



# Kapitalförvaltningens kvartalsrapport Q2 2017



KAMMARKOLLEGIET

# Innehåll

Förord	3
Ekonomiska utsikter Q2 2017	4
Räntekonsortiet	10
Företagsobligationskonsortiet	12
Aktiekonsortiet Spiran	14
Aktiekonsortiet Sverige	16
Aktieindexkonsortiet Sverige	18
Aktieindexkonsortiet Utland	20
Stiftelsekonsortiet GIVA	22
Aktieindexkonsortiet Äpplet	24
Definitioner	26

## FÖRORD

Till andelsägarna i Kammarkollegiets konsortier

# Ett mycket intressant utgångsläge

De flesta tillgångsslag har fortsatt att avkasta positivt under andra kvartalet. Vi fortsätter att ta oss igenom än den ena osäkerheten än den andra. Den politiska risken i Europa ser ut att ha minskat. Däremot ser vi tecken på en tvekan kring var konjunkturen är på väg. Centralbankerna runt om i världen har också ändrat retoriken och vi ser en begynnande reversering av den väldigt stimulerande penningpolitiken. Men marknaderna tuffar på.

Vi befinner oss i ett mycket intressant utgångsläge. Räntorna har sjunkit under flera års tid och det har medfört att nästan alla tillgångspriser stigit rejält. Värderingarna är höga – en del menar att många tillgångar till och med är övervärderade. Vi tror att räntebotten är nådd och att de långa räntorna härifrån långsamt kommer att stiga. Givet dessa förutsättningar, vilken avkastning kan vi framöver förvänta oss, hur vill vi allokera utifrån detta? Detta skriver vi om i rapporten.

Mot bakgrund av dethär är det också roligt att kunna berätta att vi sjösat ett nytt konsortium som just syftar till att vara behjälplig när räntorna vänder uppåt – FOK FRN. Förkortningen FRN står för Floating Rate Note. En FRN är en obligation med rörlig ränta, där kupongen normalt sett är definierad i relation till Stibor 3m. Det innebär att obligationens avkastning blir avhängig ränteutvecklingen. Om Stibor 3m stiger så blir kupongen högre och om Stibor 3m sjunker så blir kupongen lägre. Denna konstruktion är extra intressant när räntan stiger eftersom avkastningen på innehaven justeras med 3 månaders mellanrum utifrån ränteutvecklingen. Med vår syn på marknaden vill vi rekommendera detta konsortium.

Ett annat konsortium som passar bra utifrån vår försiktiga syn är GIVA, ett konsortium som vi skrivit om många gånger tidigare.

GIVA passar de som vill upprätthålla eller öka utdelningen på ett kostnadseffektivt sätt. GIVA passar också dem som vill diversifiera sina tillgångar till lägre förväntad risk och lägre grad av samvariation med andra aktie- och ränteplaceringar. Investeringar i GIVA kan göras tre gånger per år och nästa investeringstillfälle är den 15 augusti.

I början på året startade vi Äppet – ett konsortium som följer ett likaviktat index. Det gläder oss att Äppet fått en fin start. Under hösten kommer vi också att starta ett nytt aktiekonsortium – Kronan – som placerar i småbolag. Det ser ut att bli en spännande fortsättning på 2017.

Med detta sagt önskar vi på Kammarkollegiet er en trevlig läsning och en skön sommar.



Bengt Svelander  
Chef för Kapitalförvaltningen

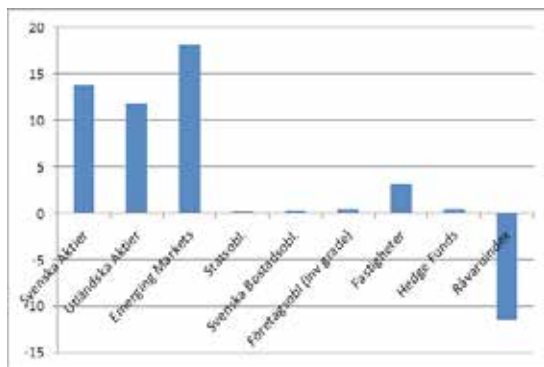


# Ekonomiska utsikter

## Den bästa av världar har fortsatt under kvartalet

De finansiella marknaderna har fortsatt att ge en god avkastning under andra kvartalet, vilket tydligt framgår nedan. Den låga volatiliteten har samtidigt bestått på aktiemarknaden trots att till exempel konjunktursignalerna globalt snarare har överraskat på den negativa sidan och att centralbanker – i enlighet med våra bedömningar – givit signaler om förändringar i penningpolitiken. Figuren visar även att TINA (There Is No Alternative) styrt marknaden under 2017.

Figur: Avkastning för olika tillgångsslag under 2017

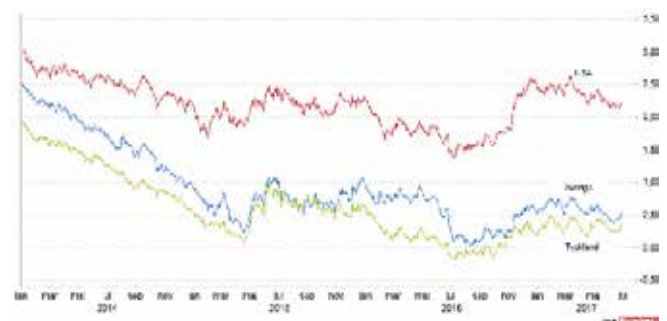


Det kan konstateras att aktiemarknaderna under första halvåret givit två ”årsavkastningar” och därmed har värderingarna blivit högre. Råvaror, däremot, har utvecklats väsentligt svagare. Det reflekterar nedställda förväntningar om Trumps reflationspolitik och intresset för att inflationsskydda portföljer, via investeringar i råvaror, minskat. Även om konjunkturindikatorerna varit något svagare än väntat under andra kvartalet är det ett uteblivet inflationslyft som är den huvudsakliga förklaringen bakom att råvaror utvecklats svagt.

Finansmarknaderna har utvecklats väl, trots en utbredd besvikelse över bristen på handlingskraft vad gäller ekonomiska reformer och skattesänkningar hos president Trump. IMF har reviderat ned utsikterna för amerikansk tillväxt under de kommande åren till följd av detta. Figuren visar att i princip alla tillgångsslag haft god utveckling även om inte avkastningen till exempel är hög för räntepositioneringar, men det är ju knappast att vänta med tanke på dagens extrema räntenivåer.

Det är mer och mer uppenbart att vi såg absoluta långräntebotten föregående sensommar och att marknadsräntor – efter dryga 25 år – är i en svagt uppåtgående trend. Den fråga som vi och många andra ställer sig är hur det här kommer att påverka andra tillgångsmarknader. Framför allt är detta beroende av hur snabbt och ”varför” räntorna stiger. Det är heller inte konstigt att marknadsräntor fallit under andra kvartalet eftersom konjunktursignalerna överraskat negativt. Vår bedömning är att räntetrenden är långsiktigt fortsatt uppåt.

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



Vår bedömning om framtiden är att den globala tillväxten kommer att vara hygglig, kanske något högre än förväntad tillväxt (men lägre än historiskt), som inte ger en ökande inflation

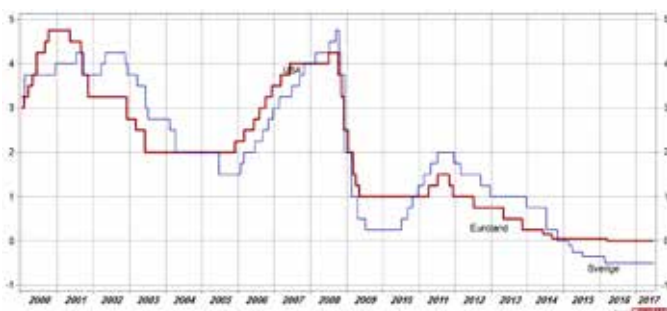
och fortsätter att hålla styrräntor på låga nivåer om än något högre än nuläget. Det är en slags "goldilocks-scenario" som ger en något längre cykel men inte tillräckligt stark för snabba ökningarna i vinsttillväxt.

