

Interiør. Brøndums annek. Ca. 1920. Utsnitt.
Anna Ancher, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.



**Døråpner til
globale renter**

Kunsten å bruke sunn fornuft

SKAGEN Tellus

Statusrapport for november

2. desember 2008

Porteføljeforvalter Torgeir Høien

Hovedtrekkene i november

- SKAGEN Tellus hadde positiv euroavkastning i november. Målt i euro var fondet opp 1,4 prosent.
- Det var positive bidrag til avkastningen fra investeringer i statsobligasjoner utstedt i Ungarn, Peru, Tyrkia, Brasil og USA. Investeringen i Mexico trakk ned den samlede avkastningen.
- Forholdene på de internasjonale kredittmarkedene er på ingen måter normalisert, men det var ikke en ytterligere forverring i november. Kredittpåslagene i interbankmarkedet kom litt ned i løpet av november. De lange statsrentene i USA falt på Feds omlegging til såkalt kvantitativ pengepolitikk.
- Vi solgte oss ut av Australia i november. Renten på den 10-års obligasjon kom betydelig ned, og det er stor usikkerhet knyttet til verdien på AUD. Vi solgte oss også ut av en kort slovakisk statsobligasjon og en kort britisk statsobligasjon. Her var de ventede kortsiktige gevinstene på valutasiden tatt ut.
- SKAGEN Tellus økte durasjonen og volumet i et rentepapir med inflasjonsbeskyttelse utstedt av den amerikanske stat. (Se egen omtale av hva inflasjonsbeskyttelse innebærer.)
- Vi kjøpte oss inn en inflasjonsbeskyttet fransk statsobligasjon med lang durasjon. Også her vurderer vi det slik at realrenten er høy gitt de økonomiske utsiktene, samtidig som det etter vår vurdering prises inn svært lav forventet inflasjon.

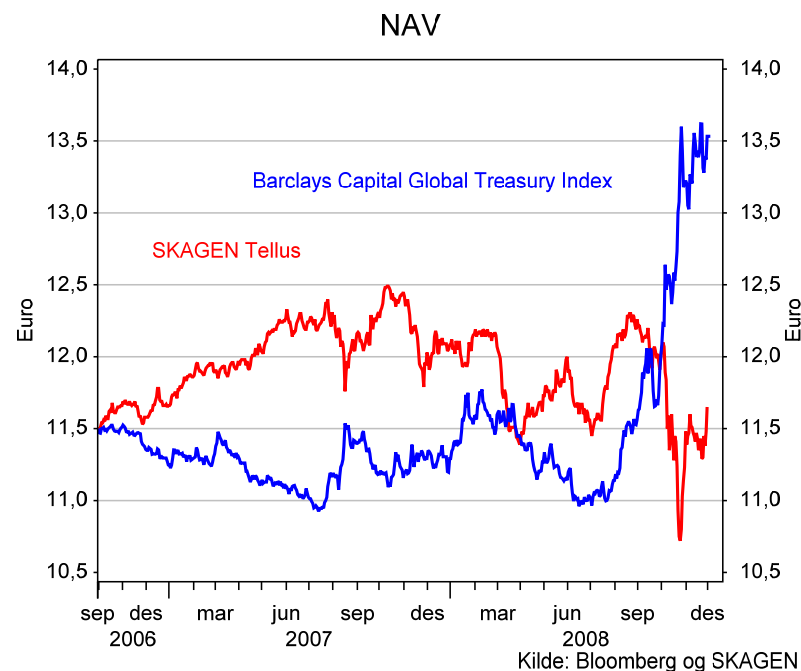
Trygt, likvid og billig

- **Fondets investeringer har svært lav kredittrisiko**
 - SKAGEN Tellus er ikke investert i banker eller finansinstitusjoner. Vi kjøper kun statspapirer og papirer utstedt av banker eid av overnasjonale myndigheter. Kreditturoen har påvirket prisingen av papirene, men den reelle kredittrisikoen knytter seg til andre typer gjeldspapir.
- **Obligasjonene i porteføljen har meget god likviditet**
 - Det er stor omsetning i de obligasjonene vi eier. Papirene er derfor lett omsettelige til gjeldende markedspriser. Likviditetstørken i deler av markedet for private rentepapir har ikke hatt signifikant effekt på markedet for statsobligasjoner.
- **Det er et stort oppsidepotensialet i porteføljen**
 - Noen obligasjoner og valutaer har blitt presset kraftig ned på grunn av kreditturoen. Når den gir seg, bør det kunne lede til en attraktiv reprising av aktiva som ligger i vår portefølje.

