

Hjemvendende fiskere, 1879. Utsnitt.  
Av Frits Thaulow, en av Skagenmalerne.  
Bildet tilhører Skagens Museum.



# SKAGEN Avkastning

2. desember 2008

Porteføljeforvalter Torgeir Høien

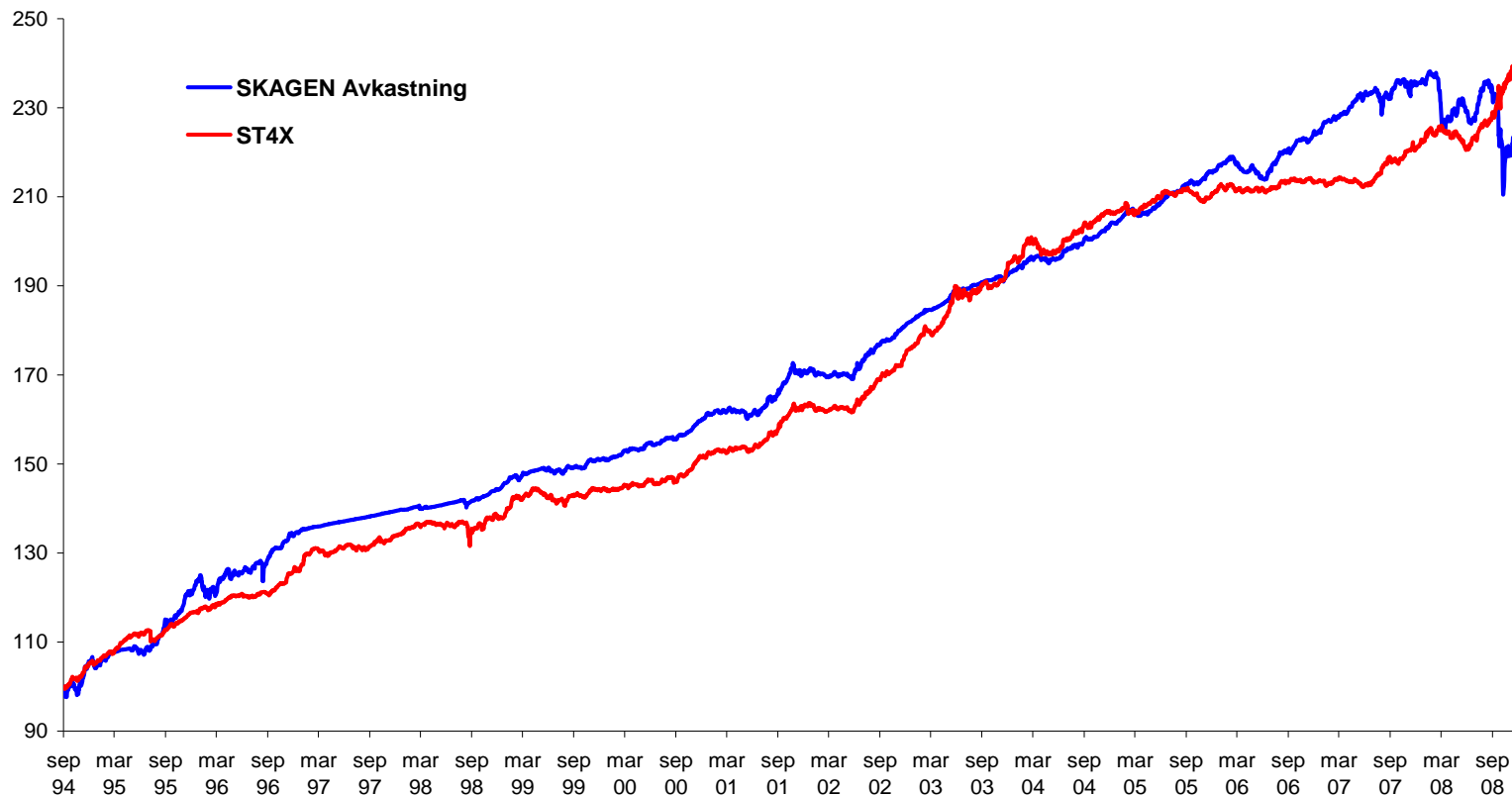
**Aktiv  
renteforvaltning**

## Hovedtrekkene i november

- SKAGEN Avkastning steg 2,3 prosent i november, mens referanseindeksen hadde økte 2,0 prosent.
- Det var positive bidrag til avkastningen både fra den norske og den utenlandske delen av porteføljen. Fra utlandet var bidragene størst fra Ungarn og Tyrkia.
- Norges Bank satte ned styringsrenten og de korteste pengemarkedsrentene falt noe i november. Men pengemarkedsrentene ligger fremdeles langt over forventet styringsrente og kredittpåslagene på de lengre papirene er svært høye.
- Den utenlandske delen utgjør 24,2 prosent av porteføljen. Utenom vår investering i Brasil er disse investeringene valutasikret.
- Vi solgte oss ut av Mexico i november. Her kom rentene en del ned, og vi ønsket å begrense vår samlede eksponering mot Sør-Amerika. Vi reduserte også vår eksponering i Ungarn.
- Vi kjøpte oss opp i amerikanske statsobligasjoner av den inflasjonsbeskyttede typen. Vi økte durasjonen ved nå å gå inn i en obligasjon en forfall i 2028. Vi mener at det her er mye å hente på et fall i realrenten. (Se egen omtale om inflasjonsbeskyttede obligasjoner.)