USA befinner sig i en högkonjunktur men mycket tyder på att nästa lågkonjunktur väntar runt hörnet. Resursutnyttjandet på arbetsmarknaden är högt och arbetskostnaden av den totala produktionen börjar stiga och vinstandelarna sjunka. Arbetslösheten ligger under vad som bedöms vara långsiktig jämviktsnivå, därtill är skuldsättningen i den amerikanska ekonomin hög. Om inte de här faktorerna sätter stopp för ökad tillväxt kommer det att ske med högre räntor. Med andra ord är lägre tillväxt att vänta i USA.

En rad centralbanker har börjat kommunicera att räntepolitiken på sikt kommer att normaliseras, det vill säga en något högre styrränta samtidigt som kvantitativa lättnader kommer att minska. Det betyder att FED och andra centralbanker ger ECB och Riksbanken draghjälp. Kommunikationen från centralbankerna har svängt, vilket vi förväntat oss, mot det hökaktigare hållet. FED höjde i juni räntan för fjärde gången sedan finanskrisen och har offentliggjort en plan för hur de ska minska balansräkningen. Den gradvisa omsvängningen påverkar Riksbanken och ECB, som i dagsläget indikerar en första höjning i juli 2018.

I Euroområdet har tillväxten överraskat positivt och det är därför inte konstigt att ECB levererat ett budskap om ökad tillförsikt för tillväxt och inflation. Sammantaget bör det medföra att negativa löptidspremier på långa räntor övergår till att bli positiva vilket betyder stigande långa räntor.

Figur: Styrräntor i Sverige och Euroland

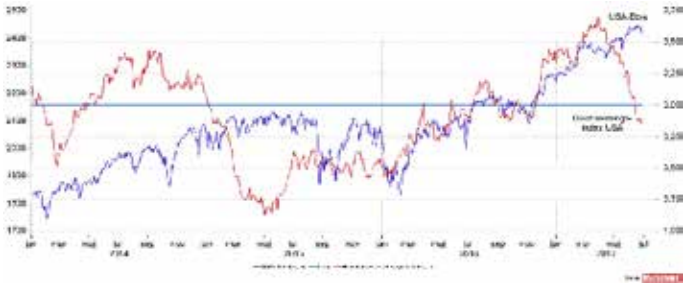


Sedan 19 november 1992 har Sverige rörlig växelkurs, det vill säga i teorin penningpolitisk frihet. I realiteten, vilket ovanstående figur tydligt visar, gäller den här friheten inte fullt ut. För det första är Sverige ett litet och öppet land och påverkas mycket av ekonomisk tillväxt i Europa. För det andra medför fria kapitalrörelser att en ränteförändring i förhållande till EMU direkt påverkar kronans styrka och därmed förutsättningarna för finansmarknaderna. För det tredje träffas svenska och utländska beslutsfattare (regeringar och centralbanker) kontinuerligt, vilket även påverkar framtida beslut. Sammantaget innebär detta att den penningpolitiska friheten i realiteten begränsas. Det betyder att åtstramningar i den svenska penningpolitiken kommer att sammanfalla med ECB:s beslut. Det är därför viktigt att ECB börjat diskutera framtida förändringar i penningpolitiken eftersom de kommer att påverka Riksbanken.

Enligt vårt synsätt är dagens styrränta (-0,5 procent) för låg utifrån svensk fundamenta. De svenska ekonomiska utsikterna ser goda ut, särskilt med tanke på att den globala konjunkturen tuffar på. Arbetslösheten väntas fortsätta sjunka utan inflationsimpulser vilka kan väntas ligga mellan 1-2 procent under året. Det finns ingen press på Riksbanken att agera snabbt. Förändringar i penningpolitiken (och retoriken) kommer till mångt och mycket att styras av ECB.

Aktiemarknaderna har utvecklats överraskande väl under sista kvartalet om vi beaktar hur konjunktursignalerna inkommit i förhållande till förväntningsbilden. Så här långt tycks aktiemarknadens reaktion till centralbanker vara positiv: hökaktiga kommentarer innebär förbättrade utsikter för tillväxt och vinster, duvaktiga signaler innebär att mer stimulans är på väg. På sikt kommer detta att brytas, men brist på alternativ, pengar i överflöd och att centralbanker gör allt för att hålla upp tillgångspriser innebär att "festen" nog håller på ett tag till.

Figur: Amerikansk börs och överraskningsindex



Figuren visar att börsen gått bra trots sämre konjunktursignaler och räntehöjningar i USA. Aktiemarknaden är högt värderad, vilket vi samtidigt finner naturligt i denna lågräntemiljö. Sammantaget anser vi med bestämdhet att försiktighet ska beaktas. Vi har under en tid haft övervikt i mer cykliska bolag men i takt med att dessa stigit markant (se figur) har vi dragit ner övervikten i dessa som till exempel i Sandvik. I nuläget eftersträvar vi inte några positioner mellan sektorer utan föredrar att ta våra positioner mellan bolag inom samma sektor samtidigt som vi har en defensiv tilt i portföljen. Under senare tid har vi försiktigt börjat övervikta bolag som till exempel Volvo, Autoliv, Trelleborg, HM och Telia.

Vi ser mycket fram emot kommande rapport-säsong och i synnerhet vad bolagen kommer att säga om framtiden. Skulle till exempel framtidsbedömningarna vara fortsatt positiva kan det bidra till att hålla börsen uppe trots lite sämre konjunktursignaler, höga värderingar och att centralbanker blivit lite mer hökaktiga. Vår rekommendation blir trots allt försiktighet, det vill säga att det inte är läge att kraftigt övervikta aktier.

Under senaste dryga halvåret har cykliska aktier utvecklats bättre än börsen i genomsnitt.

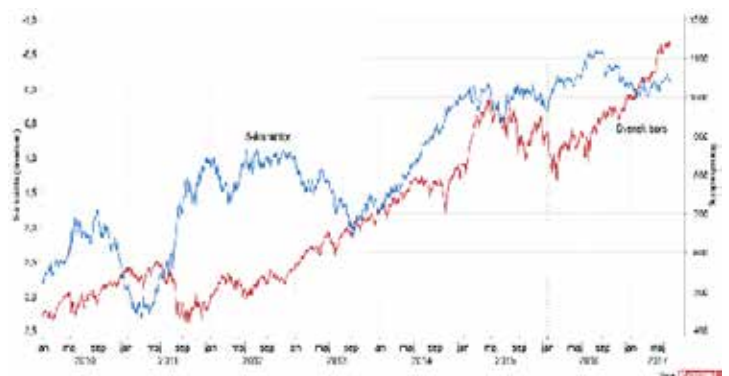
Figur: Valda sektorer, jämfört med index, på svenska börsen



Det kan diskuteras om cykliska aktier, på relativ basis, nått sin maxpunkt. Samtidigt kan vi konstatera att fastighetsaktier mått mycket bra i den senaste miljön med fortsatt låga – och fallande – räntor. Även om räntor på sikt väntas stiga kommer förutsättningarna för fastighetsmarknaden ur den synvinkeln att vara goda. Figuren ovan visar även att detaljhandeln halkat efter övriga sektorer.

Samtidigt har vi ett mycket intressant utgångsläge med tanke på att de allt lägre räntorna i flera års tid medfört att i princip alla tillgångspriser stigit markant. Nedanstående figur visar ränteutveckling (omvänd skala) och börsens utveckling.

