



Kapitalförvaltningens kvartalsrapport Q2 2018



KAMMARKOLLEGIET

Innehåll

| | |
|--|----|
| Låg avkastning att vänta framöver | 3 |
| Hur låg avkastning är att vänta de närmaste åren? | 4 |
| Finns det varningssignaler? | 7 |
| Orimliga förväntningar på ränteplaceringar | 7 |
| Hur ska vi se på aktier? | 8 |
| Låga riskpremier betyder lägre framtida avkastning | 8 |
| Vad kan vi vänta oss av en 60/40 portfölj? | 8 |
| Andra tillgångsslag | 9 |
| Slutsatser | 10 |
| Definitioner | 14 |
| Räntekonsortiet | 16 |
| Företagsobligationskonsortiet | 18 |
| Företagsobligationskonsortiet FRN | 20 |
| Stiftelsekonsortiet GIVA | 22 |
| Aktiekonsortiet Spiran | 24 |
| Aktiekonsortiet Sverige | 26 |
| Aktieindexkonsortiet Sverige | 28 |
| Aktieindexkonsortiet Utland | 30 |
| Aktieindexkonsortiet Äpplet | 32 |
| Aktieindexkonsortiet Kronan | 34 |

Värderingarna på riskfyllda tillgångar fortsatt höga

Kvartal 2 har passerat och sommaren är här. Vi kan konstatera att värderingarna på riskfyllda tillgångar fortsatt är väldigt höga, även om vi ser en viss begynnande oro. Den är framförallt hänförlig till Trumps tonläge i handelsförbindelserna och den politiska och statsfinansiella situationen i Italien.

USA har ett strukturellt underskott i sin utrikeshandel och Trump gick ju till val på att ”rätta till orättvisa” handelsvillkor. Nu ser vi starten på hans taktik för att adressera detta, vad han anser, problem. Är det förhandlingsteknik eller står vi inför ett handelskrig? Klart är i alla fall att marknaderna börjar visa nervositet och framförallt tillväxtländernas tillgångsmarknader har haft det jobbigt under 2018.

Federal reserve har fortsatt att höja sin styrränta och de amerikanska obligationsräntorna stiger. Stundtals har 10-årsräntan varit över 3 procent vilket enligt vissa experter anses vara en viktig nivå för att konkurrera med aktier – men ännu har detta inte fått någon nämnvärd effekt på börsen i USA.

Under kvartalet har vi också sett oron tillta inom EMU, vilket beror på den oklara politiska utvecklingen i Italien. De italienska statsobligationsräntorna har varit volatila och stundtals skjutit i höjden i förhållande till tyska obligationsräntor.

Här hemma i Sverige fortsätter kampen för att skapa inflation. Riksbanken anser att det är för tidigt att påbörja resan från minusränta till en mer normal styrränta. Effekten blir en väldigt svag krona. Den svaga kronan eldar på tillväxten i Sverige, men det känns lite märkligt att vi lever med negativa räntor när tillväxten är så stark. Dessutom är det ju nu dags för semester-tider – det är i alla fall tur att vädret i Sverige gjort det onödigt att resa utomlands.

En kort sammanfattning av läget på marknaderna blir att de börjar tveka. Den goda konjunkturen är inne på det tionde året och värderingarna på riskfyllda tillgångar är fortfarande höga. Även om vi ser tecken på att riskaptiten börjar bedarra håller ofta en trend i sig längre än vad man tror och vi vill mana till fortsatt försiktighet.

Vårt kunderbjudande har successivt byggts ut och vi menar att vi kan erbjuda byggsstenar till en effektiv portfölj. Dessutom har vi under det senaste kvartalet bildat en ny sektion: Allokering och alternativa investeringar. Vi har länge erbjudit tjänster inom allokering och alternativa investeringar. Med alternativa investeringar menar vi tillgångsslag utöver räntor, krediter och aktier, till exempel fastighetsinvesteringar. Nu tydliggör vi detta erbjudande.

Bildandet av en sektion med tydlig inriktning mot allokering och alternativa investeringar har även betydelse som signal ut mot kund och att vi gör en seriös satsning på dessa områden. Fastigheter ses i sammanhanget som en typ av alternativa investeringar, som vi redan arbetar med idag, men som kan utvecklas mot nya tjänster framöver då vi ser att kundintresset ökar. Allokering, alternativa investeringar och rådgivning är växande affärsområden.

Vi ser fram emot att få diskutera våra erbjudanden med våra kunder.



Med hopp om en fortsatt skön sommar,

Bengt Svelander

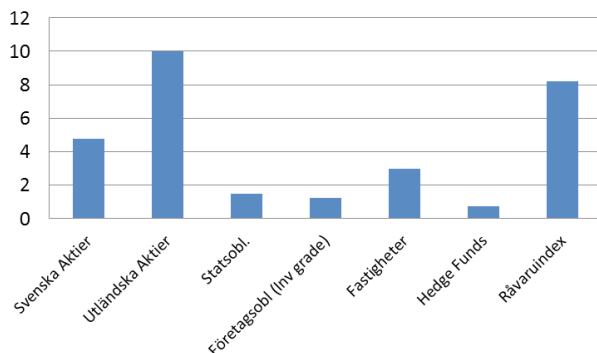
Avdelningschef på Kapitalförvaltningen,
Kammarkollegiet

Riskaptiten på väg att bedarra?

Vi befinner oss i en globalt mycket stark tillväxtfas som dessutom är synkroniserad i världens länder. Det är för närvarande endast ett fåtal länder som har negativ tillväxt vilket är mycket ovanligt. Till det ska läggas att tillväxtcykeln historiskt sett är mycket lång. Den goda tillväxten har pågått sedan finanskrisen och kan sägas vara inne på tionde året, den näst längsta perioden sedan andra världskriget.

Den goda konjunkturen, tillsammans med historiskt låga räntor, har givit mycket hög avkastning på finansiella tillgångar sedan 2008. Det är naturligt att värderingarna är höga för samtliga finansiella tillgångar. Så här långt under 2018 har avkastningen varit god, men riskaptiten har börjat bedarra och det är allt fler bedömare som förväntar sig svagare utveckling framledes. Förutom att vi med stor säkerhet befinner oss i slutet av en lång tillväxtfas, närmar vi oss även slutet på en period av extremt lätt penningpolitik samtidigt som det finns orosmoln rörande frihandel i världen.

Figur: Avkastning, mätt i SEK, för olika marknader under 2018

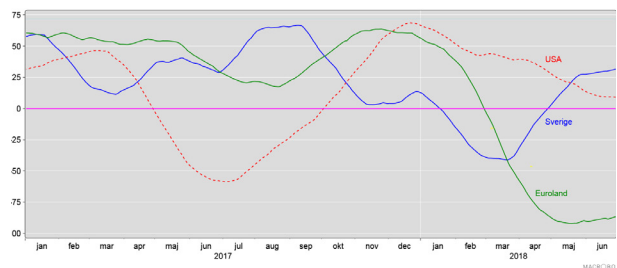


Särskilt intressant är att ränteavkastningen varit positiv, vilket förklaras av att längre räntor fallit i Europa (men stigit i USA). Skulle vi mäta avkastning i lokal valuta blir avkastningen på utländska tillgångar lägre eftersom kronan har försvagats under året.

Den långa uppgångsperioden närmar sig slutet. I flera länder kan vi redan börja se

tecken på att tillväxten blir bra men ändå lägre än under 2017. Det faktum att den globala investeringskonjunkturen är god visar att det är kapacitetsproblem i världen. Vi bedömer att vi redan har utbudsproblem och att tillväxten av den anledningen att bli lägre än tidigare år. Trots allt kommer vi troligen att ha en nästan lika god tillväxt de närmaste åren. Ett stort orostecken är naturligtvis den tilltagande protektionismen i världen (se nedan). Vi kan se att de ekonomiska indikatorerna fortsätter att vara goda men även att de blivit något lägre än väntat vilket ses nedan.

Figur: Ekonomiskt överraskningsindex i Sverige, USA och Euroland



Det är särskilt intressant att notera att konjunktursignalerna överraskat negativt i Europa och att det är en påtaglig förändring under 2018, särskilt om vi jämför med Sverige.

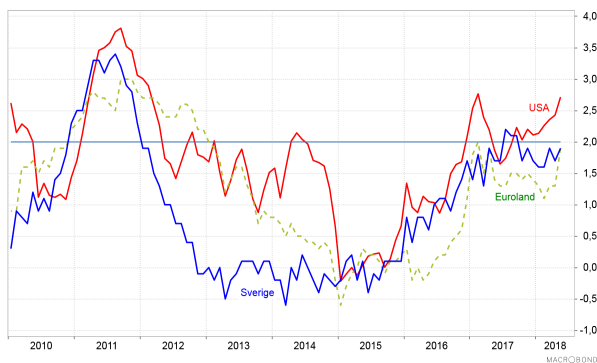
Stark konjunktur och stigande räntor

Det är inte konstigt att vi ser en alltmer likartad inflationsutveckling i västvärlden. Precis som varu- och kapitalmarknaderna, integreras även arbetsmarknaderna med omvärlden. Konkurrensen ökar och inflationen blir mer internationellt bestämd.

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 därtill att kapacitetshöjande investeringar legat på förhållandevis låga nivåer under senare år. Sammantaget ökar detta risken för bland annat stigande timlöner.

Det är inte konstigt att inflationsoron stigit i främst USA och därmed att räntenivån stigit jämfört med några år sedan. 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 inflationstrenden är svagt uppåtriktad. Den strukturella inflationen hålls fortfarande nere till följd av hög global konkurrens samtidigt som robotisering och automatisering sammantaget bidrar till att hålla såväl inflation som marknadsräntor på låga nivåer.

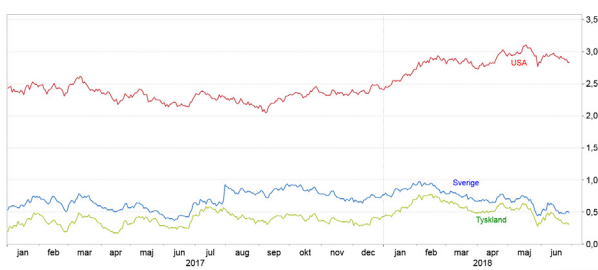
Figur. Inflation i Sverige, USA och Euroland



Den svenska tillväxten under 2018 kommer att hamna runt 2,5 procent, vilket drivs av en god investeringskonjunktur och export. Det senare är naturligt med tanke på dels den goda internationella tillväxten, dels den svaga kronan. Bostadsinvesteringarna påverkar negativt, vilket är en konsekvens av problemen i storstadsområdena med fallande hus- och bostadsrättspriser.