- Forholdene på de internasjonale kredittmarkedene er på ingen måter normalisert, men det var ikke en ytterligere forverring av markedene i november. De lange statsrentene i OECD-området fortsatte å falle, men kredittpåslagene i forhold til statsrenter i vekstmarkeder er fremdeles høyt.

# Kursutvikling SKAGEN Avkastning vs. indeks

## SKAGEN Avkastning mot ST4X obligasjonsindeks



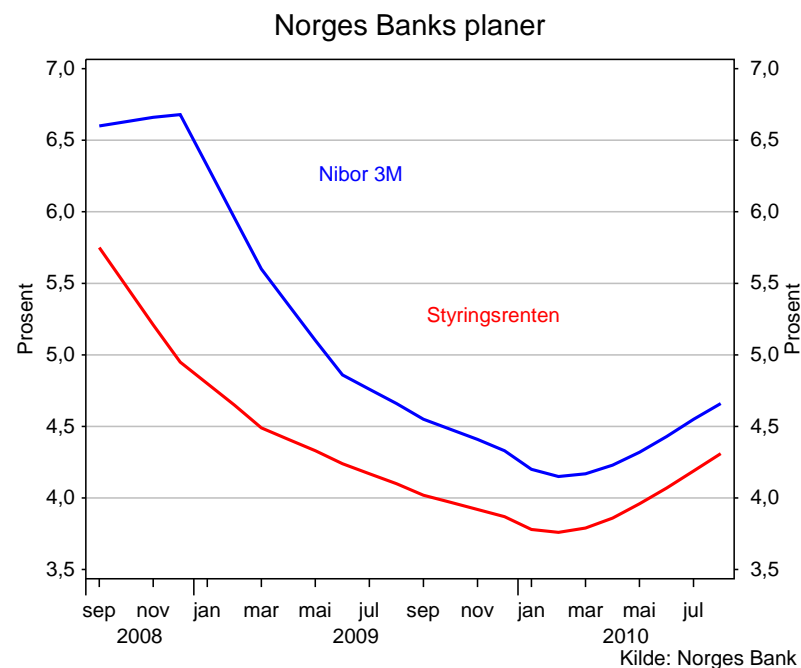
# Porteføljens sammensetning 1. desember

- Bankpapirer i NOK utgjorde 66,5 % av porteføljen.
- Sammensetningen av utenlandsporteføljen var slik:
  - Brasiliansk stat 14 år (BBB), 7,5% av porteføljen
  - Den europeiske investeringsbanken 7 år (AAA), en obligasjon utstedt i tyrkske lire, 6,6 % av porteføljen
  - Ungarsk stat 9 år (BBB), 5,5% av porteføljen
  - Amerikansk inflasjonsbeskyttet stat 20 år (AAA), 4,6% av porteføljen.
  - Kontantbeholdningen av NOK utgjorde 9,3 % av porteføljen
  - Porteføljens samlede markedsverdi var kroner 1 240 986 414
  - Effektiv rente etter forvaltningshonorar var 8,47prosent.\*
  - Fondet hadde en durasjon på 2,02 år.