Avkastningen målt i euro

- SKAGEN Tellus hadde en euroavkastning på 1,4 prosent i november.
- Avkastningen hittil i år har vært -3,5 prosent.
- Annualisert euroavkastning siden fondets oppstart har vært 0,6 prosent.
- Annualisert meravkastningen* i samme periode har vært -7,2 prosentpoeng.

*Referanseindeksen har skiftet navn fra Lehman Brothers til Barclays Capital.



Porteføljen 1. desember 2008

- Tyskland 6 mnd. stat, (AAA), 26,1 prosent
- Frankrike 5 mnd stat, (AAA), 16,5 prosent
- Frankrike 32 år inflasjonsbeskyttet stat, (AAA), 9,2 prosent
- Brasil 19 år stat, (BBB-), 8,4 prosent
- USA 19 år inflasjonsbeskyttet stat, (AAA), 8,3 prosent
- Ungarn 9 år stat, (BBB), 7,8 prosent
- Mexico 28 år stat, (A+), 7,6 prosent
- Tyrkia 7,5 år, utstedt av den europeiske investeringsbanken, (AAA), 5,6 prosent
- Polen 9 år stat, (A), 5,5 prosent
- Peru 29 år stat, (BBB+) 3,8 prosent
- Kontanter 1,1 prosent

Porteføljens verdi 1. desember var 59,8 millioner EUR, durasjonen var 6,5 år og effektiv rente* var 3,1 prosent. Lav rente på korte europapir, valutasikring av noen av investeringene, samt beholdningen av inflasjonsbeskyttede obligasjoner trekker den effektive renten.

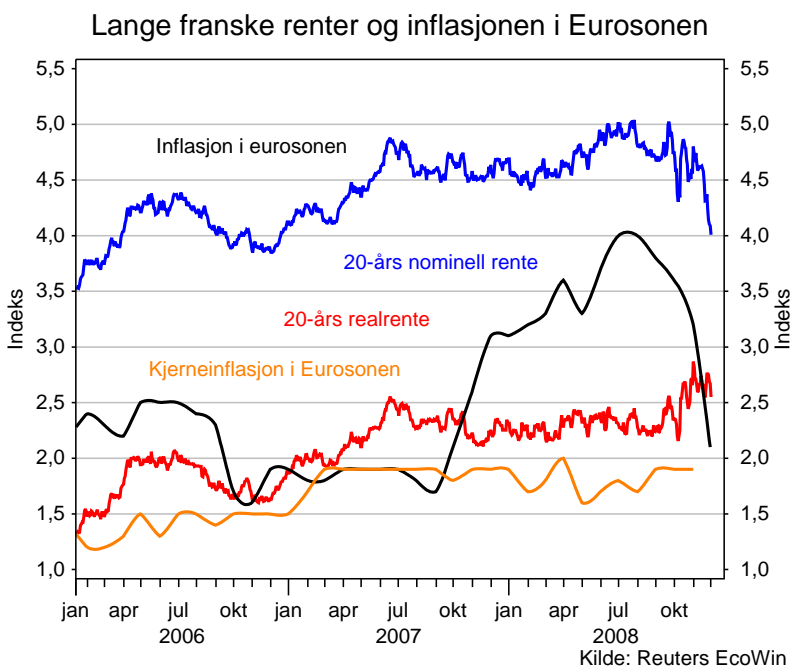
*Effektiv rente er uttrykk for den løpende rente som fondet mottar på sine renteplasseringer målt i prosent av fondets verdi. Effektiv rente er fratrukket fondets forvaltningshonorar. Fondets fremtidige avkastning vil være en funksjon av den løpende rente fondet mottar, kursgevinst og –tap fra fondets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

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 annen-håndsmarkedet. 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 Tellus har investert i to 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 her 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 Eurosonen?