Figur: Svensk ränte- och börsutveckling sedan 2010



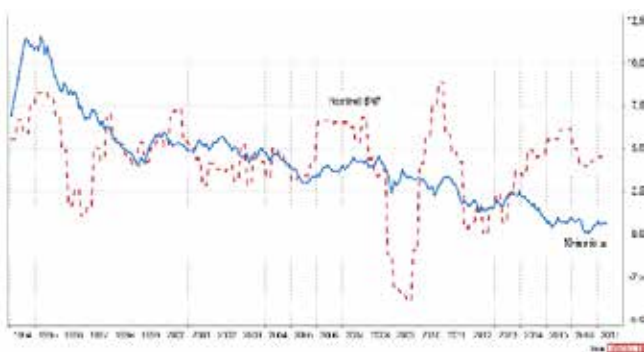
## Fortfsatt höga värderingar

Vår bedömning är att långa räntor i USA kan nå närmare 3 procent, det vill säga en uppgång med cirka 0,5 procentenheter jämfört med dagsläget. För svenskt vidkommande kan det medföra att en 10-årig statsobligationsränta stiger till cirka 1 procent mot slutet av året. Detta är emellertid inga räntenivåer som skrämmer börsen. Utifrån dessa förutsättningar, vad kan vi förvänta oss avkastningsmässigt för olika marknader?

Svaret står sannolikt att finna i dels hur snabbt räntor stiger, dels motivet för räntepågång och dels vilken räntenivå som kan betraktas som "jämvikt" i framtiden. Sammantaget är vi mycket övertygade om att de närmaste åren kommer att ge en låg avkastning för samtliga tillgångsslag. Det förklaras framför allt av höga värderingar i utgångsläget.

**Traditionella långa räntor** är den mest övervärderade tillgången. Precis som vi beskrivit i tidigare månadskommentarer är vi långsiktigt mycket tveksamma till att äga långa ränteplaceringar. Detta förklaras enklast genom en teoretisk diskussion. En lång ränta ska vara uppbyggd av en real tillväxt, förväntad inflation och en inflationriskpremie. I nuläget ligger den 10-åriga statsobligationsräntan på cirka 0,5 procent. Teoretiskt betyder det nolltillväxt i ekonomin, vilket naturligtvis inte är rimligt på sikt. Den nominella BNP-tillväxten ligger för närvarande på närmare 5 procent. Det är självklart att det tidvis finns stora skillnader mellan nominell BNP-tillväxt och räntenivå, men dagens differens kommer inte att kunna bestå. Långa räntor kommer att stiga långsiktigt, men vänta er inte snabbt och kraftigt stigande räntor.

Figur: Svensk nominell BNP-tillväxt och 10-årsränta



**Företagsobligationer** anser vi vara aptitliga i förhållande till traditionella räntor. Däremot är vi tydliga med att vi föredrar kortare duration för de här placeringarna. I vår värld är det rimligt att kreditvärdiga svenska företag lånar till en ränta på till exempel 3 år som överstiger den ränta som staten lånar till med drygt 1 procentenhet. Det är däremot inte rimligt att samma företag lånar till en ränta på cirka 0,5 procent.

Enligt vårt synsätt är aktier fullvärderade på egna meriter. Det betyder i första hand att framtiden avgörs om den ekonomiska tillväxten överraskar på den positiva sidan samt vad som händer med marknadsräntor, eftersom aktieäggande är ett alternativ till att äga en räntebärande placering.

Vår strategi är att välja ut de bästa företagen inom varje sektor genom att värdera deras långsiktiga lönsamhet, tillväxt och risk. En begränsad räntepågång ligger redan i dagens börskurser. Som tidigare nämnts är stigande räntor bra för bankaktier i nuvarande miljö med minusränta. Vi föredrar i nuläget, som tidigare nämnts, något mer defensiva bolag som samtidigt har en relativt attraktiv värdering.

En annan intressant företeelse är att små bolag, sedan millennieskiftet, utvecklats markant bättre än stora bolag. Även om mindre bolag kan sägas ha varit attraktiva vid millennieskiftet, är de i nuläget värderade som stora bolag, det vill säga ingen småbolagspremium kan sägas råda för tillfället. Det här visar också på en potentiell fallhöjd för små bolag eftersom det enligt teorin ska vara en likviditetspremie för dessa bolag.

Figur: Utveckling för stora, medel och små bolag på svensk börs



Det är naturligt att värderingen är hög på aktiemarknaden eftersom rådande räntenivå medför att alternativen till ränteplaceringar (bland annat aktier) blir mer attraktiva. En annan faktor som bidrar till höga värderingar är att kapitalflöden drar sig till aktier eftersom bolagsutdelningarna är tilltalande. Höga utdelningar förklarar till stor del av en lägre ekonomisk tillväxt jämfört med historiken, något som ger bolagen lägre investeringsbehov och leder till att företagen väljer att dela ut en större andel av vinsten.

Globala aktier ser vi som mindre attraktiva än svenska aktier, mycket beroende på att den amerikanska marknaden (som motsvarar närmare 60 procent av index) sannolikt är den högst värderade marknaden. Det är egentligen naturligt eftersom USA är det land som ligger längst fram i konjunkturcykeln.

Trots all nämnd oro, ser vi en årlig genomsnittlig börsavkastning på närmare 5 procent de närmaste 5 åren (drygt 3,5 procent direktavkastning och cirka 1 procent kursuppgång). I ett historiskt perspektiv är det här försiktiga antaganden, men väl motiverade mot bakgrund av höga värderingar. Lägg därtill att det är mycket sannolikt att börsen åtminstone vid något tillfälle faller med minst 15 procent. Eftersom vi befarar att börsen periodvis kan bli väldigt slagig intar vi en försiktig hållning och vår strategi blir att koncentrera portföljen och fokusera på värdeskapande företag med goda rörelseresultat i förhållande till börsvärde och högre direktavkastning.

**Fastighetsaktier** har utvecklats mycket väl på börsen under senare år, vilket är naturligt med tanke på den låga och fallande räntetrenden. Förutsättningarna för fysiska fastigheter är lite tudelad. Kassaflödesmässigt bedömer vi en fortsatt god utveckling eftersom driftnetton inom både hyres- och kommersiella fastigheter kommer att utvecklas väl i en gynnsam konjunktur. Däremot är utvecklingen av avkastningskravet (i praktiken priset) mer osäker att bedöma eftersom de är mycket låga i nuläget.

Fastighetsbolag har fått ökade finansieringsutmaningar. Vissa bolag har fått svårare att låna, vilket innebär att belåningsgraderna sjunker samtidigt som bankerna ökar sina

lånemarginaler. Dessutom är räntor i en stigande trend. Vi är inte pessimistiska men en ökad osäkerhet har infunnit sig. Det ska även nämnas att det är fortsatt stora flöden till fastighetsfonder. Vår slutsats är att det blivit allt viktigare att välja "rätt" fastighetsprojekt och inte enbart vara en så kallad Excel-investerares. Trots nämnda osäkerheter bedömer vi att direktavkastningen kommer att vara fortsatt god för fysiska fastigheter medan värdeförändringar är mer osäker. Direktavkastningen överstiger vida gällande räntenivå.

Regeringen har presenterat ett förslag som innebär sänkt företagsbeskattning som finansieras av att bolagens ränteavdragsmöjligheter minskar. Det här skulle missgynna fastighetsbolag med hög belåning, men som vi alla vet är det långt ifrån säkert att regeringen kan få igenom det här förslaget i riksdagen.