\* Effektiv rente er uttrykk for den løpende rente som fondet mottar på sine renteplasseringer målt i prosent av fondets verdi. Effektiv rente er fratrukket fondets forvaltningshonorar. Fondets fremtidige avkastning vil være en funksjon av den løpende rente fondet mottar, kursgevinst og –tap fra fondets plasseringer i obligasjoner og rentesertifikater, samt eventuell kursgevinst og –tap på valutaeksposering knyttet på utenlandske plasseringer. Fondets fremtidige avkastning må derfor i betydelig grad forventes å være forskjellig fra effektiv rente i fondet.

# Hva skjer i Norge?

- Norges Bank kuttet styringsrenten til 4,75 prosent i november og varslet flere rentekutt de nærmeste månedene.
- P.t. priser markedet inn at styringsrenten vil være ca. 2,5 prosent til sommeren. Det er lavere enn den planen Norges Bank la i midten av november. (Se figur.)
- Kredittpåslagene i pengemarkedet er fremdeles svært høye. Den redningspakken som myndigheten har kommet med, samt en mer liberal utlånspolitikk fra Norges Banks side, har fått spreadene noe ned. Men det er fremdeles svært mye å gå på.
- Lavere styringsrente og mindre kredittpåslag i pengemarkedet, vil medføre en mer attraktiv prising av våre banksertifikater og bankobligasjoner.



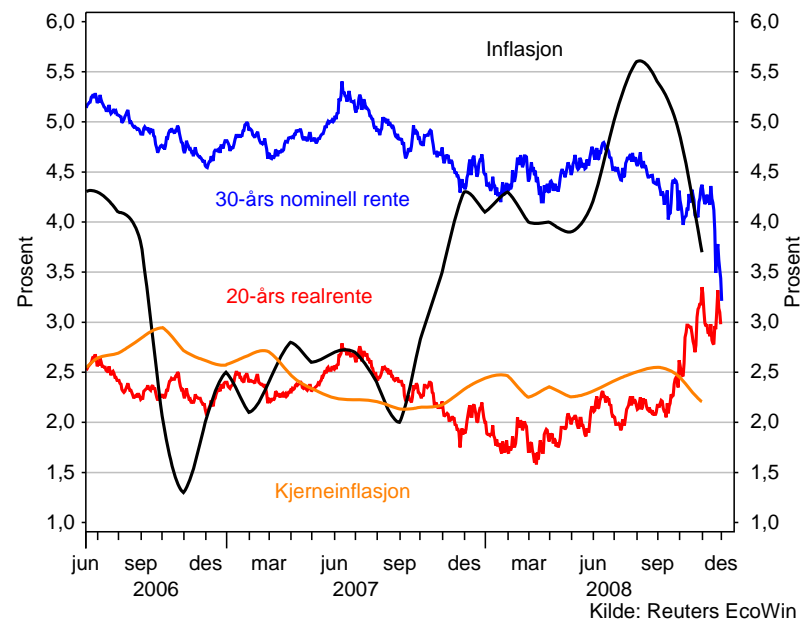
# Hva er en inflasjonsbeskyttet obligasjon?