Under 2018 har långa räntor stigit i USA men fallit något i Europa vilket förklaras av att Fed fortsatt att höja samtidigt som både ECB och Riksbanken agerat försiktigt. PrISRörelserna på den amerikanska marknaden indikerar att slutet på höjningscykeln börjar närma sig. Detta förklaras av att differensen mellan 10 och 2 årsräntor börjat minska, vilket ofta ses som ett tecken på att styrräntetoppen närmar sig.

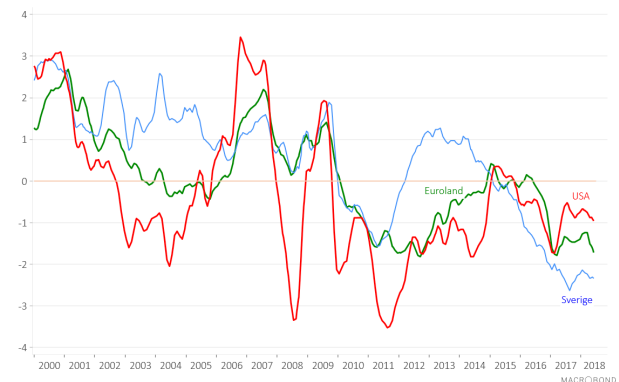
Figur: 10-åriga statsobl.räntor i USA, Tyskland och Sverige sedan 2017



Hur länge ska Riksbanken hålla emot?

Centralbanker brukar mäta den korta realräntan (mätt som styrränta minus inflation) som ett mått på penningpolitikens expansivitet. Självklart kombinerar de detta mått tillsammans med växelkursutveckling och finansiella prisförändringar. Det går inte annat än att konstatera att dagens penningpolitik är mycket expansiv och särskilt i Sverige, vilket framgår i nedanstående figur. Notera att den svenska stimulansen blir än större om vi beaktar den svaga kursen på kronan.

Figur: Reala styrräntor i USA, Euroland och Sverige



Vi förväntar oss att Riksbanken gör en första höjning i december. Marknaden förväntar sig en höjning först långt in i 2019. Motiven bakom vår ståndpunkt är

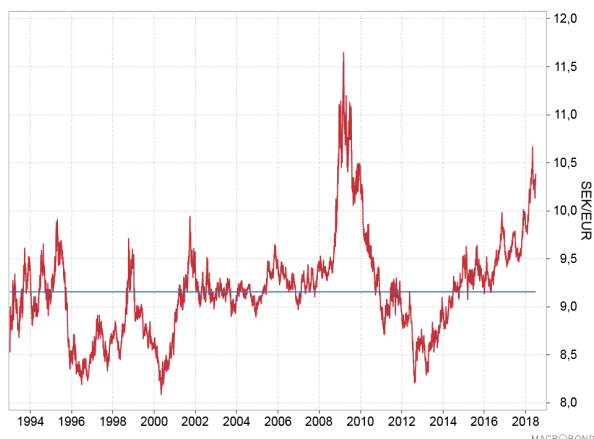
- Inflationen ligger kring målet och har gjort så under ett års tid.
- Arbetsmarknaden har fortsatt att stärkas. Vi kan även se att en allt högre andel utrikes födda får jobb.
- Riksbanken får allt kraftigare kritik såväl domestiskt som internationellt.
- ECB signalerar avslutade QE i december och har börjat pratat om en första framtida höjning. Detta ökar frihetsgraderna för Riksbanken.
- Fed kommer troligen att höja två gånger till under 2018.

Slutsatsen är att Riksbanken bör agera vilket vi tror kommer att ske under innevarande år.

Rea på svenska kronor

Den svenska kronan har försvagats påtagligt under 2018. Riksbankens ”extrema” politik har kraftigt bidragit till denna utveckling. Det är inte konstigt att kronan gått kräftgång med en mycket negativ realränta (under högkonjunktur) och en kommunikation som applåderar försvagning. Ett land med mycket goda statsfinanser och överskott i utrikeshandeln bör inte betinga ett så lågt värde (se nedan). Riksbankens ambition att uppnå 2,0 procents inflation har sannolikt gått för långt.

Vår bedömning är att en kronförstärkning bör ligga i kortet eftersom vi har extremnivåer och i synnerhet under en period med god tillväxt. Vid de tillfällen som kronan varit mycket svag har detta sammanfallit med tillväxtproblem – som definitivt inte gäller i dagsläget.



Figur: Svenska kronans utveckling mot Euro

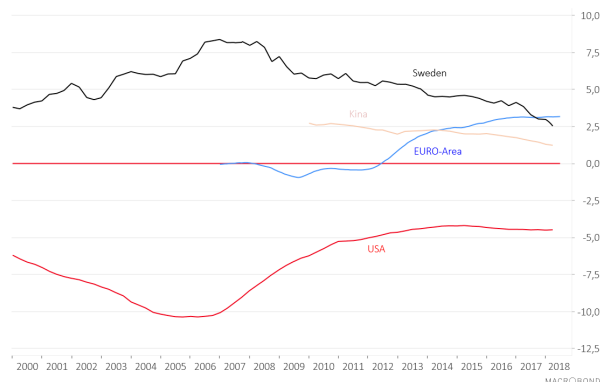
Sverige behöver inte en svag krona i högkonjunktur eftersom efterfrågan är hög ändå. Ett land drar större nytta av en valutaförsvagning (konkurrensfördel) när de ekonomiska tiderna är sämre. Det är Riksbankens beteende som kommer att styra kronans utveckling den närmaste tiden. Vår bedömning är att pressen att agera ökar kontinuerligt och att vi får se en första höjning i december. Vår slutsats blir därför att kronan kommer att förstärkas framöver och den enda osäkerhet är när det händer.

Handelskrig eller förhandlingsspel?

Även om vi har fortsatt svårt att tro på ett regelrätt handelskrig har risken ökat under senare veckor. För att förstå bakgrunden till osämjan mellan USA på den ena sidan och

Europa, Kina på den andra sidan. Nedanstående figur visar bytesbalansen i förhållande till BNP i valda länder.

Figur: Bytesbalans i förhållande till BNP i valda länder

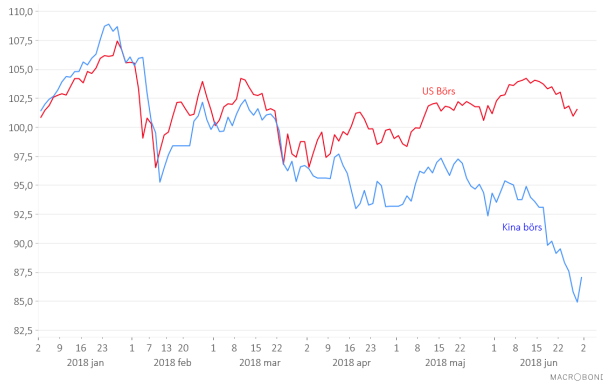


Det finns alltså ett strukturellt underskott i utrikeshandeln i USA och från den utgångspunkten är det lätt att förstå Trumpadministrationens inställning. USA har det största bilaterala underskottet mot Kina. Ur den synvinkeln är det därför inte konstigt att tonläget är högst mot Kina.

Vi har svårt att tro att beslutsfattarna i samtliga tre läger väljer den hårda vägen eftersom det är en ”loose-loose” situation. Trumps mantra att det är lätt att vinna ett handelskrig eftersom Kina är mer beroende av att sälja varor till USA än tvärtom är inte helt självklar. Kina kan ställa till det för amerikanska bolag som till exempel Apple, GM med flera genom att försvåra försäljning genom byråkrati som de facto är en sorts handelshinder. Kina kan även, vid till exempel stora investeringar i flyg, välja fransktillverkade Airbus istället för Boeing. Vidare har Kina en mycket stor valutareserv som kan användas för att påverka värdet på dollarn och inte minst på statsobligationer. Vår starka tro är att samtliga parter kan väntas gå försiktigt fram och mycket är förhandlingstaktik i nuläget.

En intressant företeelse är utvecklingen på den kinesiska börsen, som fallit med ca 15 procent sedan handelsdiskussionerna inleddes under våren, samtidigt som den amerikanska börsen utvecklats väsentligt bättre. Se nedan.

Figur: Utveckling på amerikansk och kinesisk börs under 2018

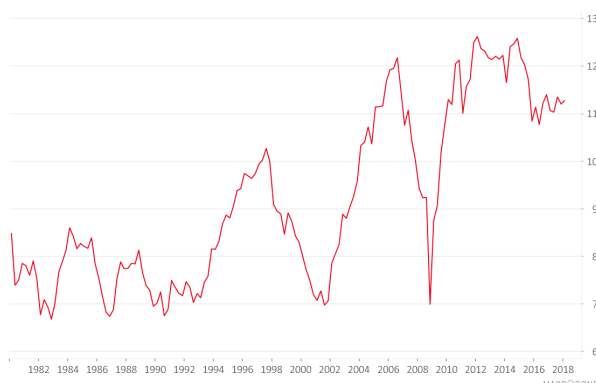


En starkt bidragande orsak till fallet på kinesisk börs är otvivelaktigt risken för handelskrig. Det är därför inte konstigt att Kina sänkt reservkraven för stora banker till följd av eventuella tullavgiftshöjningar och svag börsutveckling. USA är inte lika beroende av världshandeln (bolagen i genomsnitt mer beroende av inhemsk konjunktur) samt att skattereformen fortsatt är en positiv faktor. Trots allt är pågående oroshård att leka med elden.

När tar den långa aktiecykeln slut?

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 ökar. 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

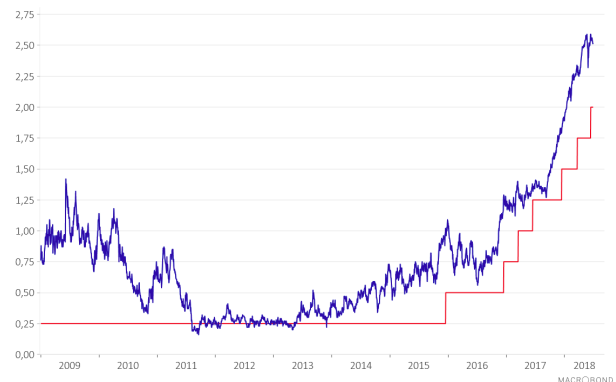


Börsen ska vara högt värderad när räntor är – och förväntas förbli – låga. Oavsett om vi värderar börsen efter PE-tal, riskpremie etc. blir värderingar höga. Figuren visar även att företagsvinsterna är mycket höga i nuläget. Förutsättningarna kan knappast bli bättre och det är ett svaghetstecken.