**Hedgefonder** är ett svåranalyserat tillgångslag eftersom många av de här fonderna egentligen inte bör klassas som hedgefonder. En "riktig" hedgefond bör över tid inte ha en hög korrelation mot varken börsen eller räntemarknaden. För att ytterligare komplicera det hela finns fonder med olika strategier, men framför allt investeras oftast i humankompetens, något som kan vara mycket flyktigt eftersom det är personerna i fonden som investeringar görs i.

De här fonderna behöver volatilitet för att skapa avkastning, vilket inte varit fallet under senare tid. Enligt vårt synsätt är placeringsalternativet intressant om en bukett av olika hedgefonder består av sådana som varken samvarierar med varandra eller sammantaget samvarierar med aktie- och ränteplaceringar. Med "riktiga" hedgefonder kan en portföljs risk-justerade avkastning förbättras, men det kräver beställarkompetens och grundlig analys för att välja rätt fonder. Det är rimligt att vänta sig reporänta plus två procentenheter, vilket i nuläget är 1,5 procent.



## Slutsatser allokering

Inom ränteuniversat föredrar vi korta räntefonder med inriktning mot kreditvärdiga företagsobligationer och undviker i möjligaste mån långa ränteplaceringar. I valet mellan olika aktiemarknader föredrar vi den svenska framför den globala, vilket förklaras av att vi bedömer den amerikanska marknaden som den mest övervärderade.

Vi bedömer samtidigt att fastigheter och hedgefonder kan vara intressanta place-ring-alternativ men detta kräver samtidigt stor kännedom om förvaltare och strategi. Svårigheten är att välja ”rätt” förvaltare samtidigt som en sådan placering är illikvid och bör ses på lång sikt, vilket särskilt gäller för fastighetsplaceringar. Exponering mot fastigheter har en plats i de flesta tillgångsportföljer.

I valet mellan tillgångsslag blir en nyckelfråga hur snabbt och varför räntor stiger och på vilken nivå kan marknadsräntorna tänkas stiga. Vår bedömning idag är att räntenivån försiktigt kryper uppåt, drivet av framför allt goda konjunktursignaler. I sig bör en sådan utveckling inte medföra stora aktiefall. Däremot vet vi alla att det alltid inträffar något som marknaden inte räknar med. Även om vi bedömer att aktieavkastningen kommer att vara högre än för ränteplaceringar anser vi inte att det är tillräckligt attraktivt givet den högre risk i aktier. Vi har med ett mycket försiktigt förhållningssätt.

Nedan ses avkastningen i våra konsortier under första halvåret.

**Tabell: Avkastning i våra konsortier**

Konsortie	H1-2017	Index
Svenska aktiekons.	11,49	10,92
Spiran	11,25	10,86
Aktieindexkons.	2,11	2,06
Utl aktieindexkons.	-0,26	-0,45
Applet	10,17	9,22
Räntekons.	0,21	0,09
Företagsobl.kons.	-0,32	-0,35
Stiftelsekons. GIVA	9,17	

I månadsskiftet januari/februari startade vi ett ”lika-viktat” svenskt aktiekonsortium – Äpplet – som är ett samarbete med Göteborgs universitet. Konsortiets strategi är att ge varje bolag, cirka 65 stycken, exakt lika hög vikt (drygt 1,5 procent). Det betyder alltså att större bolag får lägre vikt än i ett marknads-viktat index. Innebörden av det här är att den förväntade avkastningen ökar, men särskilt riskjusterad avkastning. Vår bedömning är att det här är en mycket intressant placering för kapitalägare. Din kundkontakt berättar gärna mer om konsortiet som fått en god start.

Under hösten kommer vi även att starta ett småbolagskonsortium. Kontakta gärna oss för mer information.

# Räntekonsortiet

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

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2017-06-30 (tkr)	4 821 783
Förmögenhet föregående månad (tkr)	4 861 410
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	4 923 386
Andelar 2017-06-30 (antal)	39 848 673
Andelsvärde inkl. utdelning	121
Andelsvärde exkl. utdelning	120

## Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	-0,10 (-0,09)
3 mån (%)	0,21 (0,09)
Sedan årets start (%)	0,39 (0,00)

## Avkastning januari – juni (%)

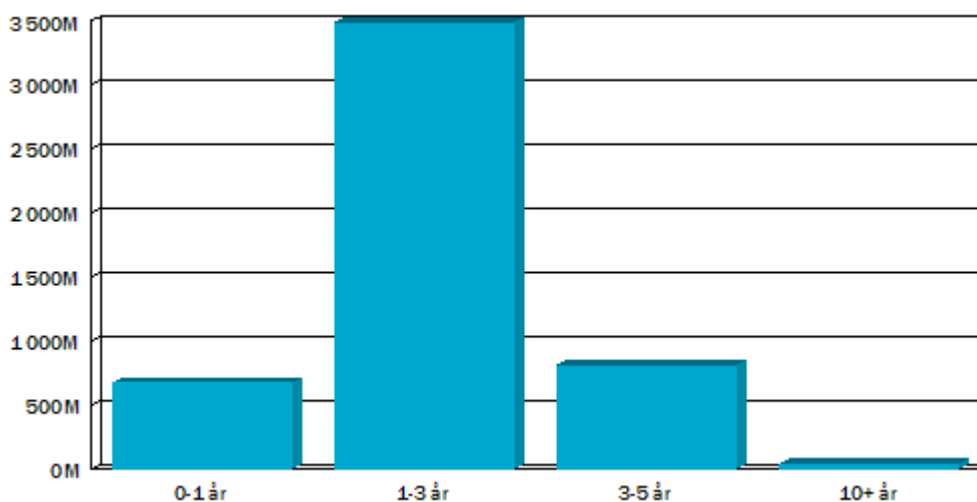


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	0,81 (0,71)
Sharpekvot*	1,26 (0,66)
Informationskvot*	2,95
Informationskvot 12-månaderstal	3,35
Tracking error (%)*	0,18
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,16
Duration	1,23

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Länsförsäkringar Hypotek	11,34	1 028 618 551
SBAB	10,83	982 684 664
Landshypotek	6,18	560 695 655
Stadshypotek	4,32	391 647 347
Vasakronan Fastighet	3,26	295 661 065
Willhem	3,14	285 086 082
Svenska staten	2,42	219 292 444
Scania	1,42	129 268 254
Spintab	1,29	117 106 333

**Förfallostruktur**

# Företagsobligationskonsortiet

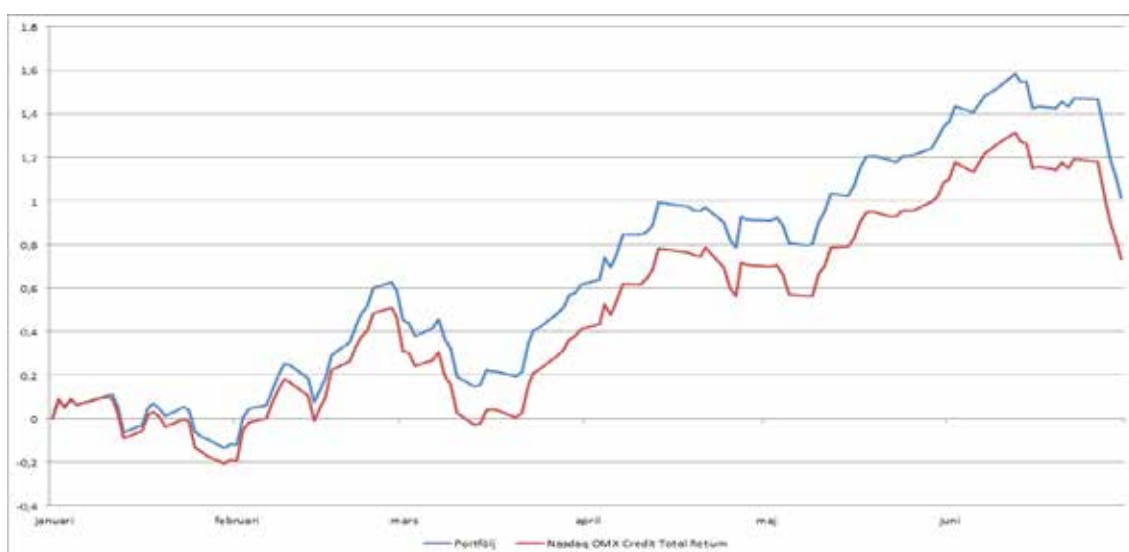
Aktiv förvaltning av svenska företagsobligationer. Konsortiet startades 1 juni 2013. Den genomsnittliga räntebindningstiden är cirka 3 år.

