

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



SKAGEN Avkastning

September 2008

Porteføljeforvalter Ross Porter

**Aktiv
renteforvaltning**



Kort oppsummering fundamentale forhold I

- I september falt SKAGEN Avkastning med 1,4 prosent. Referanseindeksen steg samtidig med 1,9 prosent og norsk pengemarked økte med 0,7 prosent. For 3. kvartal totalt fikk fondet en avkastning på 2,4 prosent sammenlignet med referanseindeksens 4,1 prosent og norsk pengemarked med 1,7 prosent. Vi er ikke fornøyd med avkastningen hittil i år
- Den effektive renten* steg fra 7,7 prosent til forbløffende 8,7 prosent på en måned. Økningen kom ikke som et resultat av økt risikotagning i fondet, men først og fremst som et resultat av at pengemarkedsrentene steg i kraftig.
- Obligasjonen vi har eid i Roskilde Bank blir tilbakebetalt før tiden og til pari kurs
- Hver gang det har vært tilløp til ”rally” i våre statsobligasjoner har det blitt brutalt stoppet av kredittnyheter fra USA, slik som redningspakke eller ikke redningspakke. Oppsiden synes etter våre beregninger stor når den pågående krisen avtar i styrke
- Brasilianske rais, mexikanske pesos og tyrkiske lire, som alle påvirker vår portefølje har falt kraftig. Vi ser ikke landsspesifikke fundamentale årsaker til fallet.

*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.

Oppsummering av fundamentale forhold II

- Svingninger i kronekursen mot dollar og euro er ca 70 prosent sikret. Fondet vil derfor svinge svært lite når kronekursen svinger. SKAGEN Avkastning er ikke sikret mot svingninger i brasilianske reais, meksikanske pesos eller tyrkiske lire mot dollar. Det samme gjelder ungarske forint er mot euro.
- Tyrkisk inflasjon har falt fra 12,1 til 11,1 i løpet av to måneder. Denne utviklingen tror vi vil fortsette fordi råvareprisene har fortsatt å falle. Vi har ikke fått betalt for denne utviklingen i dagens urolige marked.
- I denne statusrapporten inkluderer vi en kort analyse for våre poster. Det er også en sammenligning mellom våre statsobligasjonsplasseringer og mindre attraktive investeringer som vi ikke eier

Avkastningsanalyse i september

Avkastningsanalyse september

	Andel	Kroneavkastning	Avkastning	Bidrag totalavkastning
Utland	27,2 %	-18 654 762	-5,65 %	-1,54 %
Norge	72,8 %	1 184 520	0,13 %	0,10 %
Totalavkastning September		-17 470 242		-1,44 %

Fondets sammensetning

- Lav rentefølsomhet skal gi betydelig lavere svingninger enn andre obligasjonsfond i et klima med stigende renter – 74 prosent av fondet er investert i Norge og har en rentefølsomhet på 25 uker. Durasjonen for hele fondet er på 28 måneder
- 26 prosent av fondet er plassert i utlandet fordi den løpende renten er så høy som 8,7 prosent. Disse plasseringene trekker opp den løpende renten fra 8,3 prosent.
- Investerer i lange statsobligasjoner i land som er i motfase – og som synes billige - og hvor det ser ut til å være gode muligheter for rentefall
 - 5,0 prosent i Tyrkia (EIB med AAA-rating)
 - 9,6 prosent i Meksikansk stat
 - 6,3 prosent i Brasiliansk stat
 - 5,4 prosent i Ungarsk stat