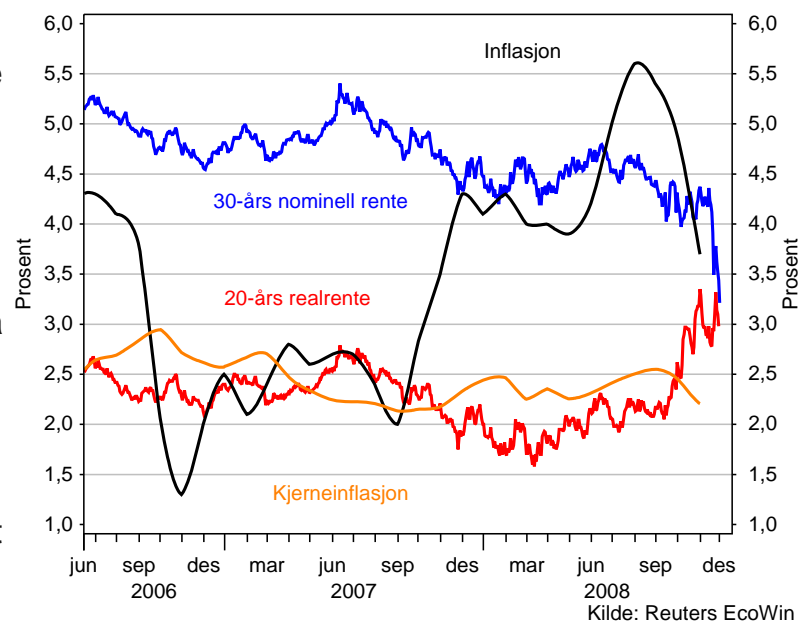
- Vi har investert i en fransk inflasjonsbeskyttet statsobligasjon med forfall i 2040. P.t. er realrenten på denne obligasjonen 2,4 prosent. Vi tror den faller fremover pga. den svake økonomiske utviklingen i eurosonen og i resten av den industrialiserte verden.
- Eurosonen har begynt på det vi tror er en periode med svært ekspansiv pengepolitikk. Styringsrenten kuttes trolig ned til ca. 1 prosent i 2009. Samtidig tilfører sentralbanken økonomien store doser ekstra likviditet.
- På kort sikt vil inflasjonen avta videre i eurosonen, men vi tror at det på lengre sikt er sjanse for langt større inflasjon enn 1 prosent per år som er det markedet nå priser inn.
- Vi har kjøpt en obligasjon som ble utstedt i 2007. det betyr at den også i stor grad er beskyttet mot en eventuell deflasjon. Vi er beskyttet mot all deflasjon som overstiger et gjennomsnitt på 0,2 prosent per år frem til 2040.



Hva skjer i USA?

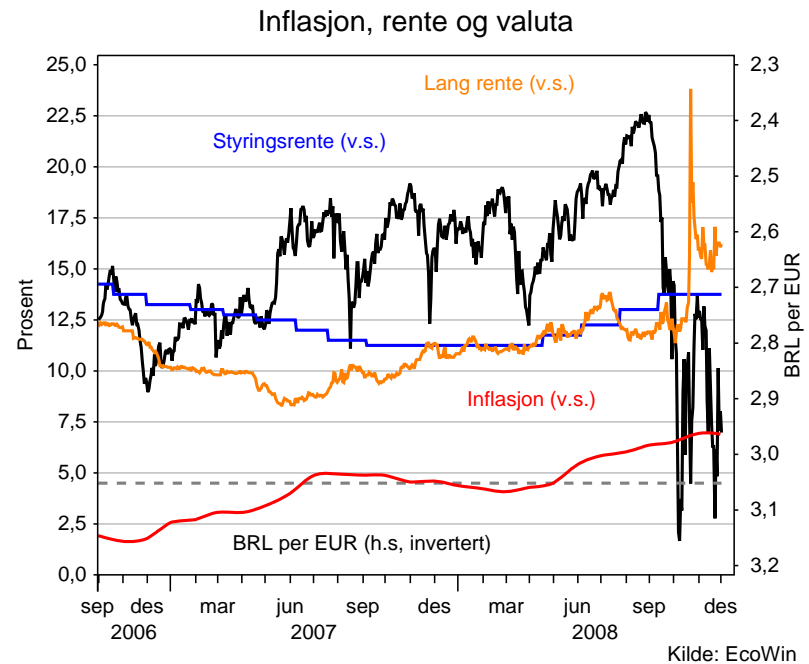
- Vi har skiftet ut vår beholdning av amerikanske inflasjonsbeskyttede obligasjoner. Nå eier vi en obligasjon med forfall i 2028, som p.t. har et realrente på 2,9 prosent.
- Vi tror at den dype resesjonen som USA nå etter alle solemerker er inne i vil presse ned realrenten, som nå faktisk er betydelig 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.