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2017-06-30 (tkr)	3 145 774
Förmögenhet föregående månad (tkr)	3 128 498
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	2 391 260
Andelar 2017-06-30 (antal)	2 996 522
Andelsvärde inkl. utdelning	1 050
Andelsvärde exkl. utdelning	1 040

## Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	-0,32 (-0,35)
3 mån (%)	0,40 (0,32)
Sedan årets start (%)	1,02 (0,73)

## Avkastning januari – juni (%)



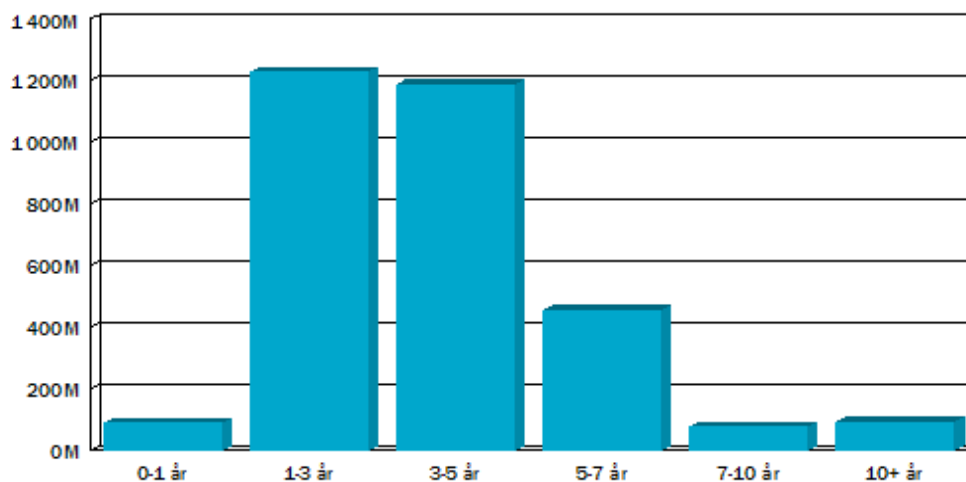


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	1,42 (1,46)
Sharpekvot*	1,65 (1,20)
Informationskvot*	1,73
Informationskvot 12-månaderstal	7,49
Tracking error (%)*	0,33
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,09
Duration	2,96

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Willhem	6,02	193 024 056
Vasakronan Fastighet	5,86	188 047 499
LeasePlan	4,63	148 665 351
Fortum värme	4,12	132 141 071
Sveaskog MTN	3,66	117 436 526
Hufvudstaden	3,46	110 896 445
Länsförsäkringar Bank	3,36	107 926 876
Castellum	3,35	107 538 960
SWEDAV	3,11	99 836 021
SBAB	3,09	99 031 444

**Förfallostruktur**

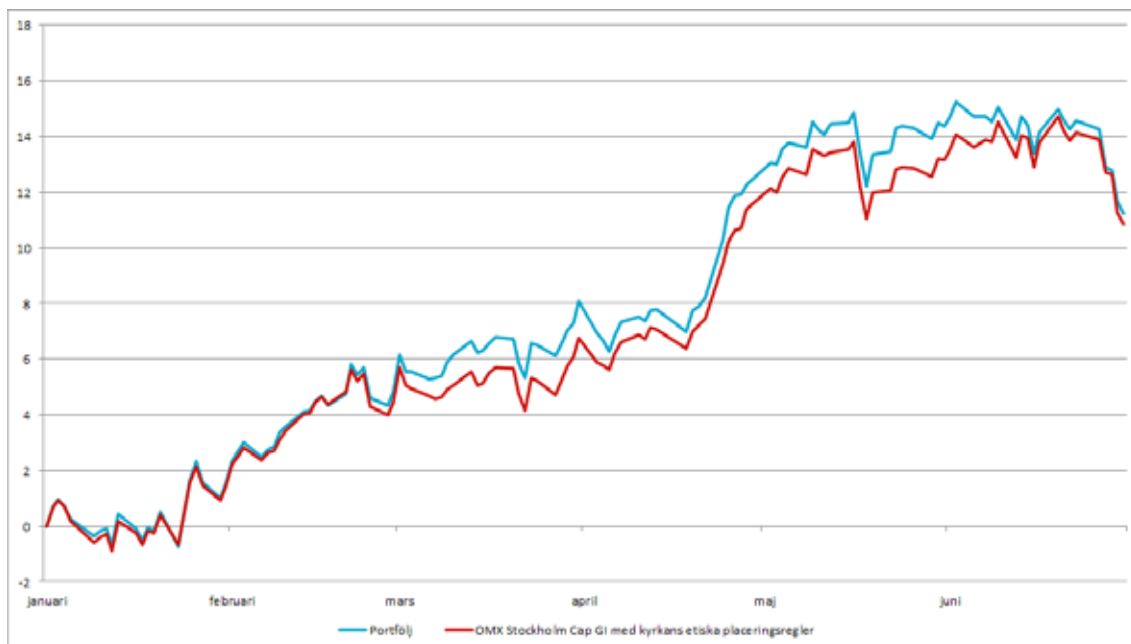
# Aktiekonsortiet Spiran

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

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2017-06-30 (tkr)	1 068 244
Förmögenhet föregående månad (tkr)	1 125 420
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	947 361
Andelar 2017-06-30 (antal)	135 654
Andelsvärde inkl. utdelning	7 875
Andelsvärde exkl. utdelning	7 652

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-2,74 (-2,05)
3 mån (%)	2,91 (3,83)
Sedan årets start (%)	11,24 (10,86)

## Avkastning januari – juni (%)

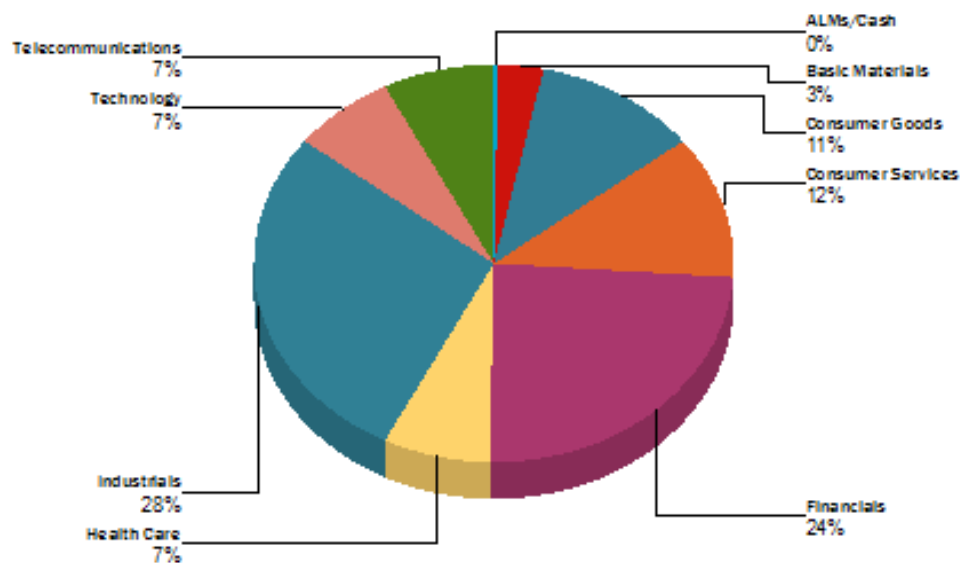


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	11,82 (11,57)
Sharpekvot*	1,26 (1,33)
Informationskvot*	-0,41
Informationskvot 12-månaderstal	1,19
Tracking error (%)*	1,31
Tracking error 12-månaderstal (%)	1,71