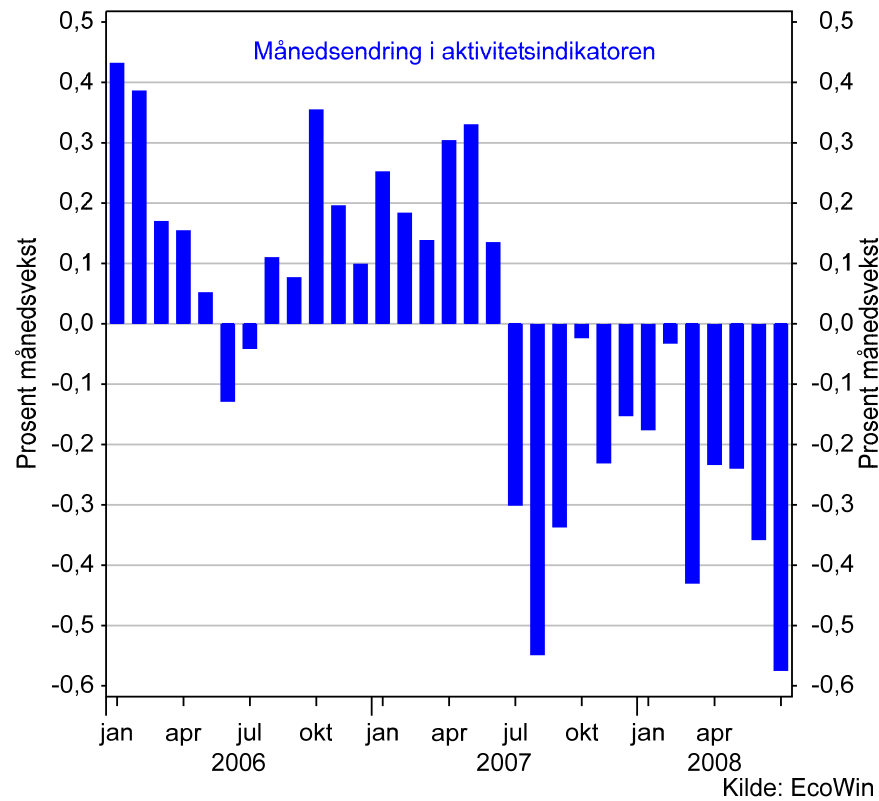
Statsobligasjonsutviklingen: Island som vi IKKE har var klart beste marked, Brasil som vi fortsatt eier har de billigste statsobligasjonene

Land	Rentenivå	Endring siste måned	Inflasjonsmål	"realrente"
Sverige	382	-25	200	182
Polen	587	-20	250	337
Norge	424	-44	250	174
Tsjekkia	437	-10	250	187
Sveits	261	-27	80	181
Tyskland	402	-16	200	202
Usa	382	1	200	182
Japan	147	6	0	147 Dyrest
Mexico	841	-3	300	541
Ungarn	817	24	400	417
Brasil	1146	-10	450	696 Billigst
Sør-Afrika	885	-30	450	435
Island	828	-142	250	578
Korea	586	-10	300	286
New Zealand	567	-32	250	317
Tyrkia	1625	74	400	1225 Ikke stat