Lange amerikanske renter og inflasjonen i USA



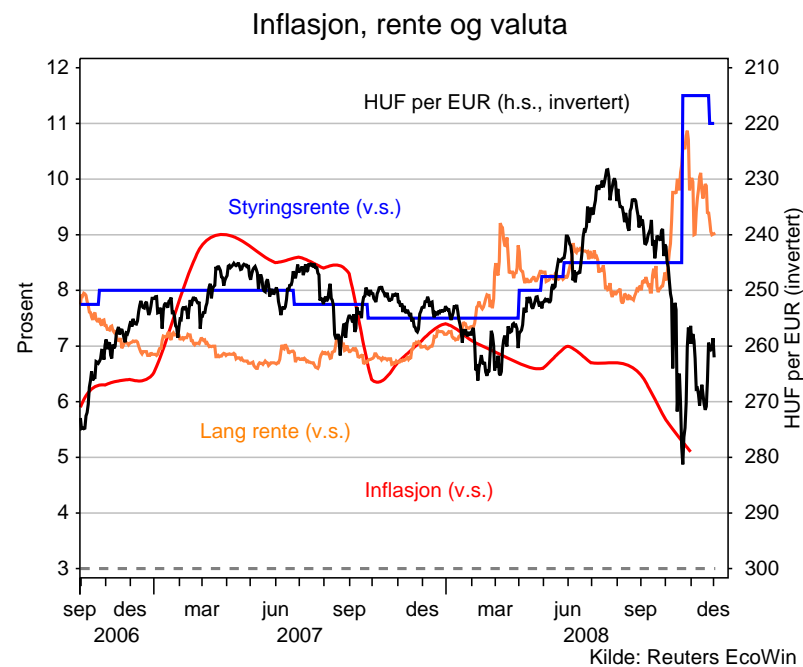
Hva skjer i Brasil?

- 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.
- Den brasilianske realen svekket seg med 6,3 prosent mot euro forrige måned.
- Vi tror en kombinasjon av stram pengepolitikk og relativt lav inflasjon kan presse valutaen opp igjen. Investeringen er ikke valutasikret.
- Offentlig sektor nettogjeld utgjør 37 prosent av bruttonasjonalprodukt (BNP.) Det offentlige budsjettunderskuddet i 2008 antas å bli ca. 1,5 prosent av BNP.



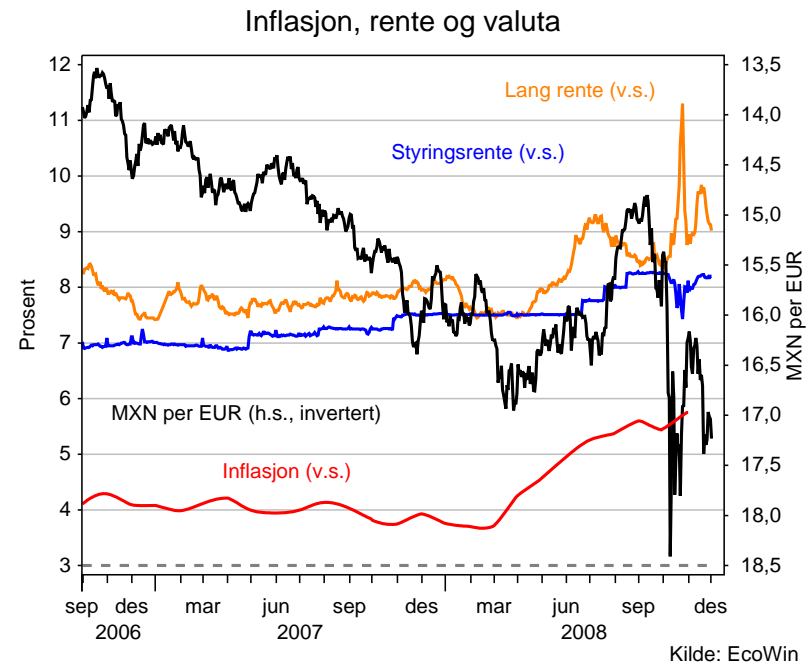
Hva skjer i Ungarn?