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Hennes & Mauritz B	8,19	87 294 471
Nordea Bank	7,66	81 675 680
Volvo B	7,29	77 716 464
TeliaSonera	5,60	59 736 600
SEB A	5,05	53 776 400
Atlas Copco B	5,03	53 654 388
LM Ericsson B	4,49	47 875 674
Essity	4,35	46 326 582
Sandvik	3,99	42 518 190
AstraZeneca	3,06	32 590 272

**Branschfördelning**

# Aktiekonsortiet Sverige

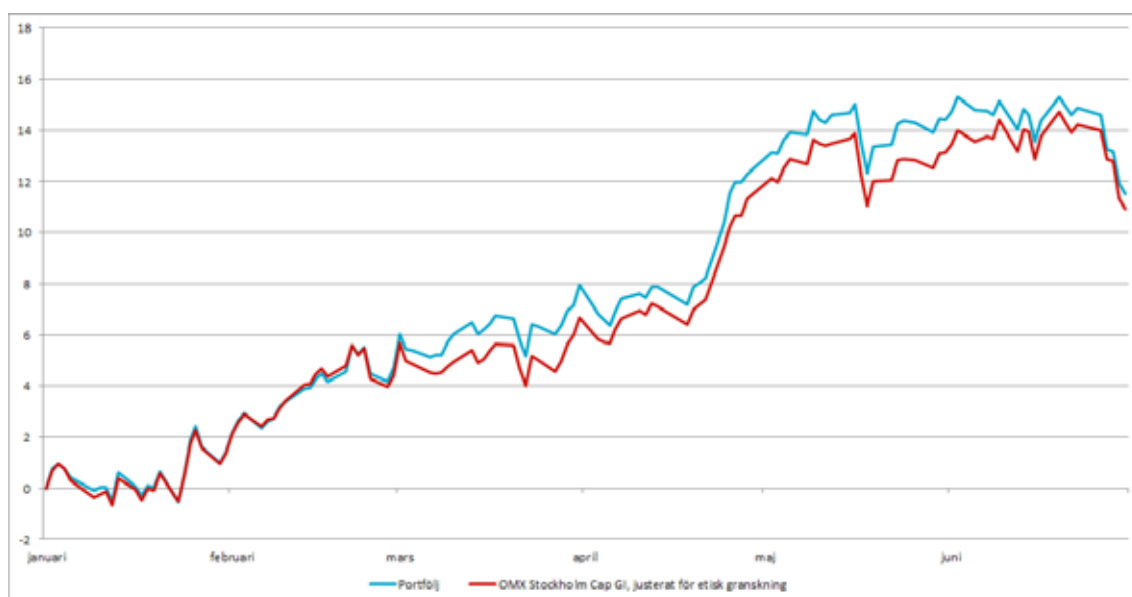
Aktiv förvaltning av svenska aktier. Konsortiets jämförelseindex utgörs av det vanligaste indexet på börsen som innehåller närmare 300 bolag.

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2017-06-30 (tkr)	3 884 440
Förmögenhet föregående månad (tkr)	3 978 066
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	3 540 067
Andelar 2017-06-30 (antal)	505 318
Andelsvärde inkl. utdelning	7 687
Andelsvärde exkl. utdelning	7 480

## Avkastning (jämförelseindex)

1 mån (%)	-2,52 (-1,95)
3 mån (%)	3,28 (3,97)
Sedan årets start (%)	11,51 (10,92)

## Avkastning januari – juni (%)



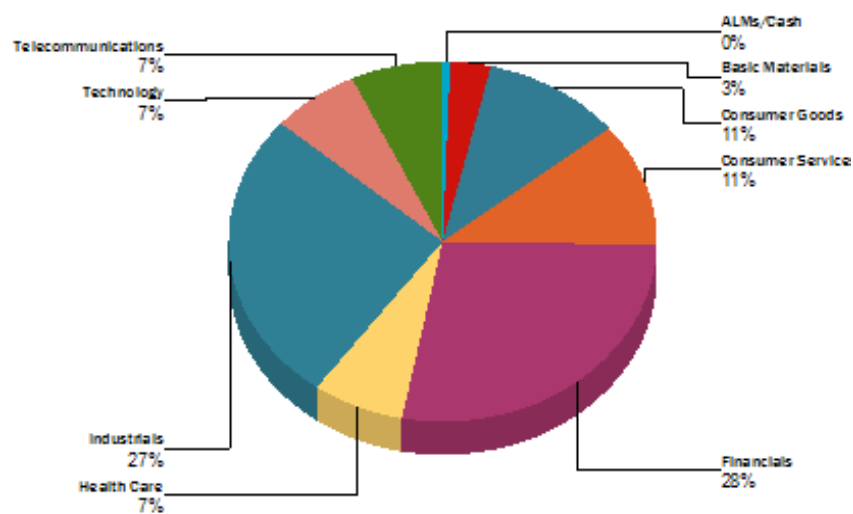


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	11,83 (11,62)
Sharpekvot*	1,26 (1,33)
Informationskvot*	-0,40
Informationskvot 12-månaderstal	1,28
Tracking error (%)*	1,23
Tracking error 12-månaderstal (%)	1,56

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Hennes & Mauritz B	7,50	289 902 755
Nordea Bank	7,22	278 913 282
Volvo B	6,79	262 309 238
Investor B	5,41	209 090 000
TeliaSonera	5,33	205 931 533
SEB A	4,83	186 568 914
Atlas Copco B	4,65	179 901 838
LM Ericsson B	4,30	166 252 766
Essity	4,23	163 683 582
Sandvik	3,75	144 868 478

**Branschfördelning**

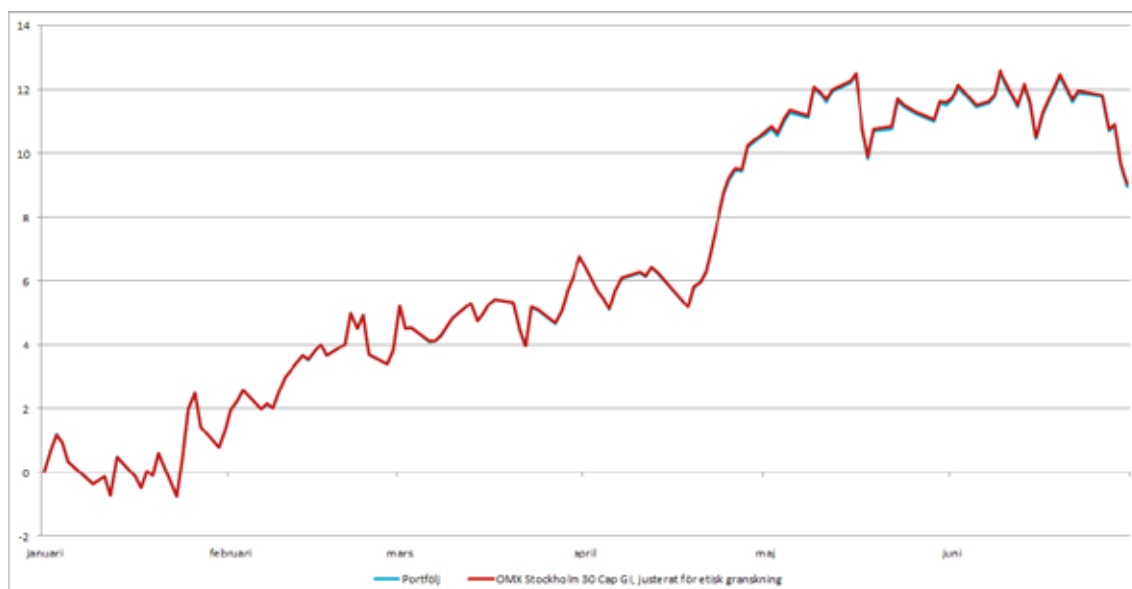
# Aktieindexkonsortiet Sverige

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

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2017-06-30 (tkr)	2 078 445
Förmögenhet föregående månad (tkr)	2 127 087
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	1 906 285
Andelar 2017-06-30 (antal)	11 601 545
Andelsvärde inkl. utdelning	179
Andelsvärde exkl. utdelning	174