- Hovedstolen på en inflasjonsbeskyttet obligasjon justeres opp med konsumprisindeksen. Det er derfor realrenten, ikke den nominelle renten, som avtales når det utstedes en inflasjonsbeskyttet obligasjon.
  - Anta at det utstedes en obligasjon pålydende kr. 100 med løpetid på 1 år med en kupongrente på 10 prosent. Anta at konsumprisindeksen er 100 når obligasjonen utstedes og at den øker til 110 innen forfall. Hovedstolen justeres da opp til kr. 110 og renteutbetalingen blir  $kr. 110 \times 10\% = kr. 11$ . En samlet utbetaling på kr 121 og en konsumprisindeks på 110 gir en realavkastning på 10 prosent.
- En endring av kursen på inflasjonsjusterte obligasjoner betyr en endring i realrenten. Obligasjonskursen går opp når realrenten går ned. Og motsatt.
- I annenhåndsmarkedet for inflasjonsjusterte obligasjoner betales det for opptjent inflasjonskompensasjon.
- Hovedstolen er beskyttet mot deflasjon i den forstand at den ikke kan synke under 100. Hvorvidt man er beskyttet mot deflasjon eller ikke avhenger av hvor mye inflasjonskompensasjon man betaler for når obligasjonen kjøpes i annenhåndsmarkedet. Desto mindre inflasjonskompensasjon, desto større deflasjonsbeskyttelse.
  - Anta at konsumprisindeksen har økt med 5 prosent 2 år etter at en inflasjonsjustert obligasjon med løpetid på 10 år ble utstedt. Hvis man da kjøper obligasjonen, er man beskyttet mot all deflasjon utover en gjennomsnittlig deflasjon på 0,6 prosent de neste 8 årene.
- SKAGEN Avkastning har investert i en inflasjonsbeskyttede obligasjoner som begge også har vært høy grad av beskyttelse mot deflasjon. Vi har kjøpt obligasjonene fordi vi tror at realrenten skal ned og fordi vi mener at det over tid er sjans for høyere inflasjon enn hva markedet legger til grunn.
  - Man kan lese hva markedet forventer av inflasjon ved å se på forskjellen i direkteavkastning på en vanlig obligasjon om en inflasjonsbeskyttet obligasjon. Om den første har en "yield" på for eksempel 3 prosent og den andre en yield på 2,5 prosent, prises det inn en inflasjon på 0,5 prosent per år.

# Hva skjer i USA?

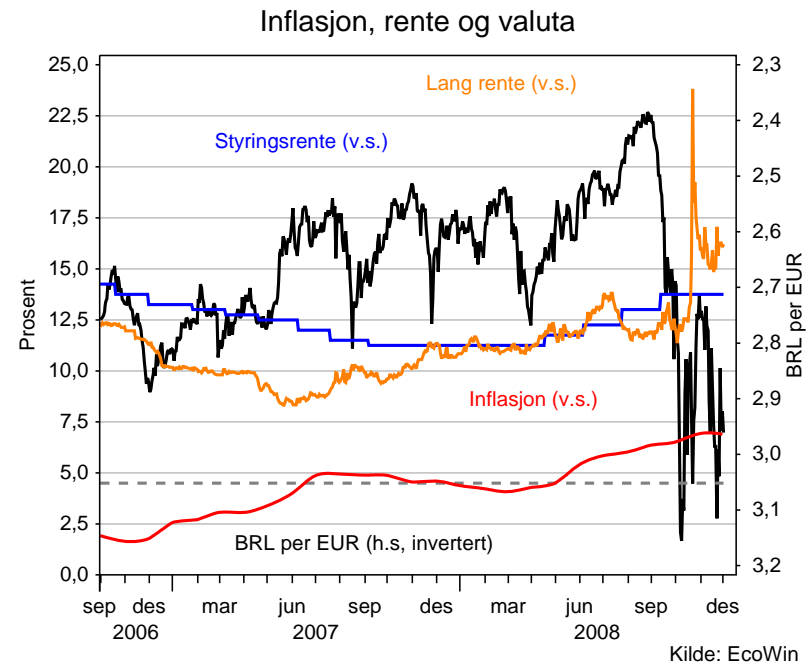
- Vi har skiftet ut vår beholdning av amerikanske inflasjonsbeskyttede obligasjoner. Nå eier vi en obligasjon med forfall i 2028, som p.t. har et realrente på 2,9 prosent.
- Vi tror at den dype resesjonen som USA nå etter alle solemerker er inne i vil presse ned realrenten, som nå faktisk er betydelig høyere enn den var så sent som i august.
- Fallet i råvarepriser og sterkere dollar gir på kort sikt et fall i amerikansk inflasjon. Selv svært ekspansiv pengepolitikk klarer ikke å motvirke dette.
- Men på lengre sikt mener vi at den politikken som nå føres – korte renter ned mot null, en kraftig økning av mengden av sentralbank-penger og store budsjettunderskudd – vil presse opp inflasjonen. Derfor mener vi det er ekstra verdi i inflasjonsbeskyttede obligasjoner med lang løpetid.
- Vår obligasjon ble utstedt i januar i år. Vi er beskyttet mot all eventuell deflasjon som overstiger 0,2 prosent per år frem til 2028.
- Investeringen er valutasikret.