Börsen klarar något högre räntor, men definitivt inte sex 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 mellan 3,5-4,0 procent det vill säga närmare en procentenhet högre än idag. Ett sådant scenario medför fallande börs. Vi tror att den amerikanska centralbanken avslutar sin höjningscykel på en lägre räntenivå eftersom ekonomin försvagas kraftigt om höjningen blir för kraftig.

Nedanstående figur visar med tydlighet att marknaden väntar sig flera höjningar eftersom differensen mellan två-års statsobligationsränta och styrräntan är hög. Notera att FED höjt styrräntan sju gånger sedan 2015.

Figur: Styrränta i USA och 2 års statsobligationer

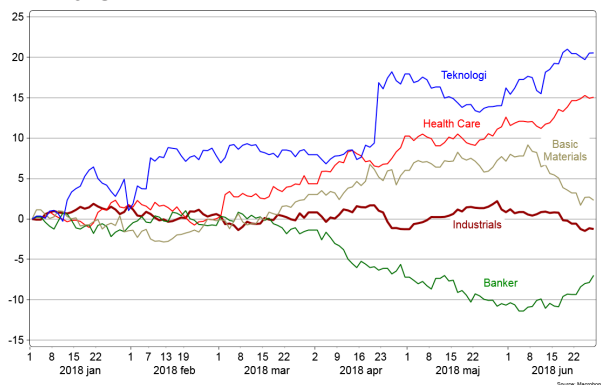


Den långa positiva aktiecykeln kan åtminstone väntas ta paus i den bemärkelsen att rörelserna blir mer i vågrät riktning framledes.

Med tanke på att aktiemarknaden i nuläget har en lägre grad av riskaptit än tidigare och att förväntningsbilden inte är fullt lika positiv är det inte konstigt att förväntningarna på Q2-rapporterna är lite försiktiga. Av den anledningen tror vi att förväntningarna infrias. Den viktigaste frågan är dock vad som sägs i VD-kommentarerna. Ett intressant tema att följa bland dessa kommentarer är framtida handelshinder. Daimler har till exempel redan ”vinstvarnat” på kommande lägre försäljning i Kina och kommer till exempel Elektrolux att avvakta investeringar i USA.

Ett tecken på att aktiemarknaden börjar bli mer försiktig, är att konjunktorkänsliga industribolag utvecklats lite svagare än index under senare tid. Tidigare vinnare som Holmen och Volvo har haft det betydligt kämpigare på sistone. Som kan ses i nedanstående figur har mindre konjunktorkänsliga sektorer som läkemedel (Health Care) och teknologi utvecklats bättre medan mer konjunktorkänsliga sektorer som industriaktier och basis materials haft en svagare utveckling. Sammantaget är det oro för svagare konjunktur som driver denna utveckling.

Figur: Utveckling bland valda sektorer i Sverige under 2018



Inom teknologi har till exempel Ericsson och Hexagon stigit med drygt 25 procent under året. Under senaste månaden har även bankerna börjat få en bättre utveckling. Banker har påverkats negativt av låga räntor, hot att tappa marknadsandelar kring bolån och negativ påverkan från svaga bankaktier i Europa. Denna premie kanske har växt sig väl stor och banker kan gå mot en bättre utveckling än under senaste två-årsperioden.

Vår ambition är för närvarande 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 konjunktorkänsliga bolag kommer att utvecklas sämre till följd av att konjunktoren försämras något.

Vi försöker hitta ”triggers” för en sämre aktiemarknad. En sådan är kreditykeln och det är därför viktigt att följa vad som händer med kreditspreadar (se nedan) eftersom de brukar vara en god indikator för aktiemarknadsutveckling.

Figur: High Yield och Inv. Grade spreadar



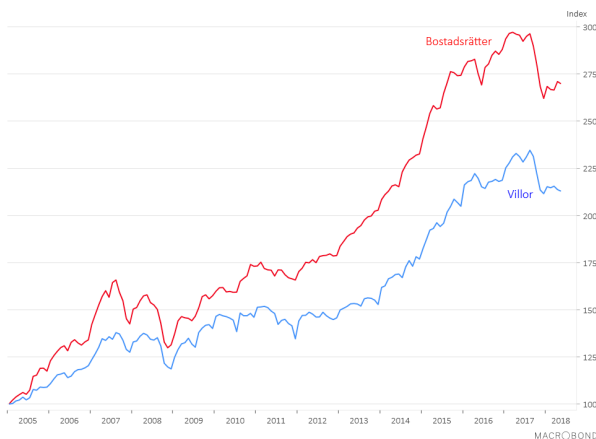
Ovanstående figur visar att det finns en tendens till att dessa ”spreadar” bottnat och att den framtida rörelsen är uppåt, vilket skulle indikera en minskad riskapitet.

Alternativa tillgångsslag

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

Den svenska fastighetsmarknaden är i nuläget tudelad. Kommersiella fastigheter utvecklas väl även om det finns tendenser till ett stigande avkastningskrav beroende på e-handelsutvecklingen. Marknaden för egna hem och bostadsrätter har haft en svag utveckling under året, vilket ses i följande figur.

Figur: Utveckling för villor och bostadsrätter i Stockholm sedan 2005



Kommersiella fastigheter bedömer vi trots detta vara en god placering generellt. Den goda konjunkturen innebär goda kassaflöden samtidigt som vakansriskerna är fortsatt låga, särskilt i regioncentra. Till det ska läggas att riskpremien på kommersiella fastigheter är fortsatt hög, även om den minskat under senare år.

Oron på bostadsmarknaden har minskat under senare månader. Prisfallet på villor och bostadsrätter i tätorter förklaras främst av ett utbudsöverskott på bostadsrätter det vill säga att det har byggts primärt för ”välbeställda” hushåll. Det är trots allt en stor efterfrågan på boende i större städer på grund av demografiska orsaker. Bostadsbyggnandet kommer inte att upphöra, men däremot kommer bidraget till BNP att minska från bostadsinvesteringar.

Svenska hushålls ekonomiska situation är fortsatt god, vi kommer att ha fortsatt låga räntor och sysselsättningen stiger. I vårt scenario ingår även att några fastighetsbolag, som främst vänt sig mot ”rikare hushåll”, kommer att få problem och det är sannolikt att en del projekt kommer att bli hyresbostäder, vilket mycket kraftfullt kommer att påverka resultatet för dessa bolag. Vi kan även se att börsen straffat dessa bolag hårt, men samtidigt att andra fastighetsbolag haft en väsentligt bättre utveckling vilket vi bedömer vara rimligt.

Fastighetsbolag har fått ökade finansieringsutmaningar. Det visar sig dels genom att vissa bolag har fått svårare att låna, dels sjunker belåningsgraderna, dels ökar bankernas lånemarginaler samt att räntor är i en stigande trend. Vi är inte pessimistiska men det har infunnit sig en ökad osäkerhet.

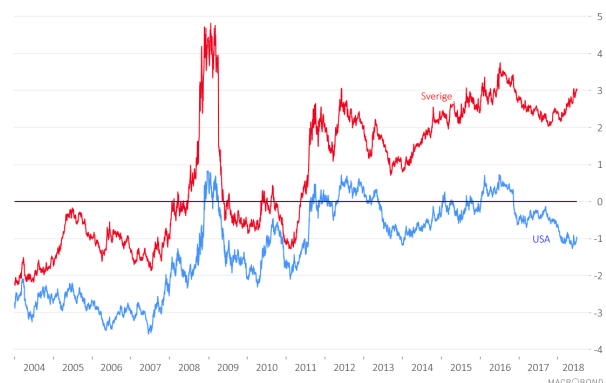
Vår slutsats är att det blivit än viktigare att välja ”rätt” fastighetsstrategi. Det innebär fysiska fastigheter, fastighetsfonder eller fastighetsprojekt som inkluderar långa hyresavtal med ”säkra” hyresgäster som ger en hög sannolikhet för stabil och god direktavkastning. Trots dessa osäkerheter bedömer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

Hedgefonder är ett tillgångsslag som framför 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 dokumenterat 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. Nedanstående figur visar att TINA (There is no alternative) inte gäller i USA eftersom räntan uppgår till ca 3 procent medan direktavkastningen på börsen är ca 2 procent. Aktier blir på relativ basis mindre intressant. Detta gäller emellertid inte i Sverige, men en börsrörelse i USA går sällan förbi obemärkt i Sverige.

Figur: Differens mellan direktavkastning på aktier och 10 års statsobligationsränta



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.

Vi förväntar oss att börsen kommer att ligga ungefär på nuvarande nivå under 2018-19, men att den rör sig i en range från dagens nivå med $\pm 7,5$ procentenheter och kan väntas ge en avkastning som motsvarar direktavkastning.

Nedan följer avkastningen för våra konsortier under 2018.

| Konsortie | 2018 | Index |
|-----------------------------------|-------|-------|
| Räntekonsortiet | 0,53 | 0,33 |
| Företagsobligationskonsortiet | 1,11 | 0,93 |
| Företagsobligationskonsortiet FRN | 0,21 | 0,16 |
| Stiftelsekonsortiet GIVA | 0,32 | na |
| Aktiekonsortiet Sverige | 1,98 | 3,51 |
| Aktieindexkonsortiet Sverige | 4,09 | 4,09 |
| Aktieindexkonsortiet Äpplet | 2,96 | 3,10 |
| Aktiekonsortiet Spiran | 1,97 | 3,24 |
| Småbolagskonsortiet Kronan | -1,27 | na |
| Aktieindexkonsortiet Utland | 8,86 | 11,43 |

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.