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-2,29 (-2,29)
3 mån (%)	2,11 (2,06)
Sedan årets start (%)	9,03 (8,97)

## Avkastning januari – juni (%)

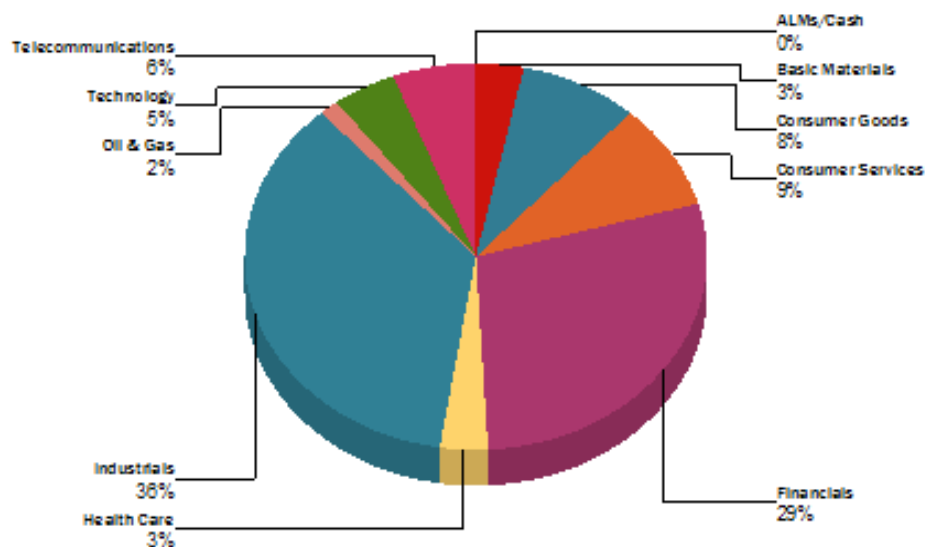


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	11,93 (11,92)
Sharpekvot*	1,12 (1,12)
Tracking error (%)*	0,05
Tracking error 12-månaderstal (%)	0,06

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Nordea Bank	8,98	186 651 066
Hennes & Mauritz B	8,76	182 068 939
Volvo B	6,72	139 659 472
Atlas Copco A	6,33	131 565 975
Assa Abloy AB	4,51	93 644 867
Handelsbanken A	4,51	93 628 172
LM Ericsson B	4,50	93 601 086
TeliaSonera	4,50	93 561 713
Investor B	4,50	93 523 318
SEB A	4,50	93 503 032

**Branschfördelning**

# Aktieindexkonsortiet Utland

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

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2017-06-30 (tkr)	2 362 103
Förmögenhet föregående månad (tkr)	2 407 684
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	2 229 763
Andelar 2017-06-30 (antal)	297 928
Andelsvärde inkl. utdelning	7 928
Andelsvärde exkl. utdelning	7 675

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-1,92 (-2,09)
3 mån (%)	-0,26 (-0,45)
Sedan årets start (%)	5,89 (5,77)

## Avkastning januari – juni (%)



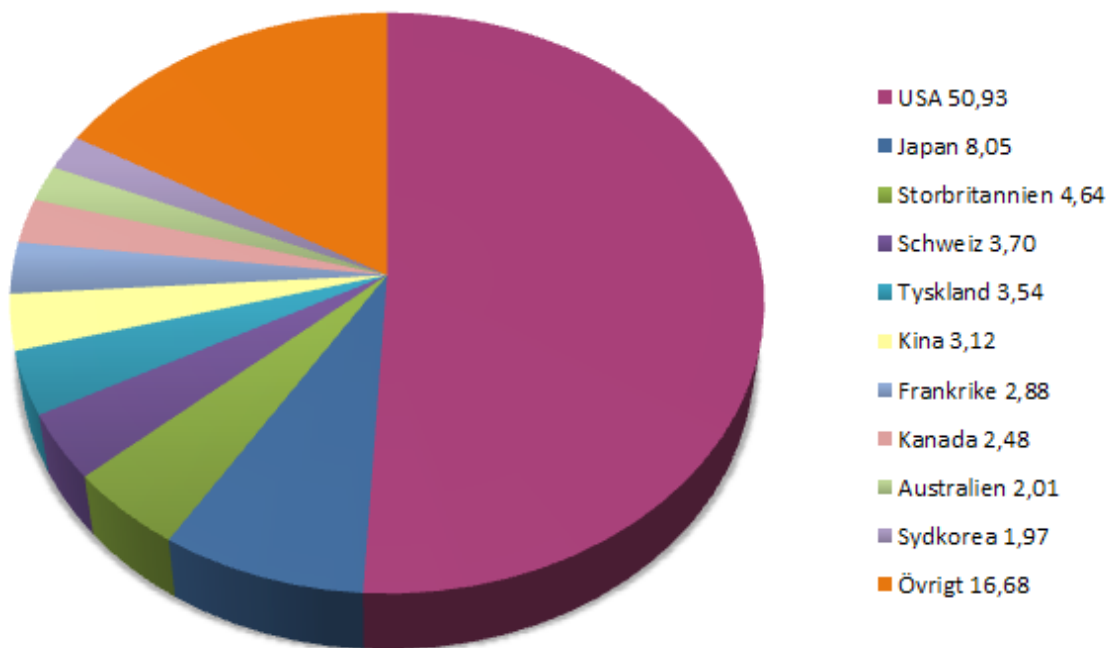


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	10,67 (10,32)
Sharpekvot*	1,41 (1,45)
Tracking error (%)*	1,94
Tracking error 12-månaderstal (%)	1,25

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Handelsbanken Global Index Etisk Utd	100,00	2 357 715 952