Lange amerikanske renter og inflasjonen i USA



# Hva skjer i Brasil?

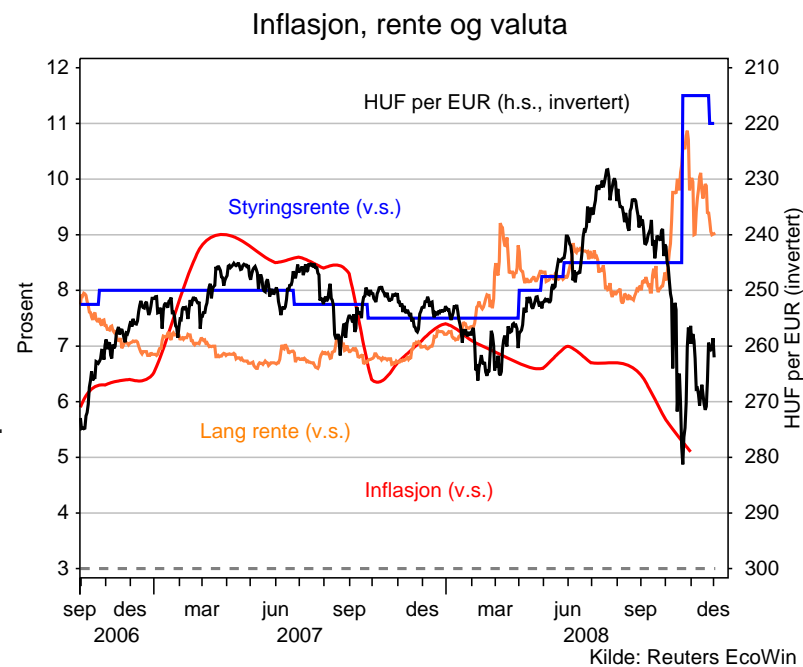
- Inflasjonen i oktober var 6,9 prosent. Inflasjonsmålet er 4,5 prosent.
- Sentralbankens styringsrente er 13,75 prosent. Vi venter en forsiktig lettelse i løpet av 2009.
- Renten på den statsobligasjonen vi har investert sank i november fra 15,2 prosent til 13,5 prosent.
- Vi mener kursen på vår obligasjon har et stort oppsidepotensiale.
- Offentlig sektors nettogjeld utgjør 37 prosent av bruttonasjonalprodukt (BNP). Det offentlige budsjettunderskuddet i 2008 antas å bli ca. 1,5 prosent av BNP.
- Den brasilianske realen svekket seg mot norske kroner forrige måned.
- Vi tror en kombinasjon av stram pengepolitikk og relativt lav inflasjon kan presse valutaen opp igjen.
- Investeringen er ikke valutasikret.





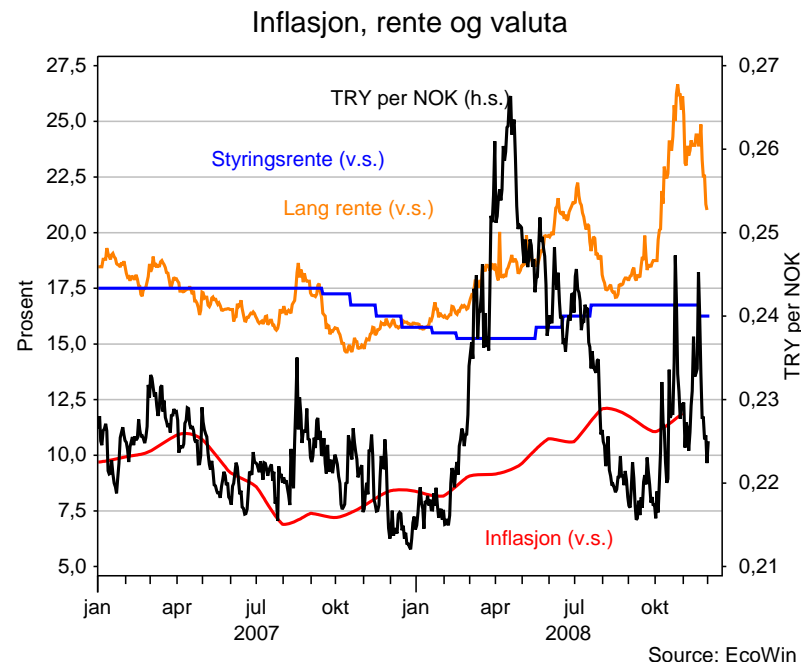
# Hva skjer i Ungarn?