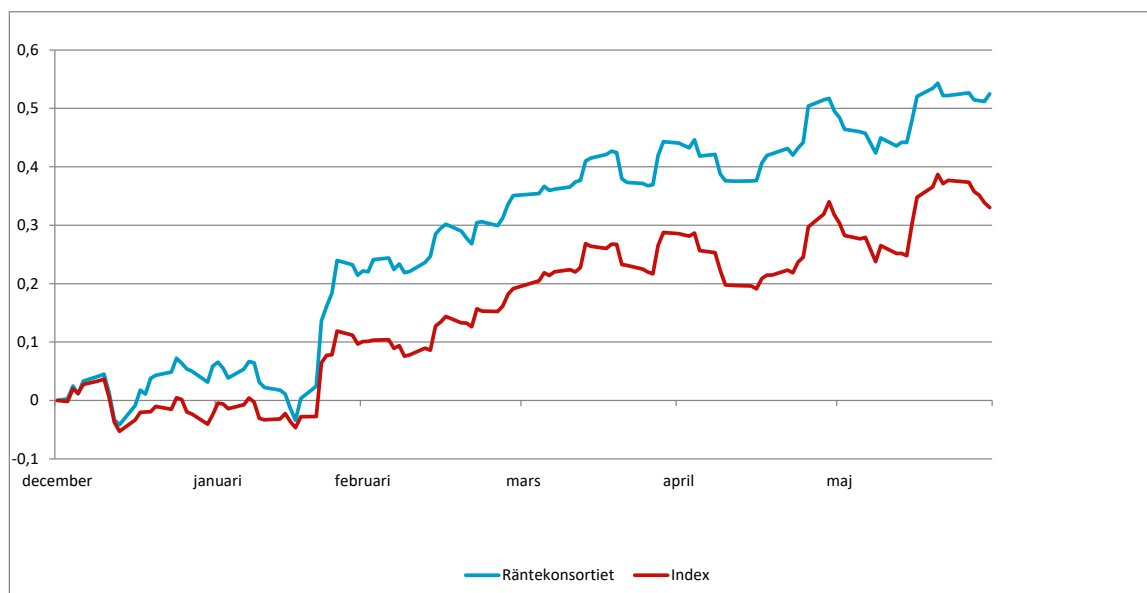
Räntekonsortiet

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

| Förmögenhet | | Total |
|------------------------------------|------------|------------|
| Förmögenhet (tkr) | 6/29/2018 | 5 009 314 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) | | 4 501 194 |
| Förmögenhet (tkr) | 12/31/2017 | 5 591 805 |
| Andelar (antal) | 6/29/2018 | 36 868 957 |
| Andelsvärde inkl. utdelning | | 120 |
| Andelsvärde exkl. utdelning | | 118 |

| Avkastning (jämförelseindex) | |
|------------------------------|-------------|
| 1 mån (%) | 0,04 (0,03) |
| 3 mån (%) | 0,17 (0,14) |
| Sedan årets start (%) | 0,52 (0,33) |

Avkastning (januari – juni) (%)

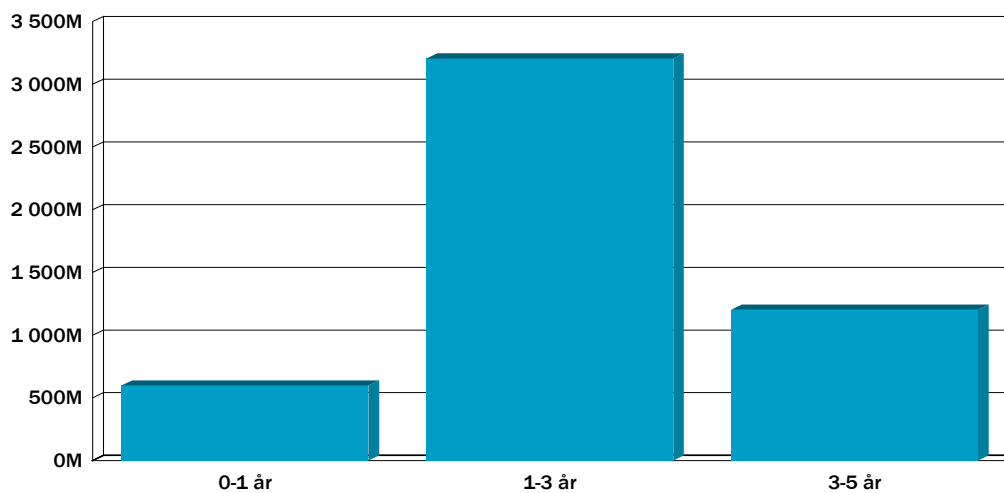


Nyckeltal (jämförelseindex)

| | |
|-----------------------------------|--------------|
| Standardavvikelse (%)* | 0,69 (0,64) |
| Sharpekvot* | 0,21 (-0,44) |
| Informationskvot* | 2,69 |
| Informationskvot 12-månaderstal | 3,45 |
| Tracking error (%)* | 0,16 |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 0,13 |
| Duration | 1,68 |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|-----------|--------------------|
| Stadshypotek | 13,83% | 692 689 044 |
| Nordea Hypotek | 11,33% | 567 593 334 |
| SBAB | 10,57% | 529 436 334 |
| Länsförsäkringar Hypotek | 9,54% | 477 833 626 |
| Landshypotek | 8,99% | 450 111 158 |
| Danske Hypotek AB | 7,86% | 393 968 667 |
| Vasakronan Fastighet | 4,71% | 235 699 258 |
| Ålandsbanken | 4,57% | 229 020 338 |
| Trophi Fastighets AB | 3,77% | 189 023 748 |
| Sparbanken skåne | 2,75% | 137 565 000 |

Förfallostruktur

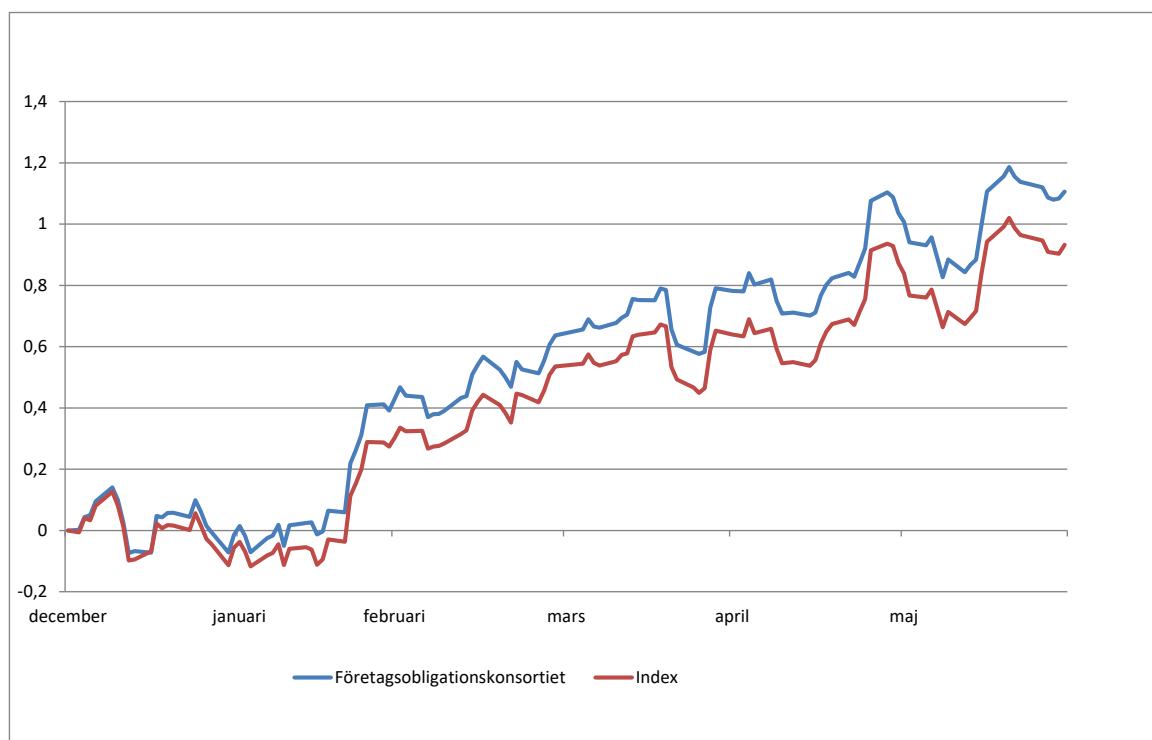
Företagsobligationskonsortiet

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

| Förmögenhet | | Total |
|------------------------------------|------------|-----------|
| Förmögenhet (tkr) | 2018-06-29 | 2 556 466 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) | | 2 543 124 |
| Förmögenhet (tkr) | 2017-12-31 | 2 780 658 |
| Andelar (antal) | 2018-06-29 | 2 428 008 |
| Andelsvärde inkl. utdelning | | 1 053 |
| Andelsvärde exkl. utdelning | | 1 043 |

| Avkastning (jämförelseindex) | |
|------------------------------|-------------|
| 1 mån (%) | 0,10 (0,09) |
| 3 mån (%) | 0,47 (0,40) |
| Sedan årets start (%) | 1,11 (0,93) |

Avkastning (januari – juni) (%)

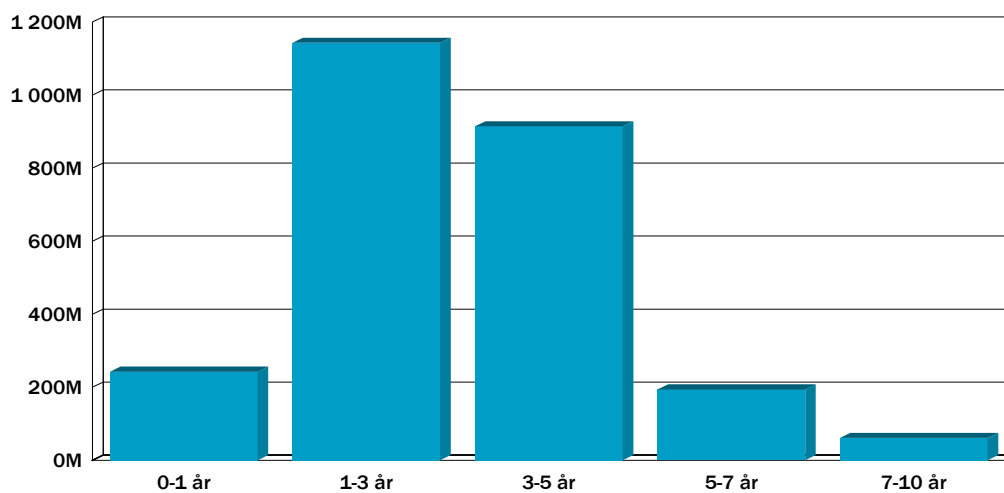


Nyckeltal (jämförelseindex)

| | |
|-----------------------------------|-------------|
| Standardavvikelse (%)* | 1,31 (1,32) |
| Sharpekvot* | 1,31 (0,93) |
| Informationskvot* | 1,69 |
| Informationskvot 12-månaderstal | 2,73 |
| Tracking error (%)* | 0,29 |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 0,13 |
| Duration | 2,73 |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|-----------|--------------------|
| Fortum värme | 5,54% | 141 566 156 |
| Castellum | 4,81% | 123 113 133 |
| Hufvudstaden | 4,79% | 122 491 161 |
| Volvo Finans | 4,42% | 113 116 707 |
| SBAB | 3,61% | 92 407 607 |
| Willhem | 3,58% | 91 601 888 |
| Sandvik | 3,51% | 89 737 154 |
| Nordea Hypotek | 3,16% | 80 844 493 |
| Rodamco Sverige | 3,07% | 78 440 371 |
| Santander | 2,83% | 72 368 528 |