- 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 10,2 prosent ved utgangen av oktober til 9,3 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 budsjett-underskuddet blir ca. 3 prosent av BNP i 2008.
- Investeringen i Ungarn er valutasikret. Fondskursen målt i euro endres ikke av svingninger i EURHUF.



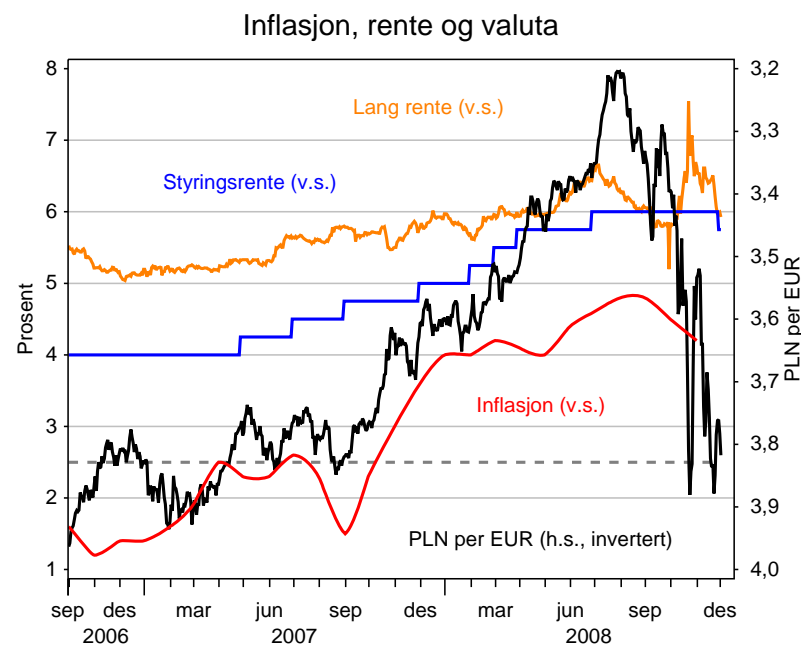
Hva skjer i Mexico?

- Inflasjonen var 5,7 prosent i oktober. Inflasjonsmålet er 3 prosent.
- Styringsrenten er 8,25 prosent. Vi venter en svak lettelse i pengepolitikken i 2009.
- Renten på statsobligasjonen vi har investert i steg fra 8,9 prosent ved utgangen av oktober til 9,2 prosent ved utgangen av november.
- Pesoene svekket seg med 4 prosent mot euro i løpet av oktober.
- Målt i euro er prisnivået i Mexico nå under 50 prosent av prisnivået i eurosonen. Dette er litt lavere enn for et par år siden. Vi tror pesoene over tid vil styrke seg heller enn svekke seg. Investeringen er ikke valutasikret.
- Myndighetenes gjeld utgjør 30 prosent av BNP. Offentlig sektors budsjett ventes å være i balanse i 2008.