- I oktober falt inflasjonen til 5,1 prosent. Inflasjonsmålet er 3 prosent.
- Ungarske myndighetene fikk støttepakker fra den europeiske sentralbanken ECB og International Monetary Fund (IMF) i oktober. Disse bidro etter hvert til å stabilisere markedene.
- Styringsrenten ble satt ned til 11 prosent i midten av november.
- Renten på vår obligasjon sank fra 10,7 prosent ved utgangen av oktober til 9,6 prosent ved utgangen av november. Vi mener obligasjonen har en oppside på ca. 20 prosent fra dagens nivå.
- Myndighetenes bruttogjeld utgjør 65 prosent av BNP. Det offentlig budsjettunderskuddet blir ca. 3 prosent av BNP i 2008.
- Investeringen i Ungarn er valutasikret.



## Hva skjer i Tyrkia?

- Inflasjonen var 11,9 prosent i oktober, litt opp fra september. Kjerneinflasjonen kom inn lavere.
- Styringsrenten ble kuttet 50bp til 16,25 prosent i november. Vi venter kutt ned til ca. 15 prosent i løpet av første halvår 2009.
- Renten på den obligasjonen vi har investert i sank fra 17,7 prosent til 16,3 prosent i løpet av november.
- Myndighetenes gjeld utgjør ca 37 prosent av BNP. Offentlig sektors budsjettunderskudd antas å bli 1,9 prosent av BNP i 2008.
- Slik vi beregner det er det et oppsidepotensialet på ca. 50 prosent på denne obligasjonen. Men her er usikkerheten stor pga. usikkerhet om inflasjonsmålet i Tyrkia.
- Investeringen i Tyrkia er valutasikret.



# Investeringsfilosofien

- SKAGEN Avkastning investerer i rentepapirer utstedt eller garantert av stater, lån i finansinstitusjoner og bankinnskudd. Målsettingen er å gi andelseierne den best mulige risikjusterte avkastningen i rentemarkedet.
- SKAGEN Avkastning er et rentefond med lav risiko som passer for investorer med en investeringshorisont som er lenger enn seks måneder. SKAGEN Avkastning er et godt alternativ for investorer som ikke ønsker å bruke ressurser på overvåking av rentemarkedene og på å flytte investeringer mellom rentebærende verdipapirer med forskjellige løpetider.
- Hovedandelen av fondet plasseres i rentepapirer utstedt av finansinstitusjoner i norske kroner. Vi investerer også en del av fondet i utenlandske statsobligasjoner hvis vi mener at det kan bidra til økt risikjustert avkastning.
- Vi analyserer de ulike landenes økonomi og prøver å finne frem til det vi mener er undervurderte obligasjoner. Obligasjonene gir løpende renteinntekter. Men vi er først og fremst på jakt etter obligasjonskursgevinster når rentene synker.
- Investeringer i utenlandske statsobligasjoner kan valutasikres mot kroner for å redusere risikoen. Dette betyr ikke at alle utenlandske investeringer er valuta-sikret.
- SKAGEN Avkastning har stor frihet med hensyn til rentefølsomhet på plasseringene. Dette, sammen med en viss usikkerhet knyttet til valutakurser, gjør at det må påregnes svingninger i fondskursen.

## Ønsker du mer informasjon?

- For mer informasjon, vennligst se:
  - Siste [Markedsrapport](#)
  - Siste rapport om makroøkonomisk utsikter, "[Verden sett fra SKAGEN](#)"
  - Informasjon om [SKAGEN Avkastning](#) på våre nettsider

•Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved kjøp og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.

•SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i rapporten reflekterer porteføljeforvalternes syn på gitt tidspunkt, og dette synet kan bli endret uten varsel. Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. SKAGEN påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. Ansatte i SKAGEN AS kan være eiere av verdipapirer utstedt av selskaper som er omtalt enten omtalt i denne rapporten eller inngår i fondets portefølje.