Förfallostruktur

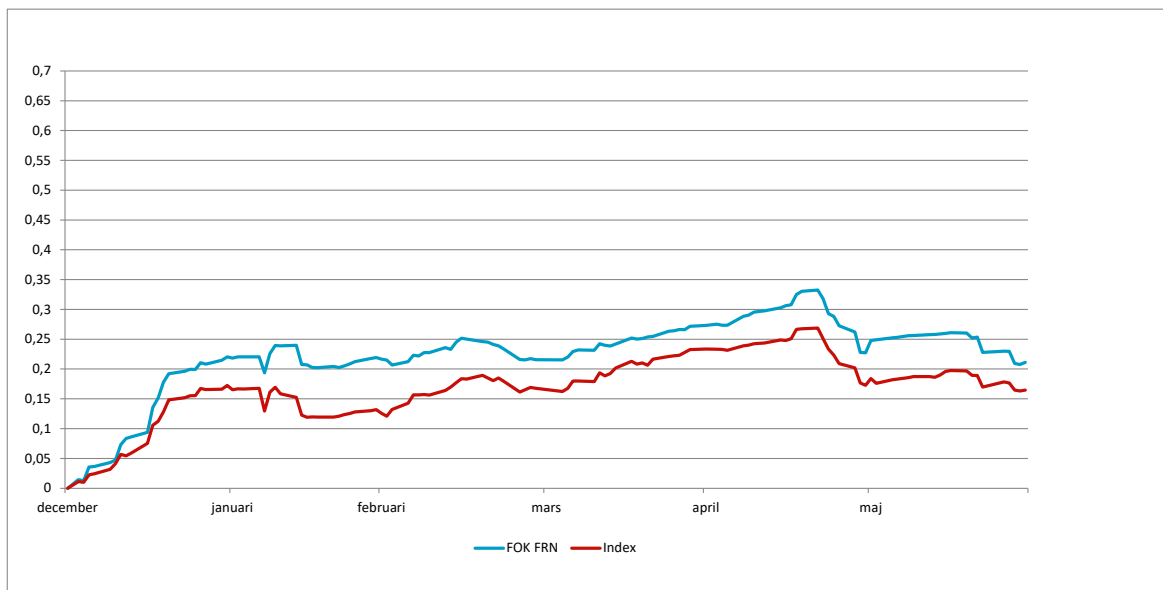
Företagsobligationskonsortiet FRN

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

| Förmögenhet | | Total |
|------------------------------------|------------|---------|
| Förmögenhet (tkr) | 2018-06-29 | 287 798 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) | | 287 903 |
| Förmögenhet (tkr) | 2017-12-31 | 263 668 |
| Andelar (antal) | 2018-06-29 | 0 |
| Andelsvärde inkl. utdelning | | 0 |
| Andelsvärde exkl. utdelning | | 0 |

| Avkastning (jämförelseindex) | |
|------------------------------|---------------|
| 1 mån (%) | -0,04 (-0,02) |
| 3 mån (%) | 0,00 (0,00) |
| Sedan årets start (%) | 0,21 (0,16) |

Avkastning (januari – juni) (%)

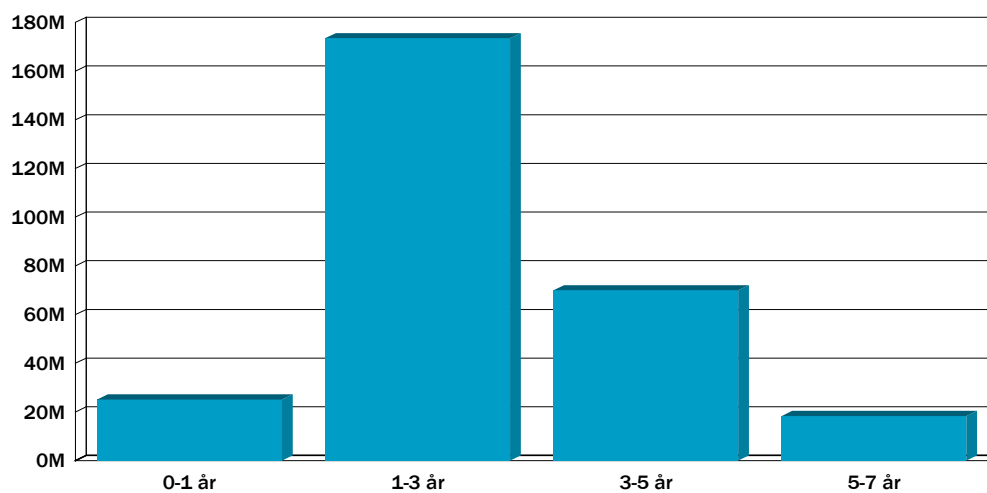


Nyckeltal (jämförelseindex)

| | |
|-----------------------------------|-------------|
| Standardavvikelse (%)* | 0,27 (0,23) |
| Sharpekvot* | 5,08 (6,09) |
| Tracking error (%)* | 0,12 |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 0,12 |

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

| Största enskilda innehav | Andel % | Marknadsvärde (kr) |
|-------------------------------|---------|--------------------|
| Vasakronan Fastighet | 9,76% | 28 087 941 |
| Nordea Bank | 7,38% | 21 225 207 |
| Deutsche Bahn Finance | 7,30% | 21 013 335 |
| Rikshem | 6,38% | 18 348 788 |
| Länsförsäkringar Bank | 6,03% | 17 353 769 |
| Willhem | 5,60% | 16 131 032 |
| Specialfastigheter Sverige AB | 5,25% | 15 106 540 |
| Volvo Finans | 4,22% | 12 131 554 |
| Sveaskog MTN | 4,20% | 12 077 263 |
| Rodamco Sverige | 4,18% | 12 042 834 |

Förfallostruktur

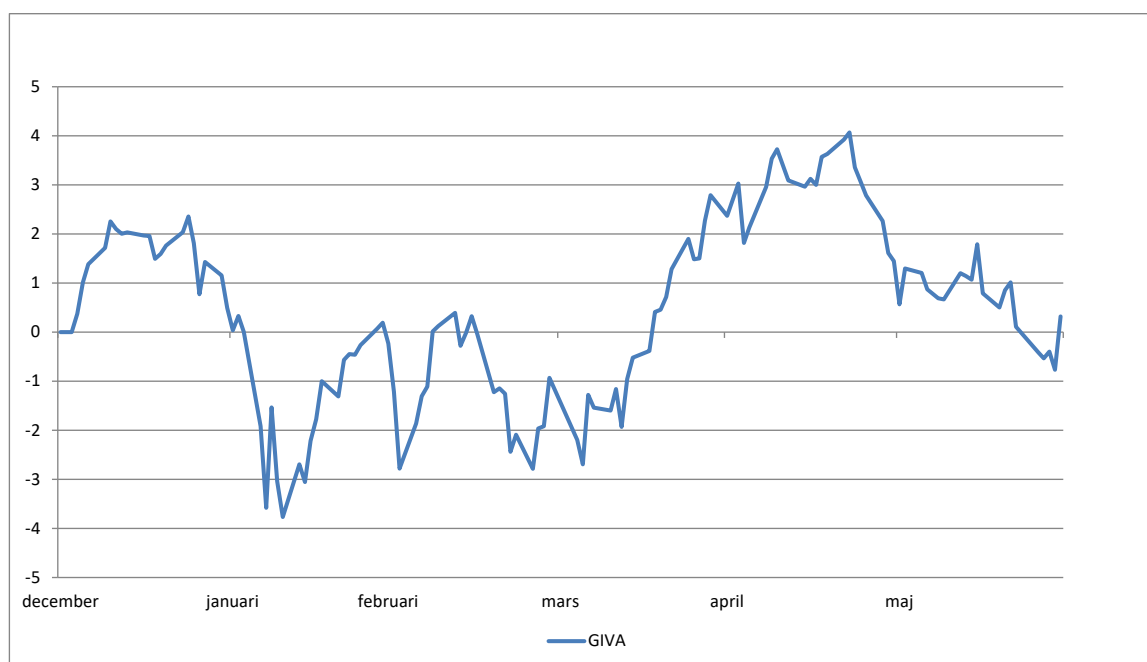
Stiftelsekonsortiet GIVA

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) | 2018-06-29 | 717 432 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) | | 719 201 |
| Förmögenhet (tkr) | 2017-12-31 | 705 716 |
| Andelar (antal) | 2018-06-29 | 717 097 |
| Andelsvärde inkl. utdelning | | 1 000 |
| Andelsvärde exkl. utdelning | | 982 |

| Avkastning (jämförelseindex) | |
|------------------------------|-------|
| 1 mån (%) | -0,24 |
| 3 mån (%) | 1,26 |
| Sedan årets start (%) | 0,32 |

Avkastning (januari – juni) (%)



Nyckeltal (jämförelseindex)

| | |
|------------------------|------|
| Standardavvikelse (%)* | 6,79 |
| Sharpekvot* | 1,02 |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|-----------|--------------------|
| Hennes & Mauritz B | 7,34% | 52 641 720 |
| Nordea Bank | 7,22% | 51 768 000 |
| TeliaSonera | 7,19% | 51 609 600 |
| Volvo B | 6,79% | 48 740 125 |
| SEB A | 6,46% | 46 314 692 |
| Skanska B | 6,30% | 45 185 466 |
| Trelleborg B | 4,26% | 30 579 305 |
| LM Ericsson B | 3,83% | 27 505 293 |
| Essity | 3,08% | 22 129 733 |
| NCC B | 2,82% | 20 204 621 |

Utdelning

| | |
|------------------|-------|
| Utdelning 170815 | 1,57% |
| Utdelning 171215 | 1,30% |
| Utdelning 180413 | 3,24% |