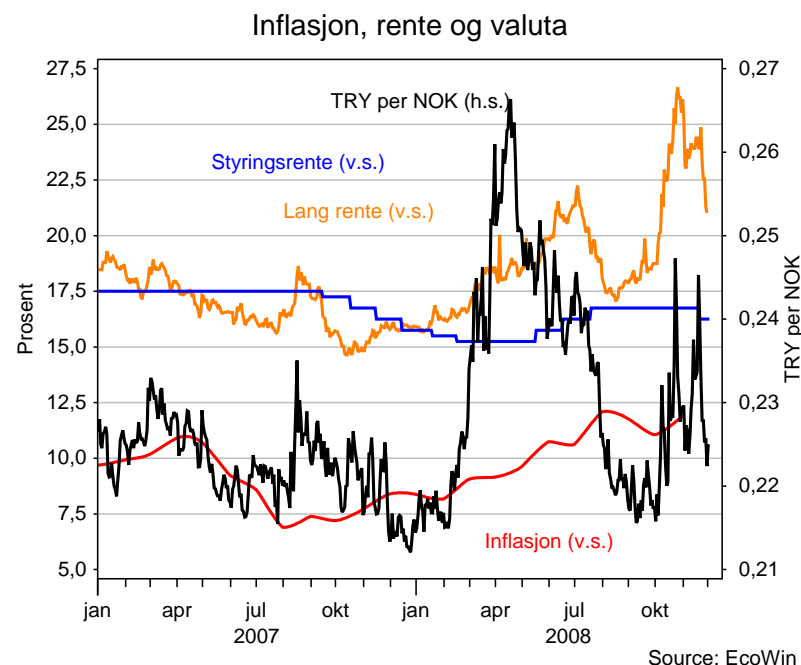
Hva skjer i Polen?

- Polen har et inflasjonsmål på 2,5 prosent. Inflasjonen var 4,2 prosent i oktober.
- Sentralbanken kuttet styringsrenten til 5,75 prosent i november. Vi forventer at renten kuttes ned til 5 prosent i første halvdel av 2009.
- Renten på vår polske statsobligasjon sank fra 6,6 prosent ved utgangen av oktober til 5,9 prosent ved utgangen av november.
- Vi anslår obligasjonens "fair value" til å ligge ca. 10 prosent høyere enn dagens kurs.
- Zlotyen svekket seg med 4 prosent mot euro i løpet av september. Vår investering i Polen er 75 prosent valutasikret.
- Myndighetenes gjeld utgjør 45 prosent av BNP. Offentlig sektors budsjettunderskudd ventes å bli 2,5 prosent av BNP i 2008.



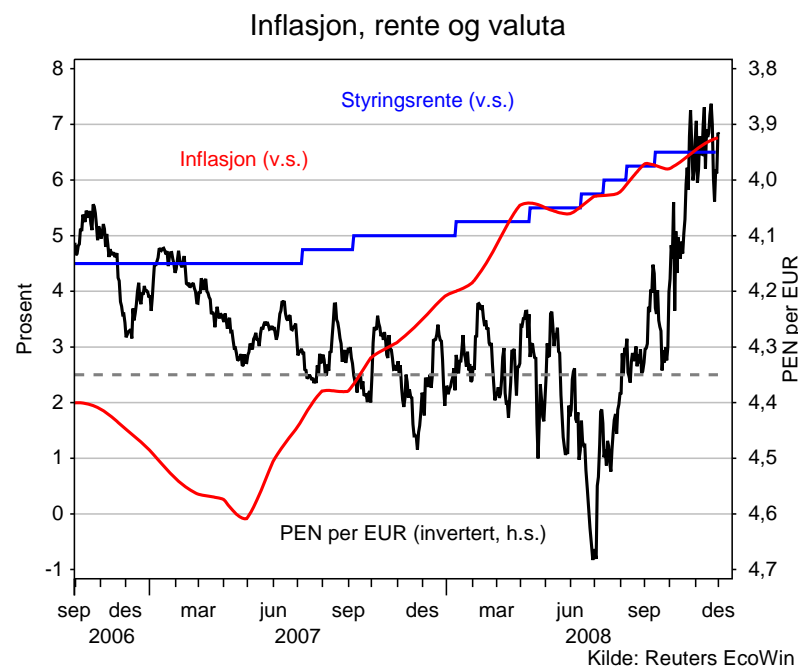
Hva skjer i Tyrkia?

- 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 16,0 prosent i løpet av november.
- 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. Endringer i EURTRY påvirker ikke fondskursen målt i euro.
- Myndighetenes gjeld utgjør ca 37 prosent av BNP. Offentlig sektors budsjettunderskudd antas å bli 1,9 prosent av BNP i 2008.



