b>51,4</b>	<b>2,4</b>
<b>Räntebärande</b>			
Sverige	15,0	15,1	0,1
Europa	12,0	10,9	-1,1
Resten av världen	10,0	8,5	-1,5
<b>Räntebärande total</b>	<b>37,0</b>	<b>34,5</b>	<b>-2,5</b>
<b>Fastigheter</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>	<b>-0,1</b>
<b>Realränteobligationer</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>0,2</b>
<b>Kassa</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>0</b>

## Externa förvaltningsuppdrag

Förvaltare	Referensindex	Marknadsvärde per 2001-06-30, Mkr	Starttidpunkt för uppdrag
<b>Aktiemandat</b>			
Merrill Lynch Investment Managers	FTSE World USA	19 387	2001-01-02
State Street Global Advisors	FTSE World Europe Developed	6 629	2001-01-03
State Street Global Advisors	FTSE World Japan	4 611	2001-01-04
<b>Räntemandat</b>			
State Street Global Advisors	Merrill Lynch Corporate Large Cap	2 168	2001-06-08

Samtliga externt förvaltade mandat per 2001-06-30 avser indexförvaltning.

## Tredje AP-fondens valutaexponering

Mkr	CHF	EUR	GBP	JPY	USD	CAD	Total
<b>Valutapositioner 2001-01-01</b>							
Exponering	1 180	1 591	3 032	219	2 249	21	<b>8 292</b>
<b>Valutapositioner 2001-06-30</b>							
Exponering	2 072	20 598	11 583	10 000	27 549	210	<b>72 064</b>
Kurssäkring	-1 604	-18 540	-8 659	-9 069	-23 656	0	<b>-61 528</b>
Exponering netto	468	2 058	2 924	931	3 894	210	<b>10 536</b>

En fullständig förteckning över fondens värdepappersinnehav hittar du på [www.ap3.se/portfolj.asp](http://www.ap3.se/portfolj.asp)

# Internt förvaltat aktieportfölj 2001-06-30

## Fem största aktieinnehaven

	Mkr
<b>Svenska aktieportföljen</b>	
Ericsson	3 572,2
AstraZeneca	1 559,3
Svenska Handelsbanken	1 332,8
Hennes & Mauritz	1 148,9
Telia	1 140,6

## Europeiska internt förvaltade aktieportföljen

BP	501,1
GlaxoSmithkline	436,7
Vodafone Airtouch	430,2
Royal Dutch Petroleum	403,4
Nokia	332,5

## Fem största ägarandelar

01-06-30	%
Cardo	10,00
Munters	5,00
Höganäs	3,30
Pergo	3,00
Castellum	2,85

## Sektorvikter i den svenska aktieportföljen

	Indexvikt	Portföljvikt	Aktiv vikt
Basindustri	7,4	8,9	1,5
Cykliska konsumentvaror	2,4	2,4	-0,1
Cykliska tjänster	10,1	8,5	-1,5
Finansiella företag	26,5	23,9	-2,6
Verkstadsindustri	12,8	15,3	2,5
Informations- teknologi	19,3	20,1	0,8
Icke-cykliska konsumentvaror	11,6	10,4	-1,3
Icke-cykliska tjänster	8,2	7,6	-0,7
Övrigt	1,7	0,1	-1,7
Kassa	0,0	2,9	2,9

# Internt förvaltat ränteportfölj 2001-06-30

## Genomsnittlig löptid (modifierad duration)

	Portfölj	Index	Relativt
<b>Sverige</b>			
Statsobl.	4,68	4,62	0,06
Bostadsobl.	2,48	2,30	0,18
<b>Total</b>	<b>3,71</b>	<b>3,60</b>	<b>0,11</b>
<b>Euro-området</b>			
Statsobl.	4,23	4,97	-0,74
Bostadsobl.	4,58	4,16	0,42
<b>Total</b>	<b>4,34</b>	<b>4,69</b>	<b>-0,35</b>
<b>Storbritannien</b>			
Statsobl.	6,3	6,80	-0,50
<b>USA</b>			
Statsobl.	5,56	5,74	-0,18
Bostadsobl.	4,59	4,67	-0,08
<b>Total</b>	<b>5,23</b>	<b>5,39</b>	<b>-0,16</b>
<b>Japan</b>			
Statsobl.	6,51	6,39	0,12

# Resultat- och balansräkning

## RESULTATRÄKNING

Tkr 2001-01-01 – 2001-06-30

### Rörelsens intäkter

Erhållna utdelningar	621 320
Räntenetto	1 733 153
Realisationsresultat	-1 059 733
Orealiserad värdeförändring	-6 152 486
Valutakursresultat	296 001
<b>Summa rörelsens intäkter</b>	<b>-4 561 745</b>

### Rörelsens kostnader

Personalkostnader	-19 451
Externa förvaltningskostnader	-2 086
Övriga kostnader	-22 763
<b>Summa rörelsens kostnader</b>	<b>-44 300</b>

**PERIODENS RESULTAT -4 606 045**

## Granskningsrapport

Vi har översiktligt granskat denna halvårsrapport enligt den rekommendation som Föreningen Auktoriserade Revisorer FAR utfärdat. En översiktlig granskning är väsentligt begränsad jämfört med en revision.

Det har inte kommit fram något som tyder på att halvårsrapporten inte följer Lagen om allmänna pensionsfonder.

Stockholm 28 augusti 2001

Pål Wingren  
Auktoriserad revisor

Per-Olof Akteus  
Auktoriserad revisor

## BALANSRÄKNING

Tkr 2001-06-30 2001-01-01

### TILLGÅNGAR

#### Placeringstillgångar

Aktier och andelar noterade	66 789 124	36 483 056
Aktier och andelar onoterade	3 763 270	3 660 000
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	58 374 984	88 863 483
Derivat	3 464 115	

**Summa placerings-  
tillgångar 132 391 493 129 006 538**

#### Fordringar och andra tillgångar

Kassa och bankmedel	3 864 695	2 776 276
Övriga fordringar	4 318 281	2 230 097

**Summa fordringar  
och andra tillgångar 8 182 976 5 006 373**

**SUMMA TILLGÅNGAR 140 574 469 134 012 911**

### FONDKAPITAL OCH SKULDER

#### Fondkapital

Ingående fondkapital	133 975 182	133 975 182
Nettobetaling mot pensionssystemet	1 695 790	
Ersättning från särskilda förvaltningen	465 233	
Periodens resultat	-4 606 045	

**Summa fondkapital 131 530 160 133 975 182**

#### Finansiella skulder

Derivat	6 206 683	19 419
<b>Summa finansiella skulder</b>	<b>6 206 683</b>	<b>19 419</b>

#### Kortfristiga skulder

Övriga skulder	2 837 626	18 310
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2 837 626</b>	<b>18 310</b>

**SUMMA FONDKAPITAL  
OCH SKULDER 140 574 469 134 012 911**



Postadress: Box 1176 • 111 91 Stockholm • Besöksadress: Vasagatan 11 • Stockholm  
Telefon: 08-555 17 100 • Telefax: 08-555 17 120 • [www.ap3.se](http://www.ap3.se)