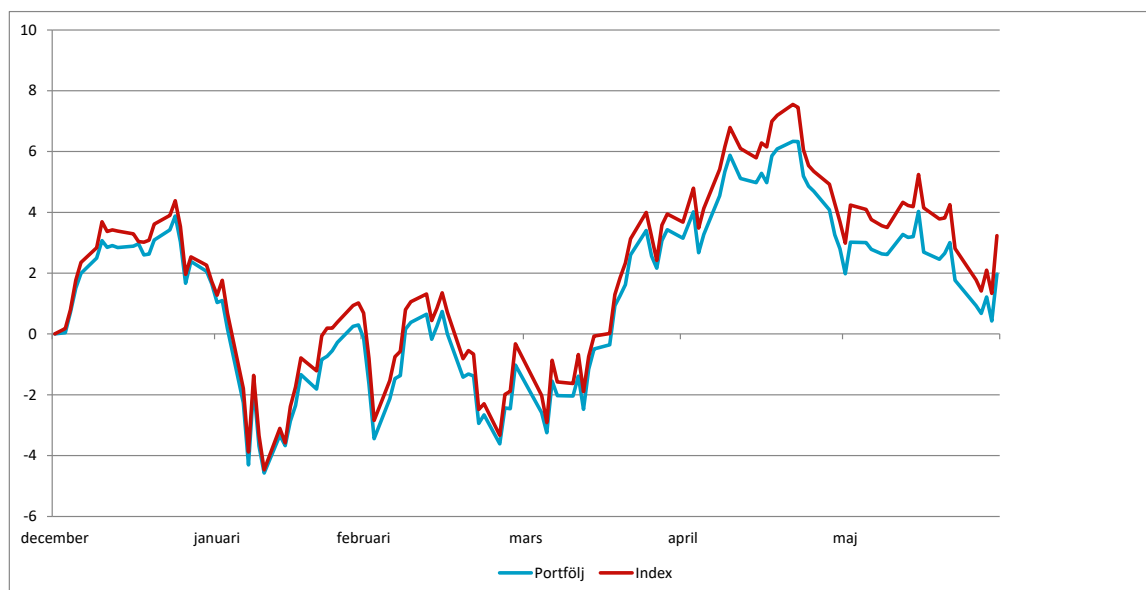
Aktiekonsortiet Spiran

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

| Förmögenhet | | Total |
|------------------------------------|------------|-----------|
| Förmögenhet (tkr) | 2018-06-29 | 1 136 043 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) | | 1 138 621 |
| Förmögenhet (tkr) | 2017-12-31 | 1 053 653 |
| Andelar (antal) | 2018-06-29 | 148 836 |
| Andelsvärde inkl. utdelning | | 7 633 |
| Andelsvärde exkl. utdelning | | 7 378 |

| Avkastning (jämförelseindex) | |
|------------------------------|--------------|
| 1 mån (%) | -0,01 (0,24) |
| 3 mån (%) | 3,02 (3,57) |
| Sedan årets start (%) | 1,97 (3,24) |

Avkastning (januari – juni) (%)

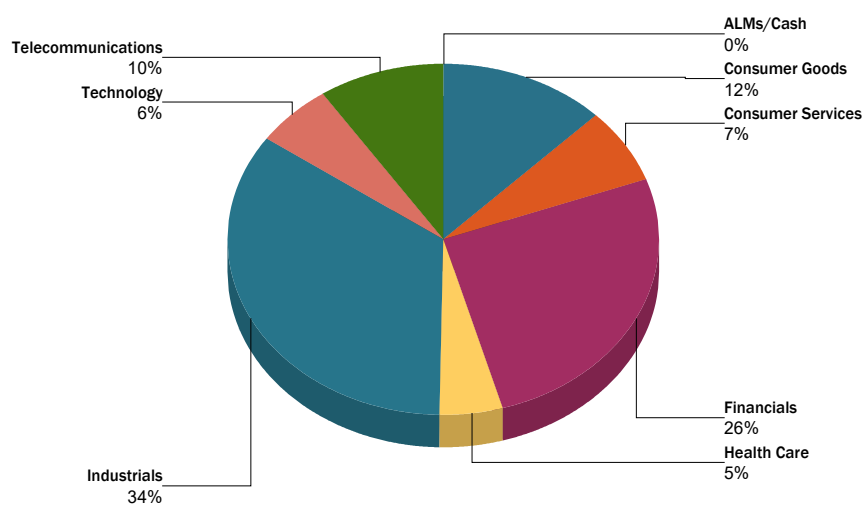


Nyckeltal (jämförelseindex)

| | |
|-----------------------------------|---------------|
| Standardavvikelse (%)* | 11,73 (11,43) |
| Sharpekvot* | 0,90 (1,00) |
| Informationskvot* | -0,64 |
| Informationskvot 12-månaderstal | -1,18 |
| Tracking error (%)* | 1,38 |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 1,65 |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|-----------|--------------------|
| Volvo B | 9,02% | 102 388 000 |
| Nordea Bank | 8,89% | 100 962 613 |
| TeliaSonera | 6,16% | 69 925 028 |
| Sandvik | 5,81% | 65 960 832 |
| LM Ericsson B | 5,72% | 64 908 394 |
| Hennes & Mauritz B | 5,72% | 64 898 622 |
| Essity | 5,13% | 58 251 914 |
| SEB A | 4,94% | 56 081 266 |
| Skanska B | 4,23% | 48 026 651 |
| Autoliv | 3,55% | 40 311 236 |

Branschfördelning

Aktiekonsortiet Sverige

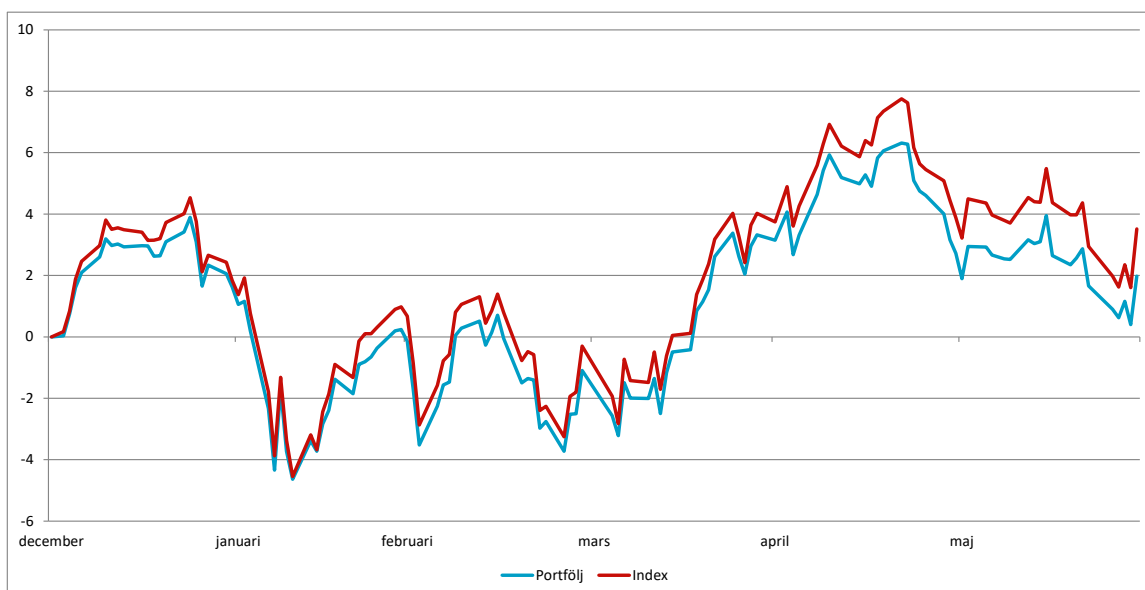
Aktiv förvaltning av svenska aktier. Konsortiets jämförelseindex utgörs av det vanligaste indexet på börsen som innehåller närmare 300 bolag.

| Förmögenhet | | Total |
|------------------------------------|------------|-----------|
| Förmögenhet (tkr) | 2018-06-29 | 3 494 920 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) | | 3 492 632 |
| Förmögenhet (tkr) | 2017-12-31 | 3 661 974 |
| Andelar (antal) | 2018-06-29 | 469 772 |
| Andelsvärde inkl. utdelning | | 7 440 |
| Andelsvärde exkl. utdelning | | 7 190 |

Avkastning (jämförelseindex)

| | |
|-----------------------|-------------|
| 1 mån (%) | 0,08 (0,29) |
| 3 mån (%) | 3,10 (3,83) |
| Sedan årets start (%) | 1,98 (3,51) |

Avkastning (januari – juni) (%)

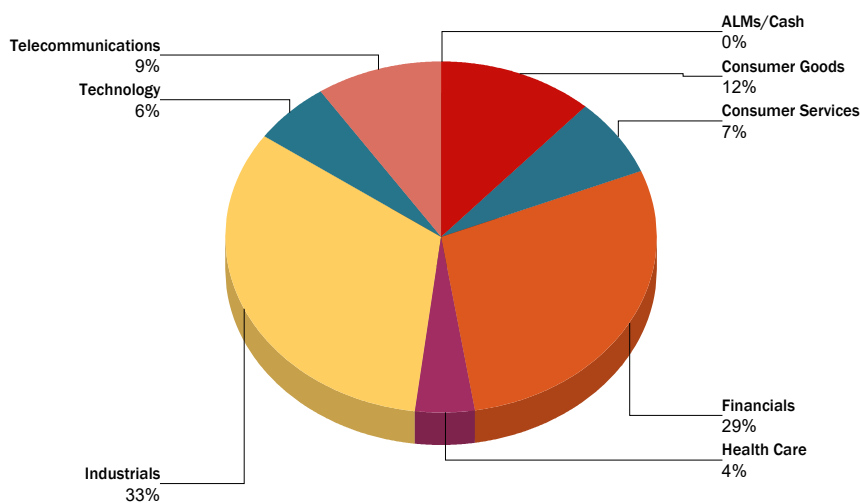


Nyckeltal (jämförelseindex)

| | |
|-----------------------------------|---------------|
| Standardavvikelse (%)* | 11,78 (11,50) |
| Sharpekvot* | 0,89 (1,00) |
| Informationskvot* | -0,83 |
| Informationskvot 12-månaderstal | -1,65 |
| Tracking error (%)* | 1,30 |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 1,37 |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|-----------|--------------------|
| Nordea Bank | 8,64% | 301 536 607 |
| Volvo B | 8,53% | 297 908 698 |
| TeliaSonera | 6,19% | 216 125 727 |
| LM Ericsson B | 5,95% | 207 725 769 |
| Sandvik | 5,44% | 190 017 084 |
| Hennes & Mauritz B | 5,38% | 187 842 510 |
| Essity | 4,92% | 171 705 836 |
| Skanska B | 4,28% | 149 355 325 |
| SEB A | 4,27% | 149 188 312 |
| Investor B | 4,03% | 140 603 633 |