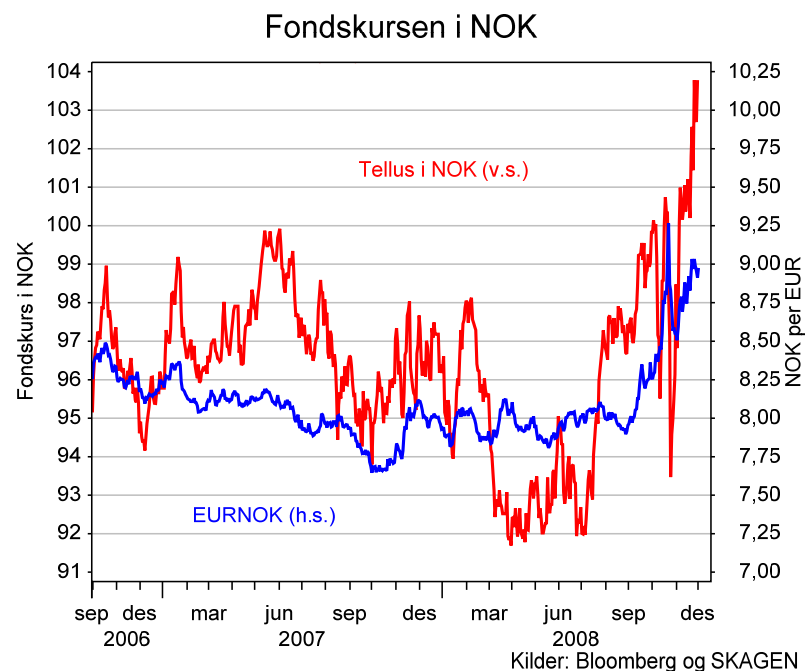
Hva skjer i Peru?

- Inflasjonen var 6,8 prosent i november, opp fra 6,5 prosent i oktober. Målet i Peru er 2,5 prosent.
- Styringsrenten er 6,5 prosent. Vi venter at den holdes stabil i 2009.
- Renten på vår obligasjon sank fra 9,9 prosent ved utgangen av oktober til 8,3 prosent ved utgangen av november.
- Fair value på denne obligasjonen ligger ca. 15 prosent høyere enn dagens kurs.
- Den peruanske pesoen endret seg ikke i verdi mot euro i løpet av november.
- Fundamentalanalyse tilsier at pesoen kan styrke seg videre mot euro over tid. Posisjonen er ikke valutasikret mot euro.
- Myndighetenes gjeld utgjør 23 prosent av BNP. Offentlig sektors budsjettoverskudd ventes å bli ca. 2,8 prosent av BNP i år.



Avkastningen målt i kroner

- NOK svekket seg 3,9 prosent mot EUR i løpet av november.
- Målt i NOK var avkastningen til SKAGEN Tellus 5,4 prosent i november.
- På kort sikt er det sterk sammenheng mellom kroneavkastningen og kronekursen. På lang sikt vil kroneavkastningen avhenge mest av euroavkastningen.
- Investorer i SKAGEN Tellus bør ta høyde for den ekstra usikkerheten som knytter seg til kronekursen.



Investeringsfilosofien

- SKAGEN Tellus investerer i obligasjoner utstedt av myndigheter og banker eid av overnasjonale myndigheter.
- Vi investerer i land med sunn pengepolitikk og åpne kapitalmarkeder. Basisvalutaen er euro.
- Vi analyserer de ulike landene og finner frem til det vi enten mener er undervurderte obligasjoner og/eller undervurderte valutaer.
- Obligasjonene gir løpende renteinntekter. Men vi er først og fremst på jakt etter obligasjonskursgevinster når rentene synker og/eller valutakursgevinster når de lokale valutaene styrker seg mot euro. Deler av porteføljen kan være sikret mot svingninger i lokale valutaer.
- Fondet har en langsiktig investeringsstrategi. Det anbefales en investeringshorisont på minst 12 måneder.
- På kort sikt vil det være volatilitet i fondskursen på grunn av svingninger i renter og valutaer.
- Målt i norske kroner vil fondskursen også være følsom for kronens verdi i euro. Fondets portefølje er ikke sikret mot svingninger i NOK mot EUR.

Ønsker du mer informasjon?

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