**Geografisk fördelning**

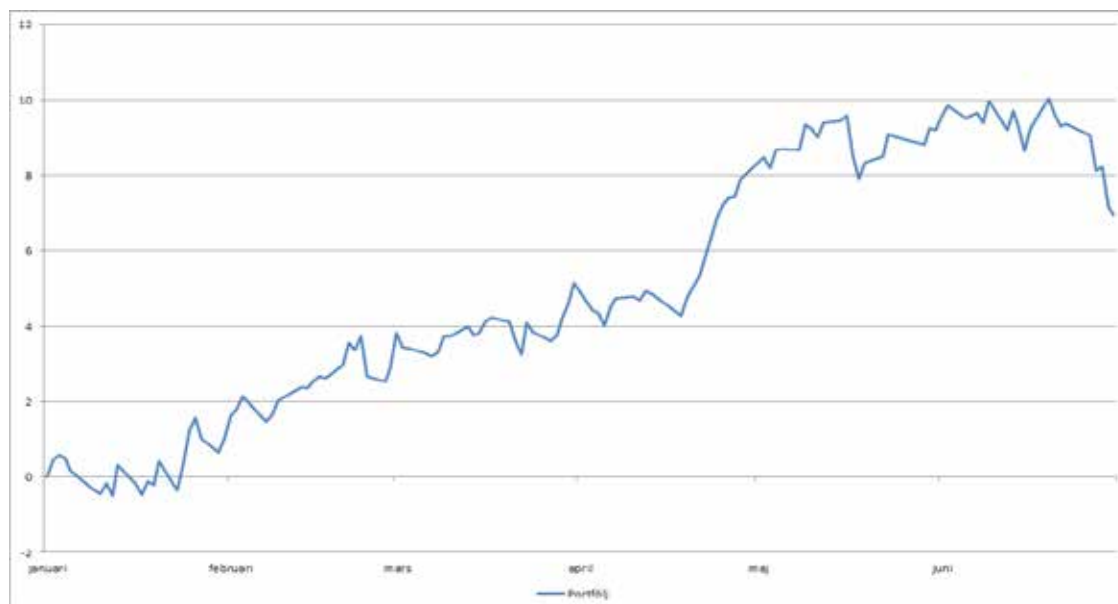
# Stiftelsekonsortiet GIVA

Stiftelsekonsortiet GIVA vänder sig främst till stiftelser i behov av utdelningsbara medel. Målsättningen är en årlig utdelningstakt kring 4,5% 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 2017-06-30 (tkr)	602 221
Förmögenhet föregående månad (tkr)	615 897
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	518 225
Andelar 2017-06-30 (antal)	551 673
Andelsvärde inkl. utdelning	1 092
Andelsvärde exkl. utdelning	1 077

Avkastning	
1 mån (%)	-2,06
3 mån (%)	1,7
Sedan årets start (%)	6,94

## Avkastning januari – juni (%)



**Nyckeltal**

Standardavvikelse (%)*	6,65
Sharpekvot*	2

\*Nyckeltalen är beräknade utifrån månadsavkastningar som rullande 5-årstal. Konsortiet startade 1 januari 2016.

<b>Största enskilda innehav</b>	<b>Andel (%)</b>	<b>Marknadsvärde (kr)</b>
ABB Ltd	5,13	30 877 083
Nordea Bank	5,11	30 796 309
Hennes & Mauritz B	5,07	30 549 476
SEB A	5,06	30 453 325
Swedbank A	4,83	29 079 513
SKF B	4,38	26 385 270
Securitas B	4,28	25 780 668
Volvo B	3,80	22 883 809
LM Ericsson B	3,35	20 203 693
NCC B	2,92	17 563 760

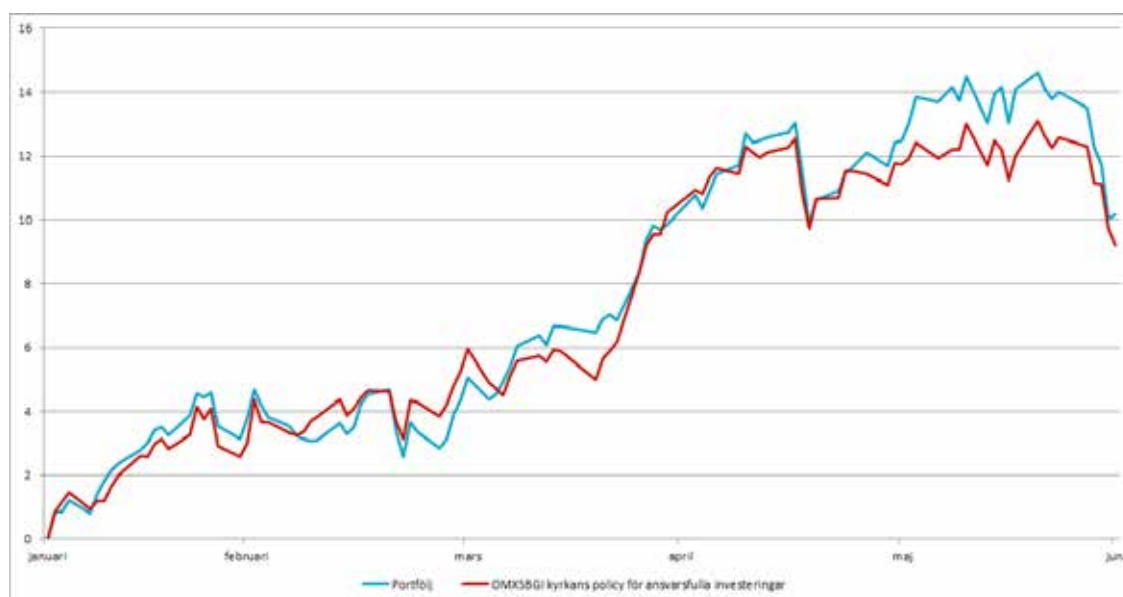
# Aktieindexkonsortiet Äpplet

Ett likaviktat aktieindexkonsortium.

Förmögenhet	Total
Förmögenhet 2017-06-30 (tkr)	58 203
Förmögenhet föregående månad (tkr)	59 425
Förmögenhet 2016-12-31 (tkr)	0
Andelar 2017-06-30 (antal)	51 983
Andelsvärde inkl. utdelning	1 102
Andelsvärde exkl. utdelning	1 077

Avkastning (jämförelseindex)	
1 mån (%)	-2,06
3 mån (%)	4,86
Sedan årets start (%)	10,17

## Avkastning januari – juni (%)

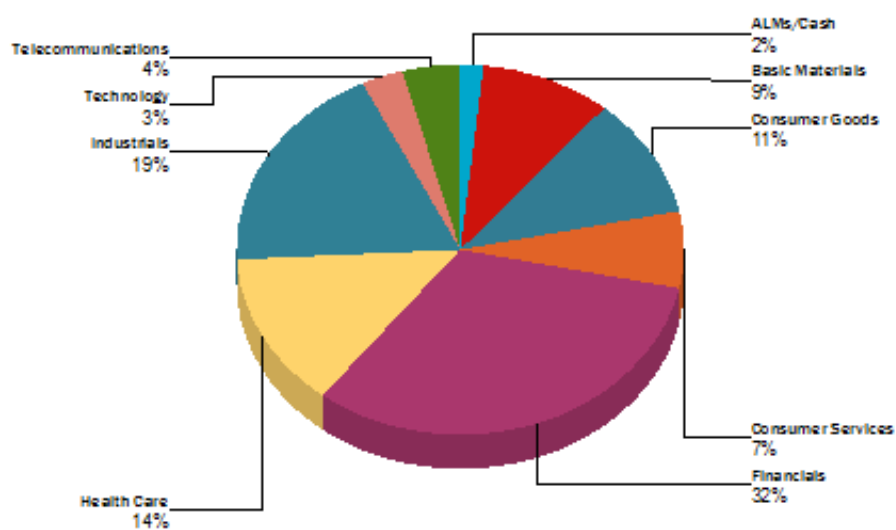


**Nyckeltal (jämförelseindex)**

Standardavvikelse (%)*	8,41
Sharpekvot*	2,63
Tracking error (%)*	3,19
Tracking error 12-månaderstal (%)	3,19

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

Största enskilda innehav	Andel (%)	Marknadsvärde (kr)
Latour B	1,51	865 709
Attendo	1,49	854 772
Volvo B	1,49	851 117
Tele2 B	1,48	844 780
Sagax	1,47	843 148
Atlas Copco B	1,47	842 152
Scandic Hotels Group	1,47	840 741
Husqvarna B Husqvarna B	1,47	839 846
Electrolux B	1,46	834 926
LM Ericsson B	1,45	830 245

**Geografisk fördelning**

# Definitioner

Alla nyckeltal är baserade på månadsdata för perioden.

## 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 & 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 & 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.







KAMMARKOLLEGIET