Branschfördelning

Aktieindexkonsortiet Sverige

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

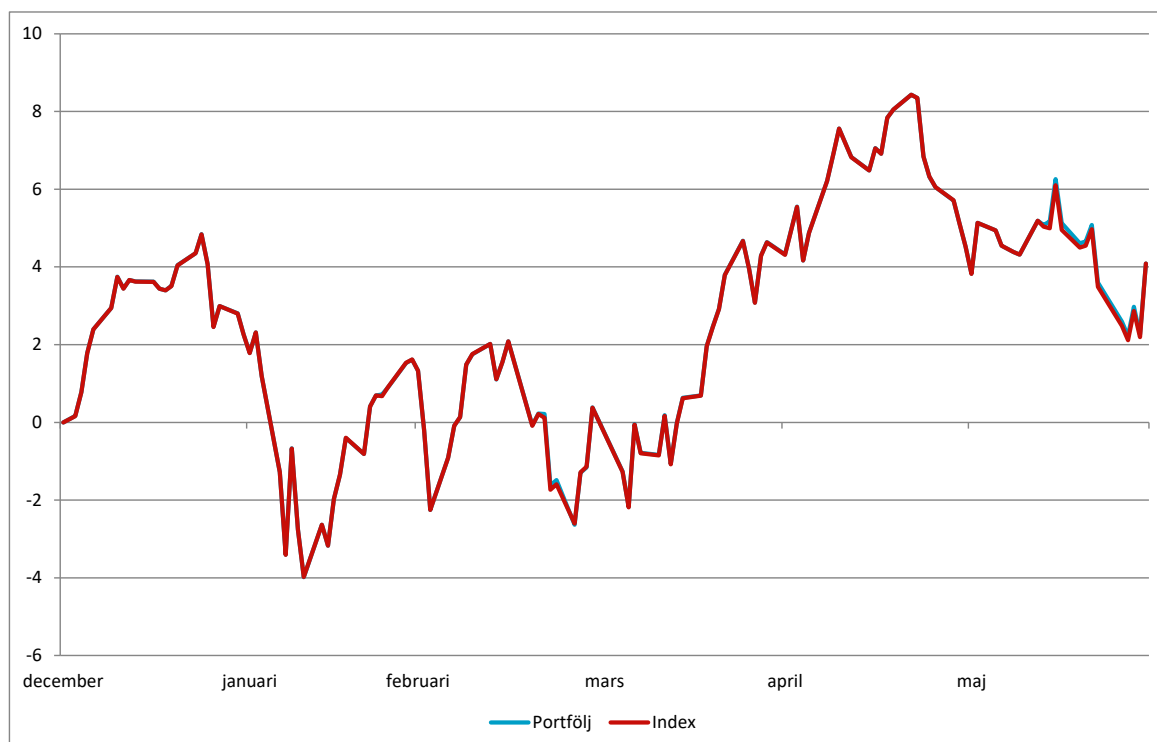
Förmögenhet

| | | Total |
|------------------------------------|------------|------------|
| Förmögenhet (tkr) | 2018-06-29 | 1 810 892 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) | | 1 806 280 |
| Förmögenhet (tkr) | 2017-12-31 | 1 946 779 |
| Andelar (antal) | 2018-06-29 | 10 073 198 |
| Andelsvärde inkl. utdelning | | 180 |
| Andelsvärde exkl. utdelning | | 173 |

Avkastning (jämförelseindex)

| | |
|-----------------------|-------------|
| 1 mån (%) | 0,26 (0,26) |
| 3 mån (%) | 3,69 (3,69) |
| Sedan årets start (%) | 4,09 (4,09) |

Avkastning (januari – juni) (%)

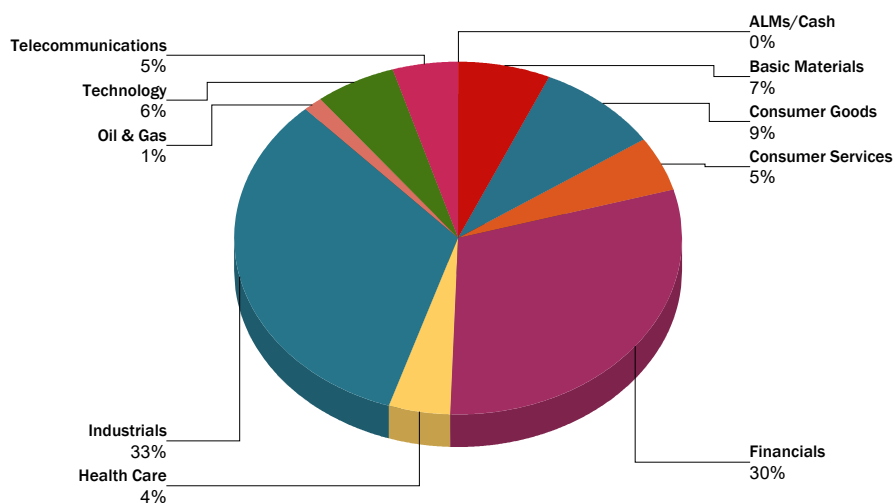


Nyckeltal (jämförelseindex)

| | |
|-----------------------------------|---------------|
| Standardavvikelse (%)* | 11,80 (11,80) |
| Sharpekvot* | 0,83 (0,83) |
| Tracking error (%)* | 0,04 |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 0,02 |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|-----------|--------------------|
| Nordea Bank | 7,52% | 136 088 236 |
| Volvo B | 6,42% | 116 165 988 |
| LM Ericsson B | 5,79% | 104 904 243 |
| Swedbank A | 4,97% | 89 910 278 |
| Assa Abloy AB | 4,88% | 88 369 328 |
| Atlas Copco A | 4,59% | 83 099 226 |
| Sandvik | 4,45% | 80 626 038 |
| Investor B | 4,12% | 74 562 571 |
| Handelsbanken A | 3,88% | 70 269 647 |
| Essity | 3,84% | 69 587 972 |

Branschfördelning

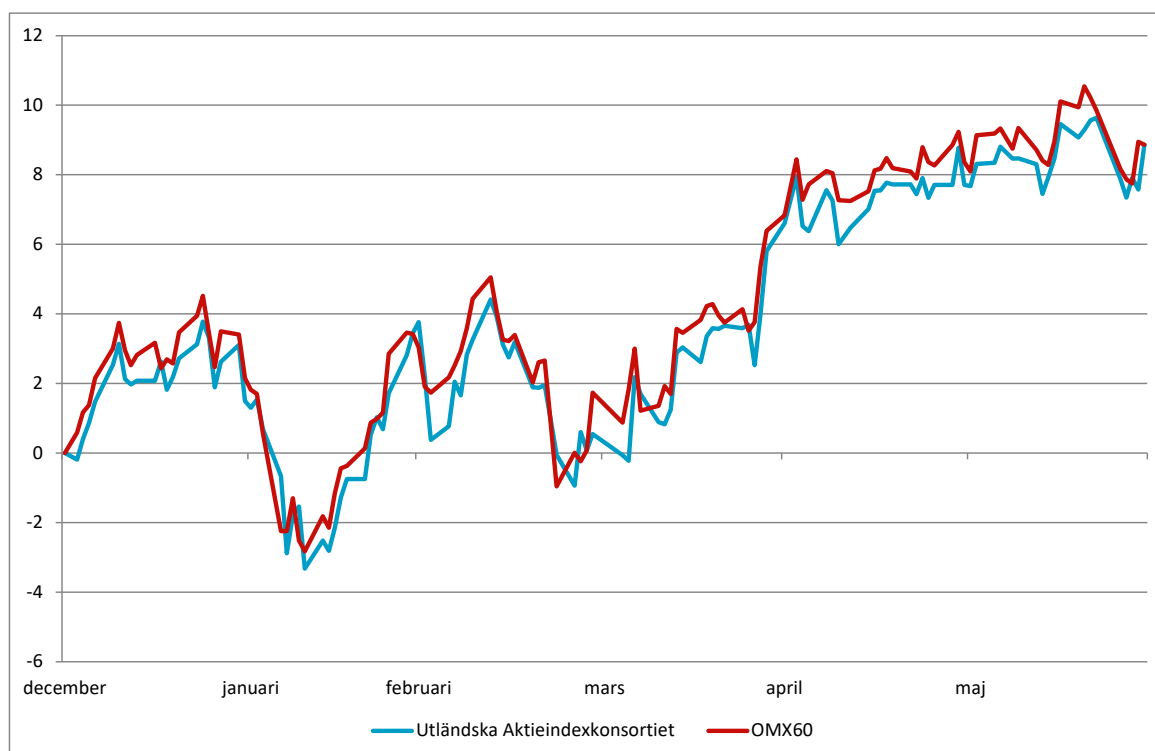
Aktieindexkonsortiet Utland

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

| Förmögenhet | | Total |
|------------------------------------|------------|-----------|
| Förmögenhet (tkr) | 2018-06-29 | 2 634 809 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) | | 2 634 723 |
| Förmögenhet (tkr) | 2017-12-31 | 2 511 038 |
| Andelar (antal) | 2018-06-29 | 291 697 |
| Andelsvärde inkl. utdelning | | 9 033 |
| Andelsvärde exkl. utdelning | | 8 756 |

| Avkastning (jämförelseindex) | |
|------------------------------|-------------|
| 1 mån (%) | 1,10 (0,71) |
| 3 mån (%) | 8,27 (7,00) |
| Sedan årets start (%) | 8,86 (8,86) |

Avkastning (januari – juni) (%)



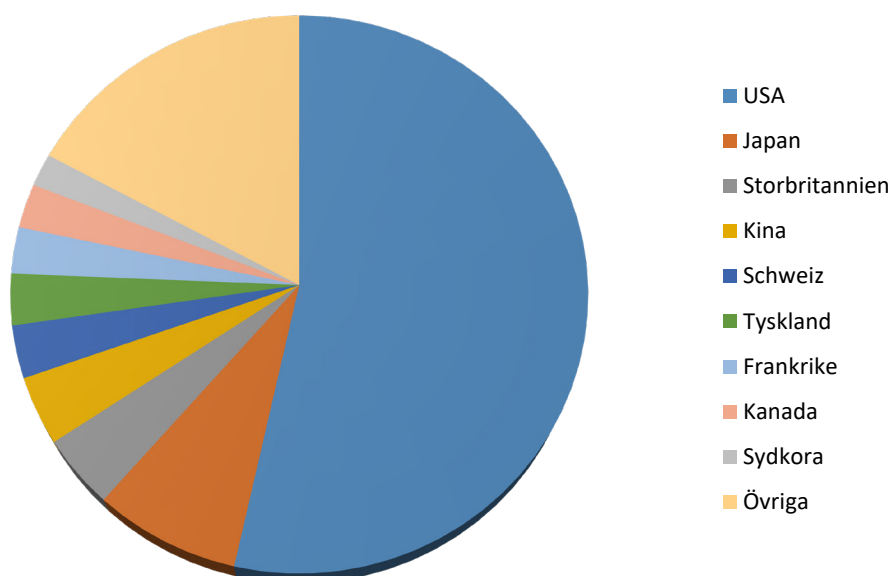
Nyckeltal (jämförelseindex)

| | |
|-----------------------------------|---------------|
| Standardavvikelse (%)* | 11,02 (10,60) |
| Sharpekvot* | 1,35 (1,40) |
| Tracking error (%)* | 2,13 |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 2,95 |

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

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

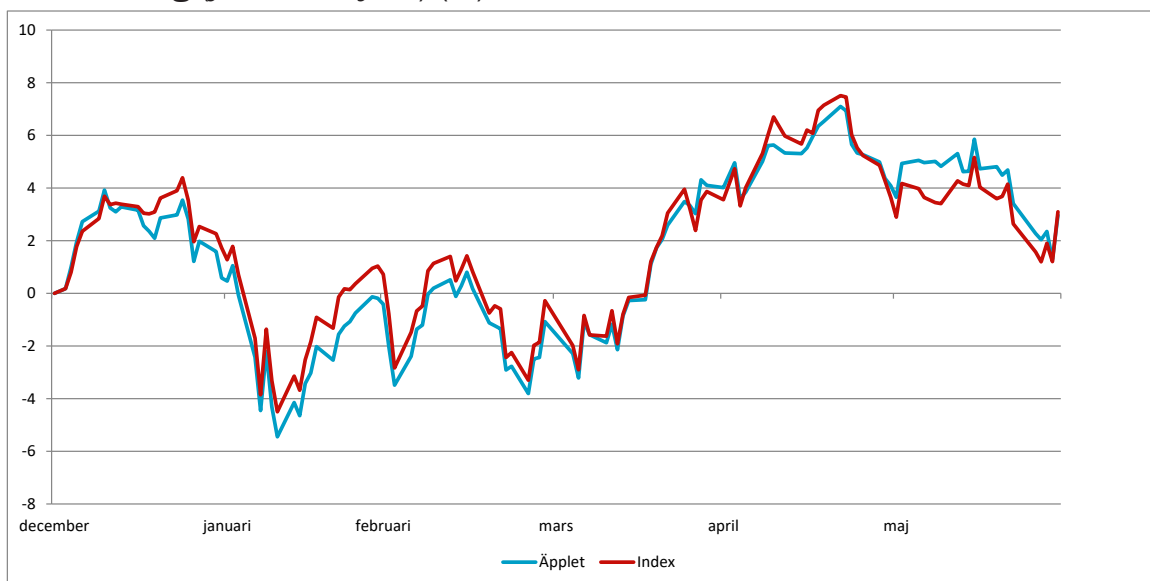
Aktieindexkonsortiet Äpplet

Ett likaviktat aktieindexkonsortium.

| Förmögenhet | | Total |
|------------------------------------|------------|--------|
| Förmögenhet (tkr) | 2018-06-29 | 90 653 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) | | 91 260 |
| Förmögenhet (tkr) | 2017-12-31 | 59 853 |
| Andelar (antal) | 2018-06-29 | 82 461 |
| Andelsvärde inkl. utdelning | | 1 099 |
| Andelsvärde exkl. utdelning | | 1 072 |

| Avkastning (jämförelseindex) | |
|------------------------------|--------------|
| 1 mån (%) | -0,66 (0,20) |
| 3 mån (%) | 4,08 (3,38) |
| Sedan årets start (%) | 2,96 (3,10) |

Avkastning (januari – juni) (%)

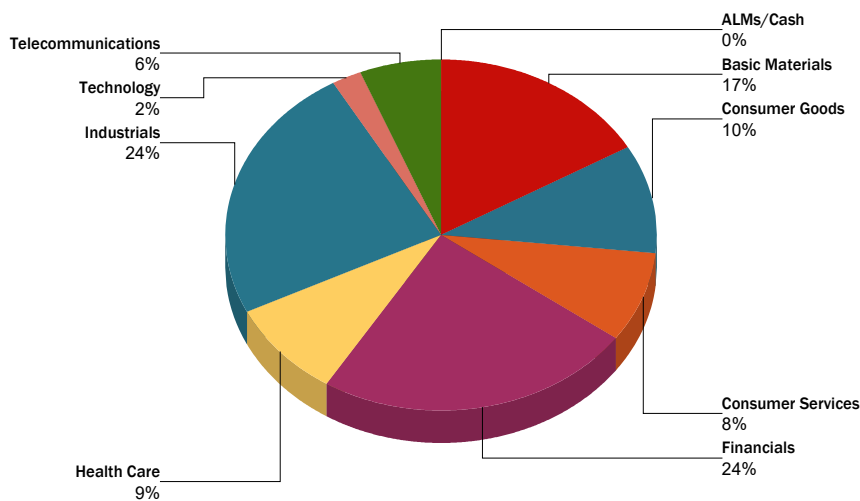


Nyckeltal (jämförelseindex)

| | |
|-----------------------------------|-------------|
| Standardavvikelse (%)* | 8,57 (8,85) |
| Sharpekvot* | 1,06 (0,95) |
| Tracking error (%)* | 3,33 |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | 3,53 |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|--------------------------|-----------|--------------------|
| Swedish Orphan Biovitrum | 2,44% | 2 208 390 |
| Fabege | 2,39% | 2 162 610 |
| Elekta B | 2,38% | 2 158 338 |
| Fastighets Balder B | 2,31% | 2 089 003 |
| Axfood AB | 2,29% | 2 078 800 |
| Svenska Cellulosa B | 2,29% | 2 077 003 |
| LM Ericsson B | 2,29% | 2 072 190 |
| Hexpol B | 2,27% | 2 056 085 |
| AstraZeneca | 2,27% | 2 055 667 |
| Stora Enso R | 2,26% | 2 046 034 |

Branschfördelning

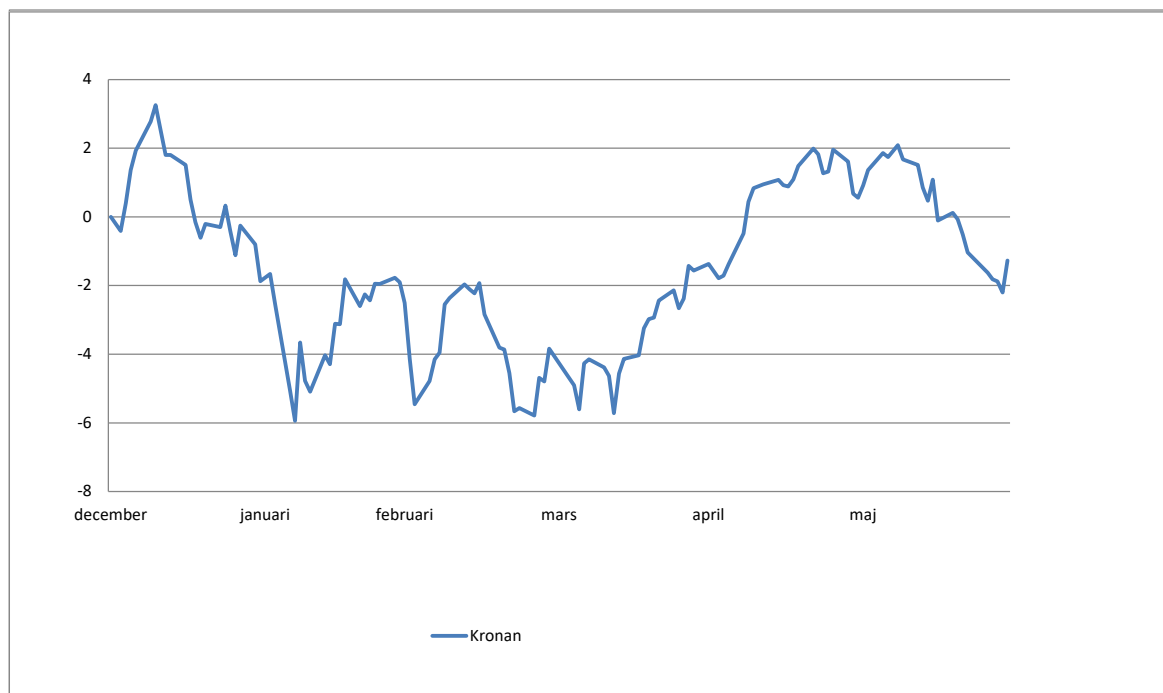
Aktiekonsortiet Kronan

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) | 2018-06-29 | 168 183 |
| Förmögenhet föregående månad (tkr) | | 171 909 |
| Förmögenhet (tkr) | 2017-12-31 | 130 675 |
| Andelar (antal) | 2018-06-29 | 168 182 756 |
| Andelsvärde inkl. utdelning | | 995 |
| Andelsvärde exkl. utdelning | | 970 |

| Avkastning (jämförelseindex) | |
|------------------------------|-------|
| 1 mån (%) | -2,17 |
| 3 mån (%) | 2,67 |
| Sedan årets start (%) | -1,27 |

Avkastning (januari – juni) (%)

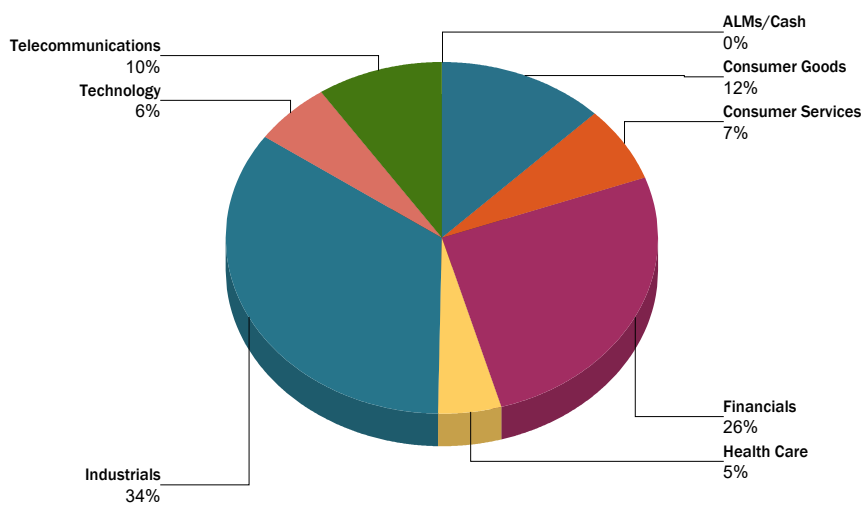


Nyckeltal (jämförelseindex)

| | |
|-----------------------------------|-------|
| Standardavvikelse (%)* | 10,54 |
| Sharpekvot* | 10,54 |
| Tracking error (%)* | -0,01 |
| Tracking error 12-månaderstal (%) | -0,01 |

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

| Största enskilda innehav | Andel (%) | Marknadsvärde (kr) |
|---------------------------------|-----------|--------------------|
| Bravida Holding | 4,98 | 8 233 905 |
| Fastighets Balder B | 4,95 | 8 183 000 |
| Capio | 4,93 | 8 160 567 |
| Kungsleden | 4,86 | 8 034 000 |
| Duni | 4,80 | 7 946 862 |
| Getinge B | 4,80 | 7 946 250 |
| Hufvudstaden A | 4,65 | 7 698 000 |
| NCC B | 4,64 | 7 675 542 |
| Millicom International Cellular | 4,56 | 7 543 011 |
| BillerudKorsnas | 4,50 | 7 443 647 |

Branschfördelning



KAMMARKOLLEGIET