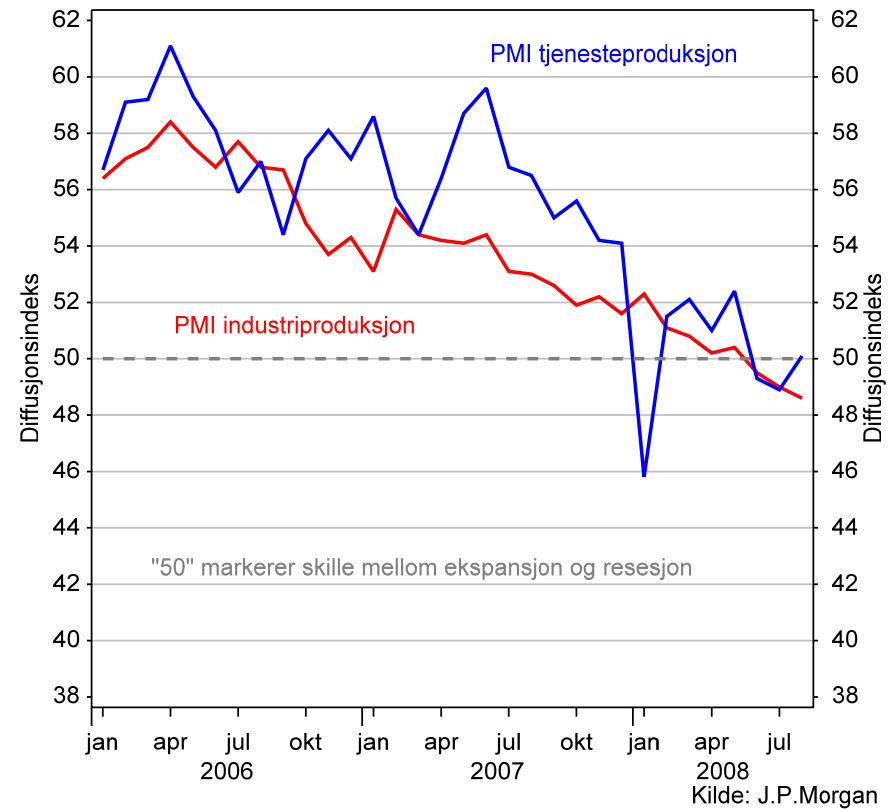
Land med lange statsobligasjoner hvor "realrenten" er høyere enn 2,5 prosent (250) synes vi er interessante i et verdiperspektiv. Realrente her er langsiktig rente i landet justert for inflasjonsmålet (offisielt/uoffisielt).

Globalt: OECDs indikator har falt de 12 siste månedene

Aktiviteten i OECD

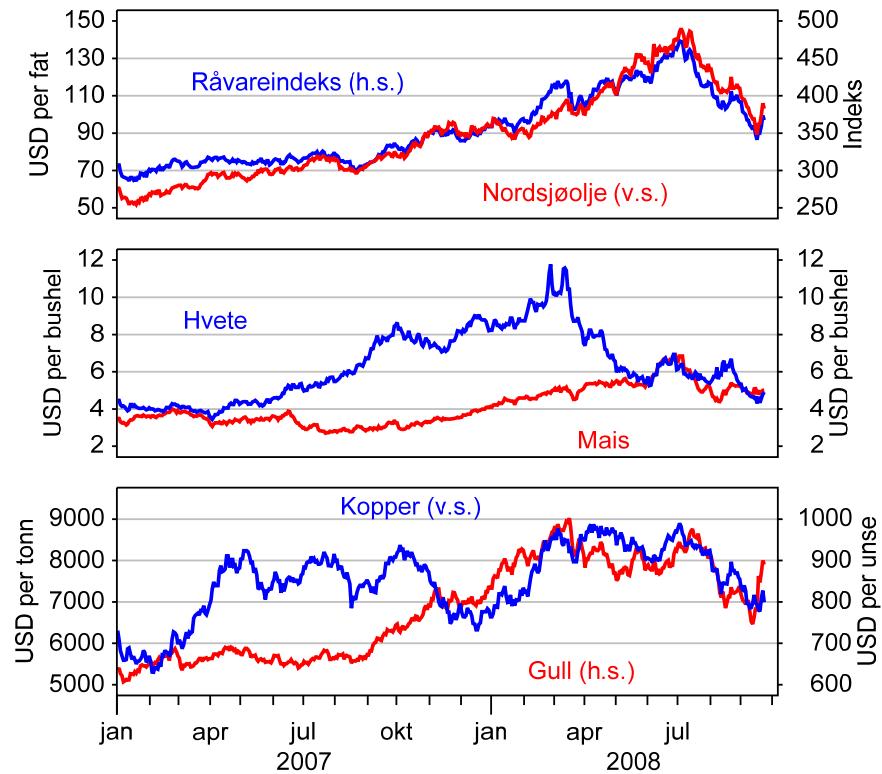


Globale aktivitetsindikatorer



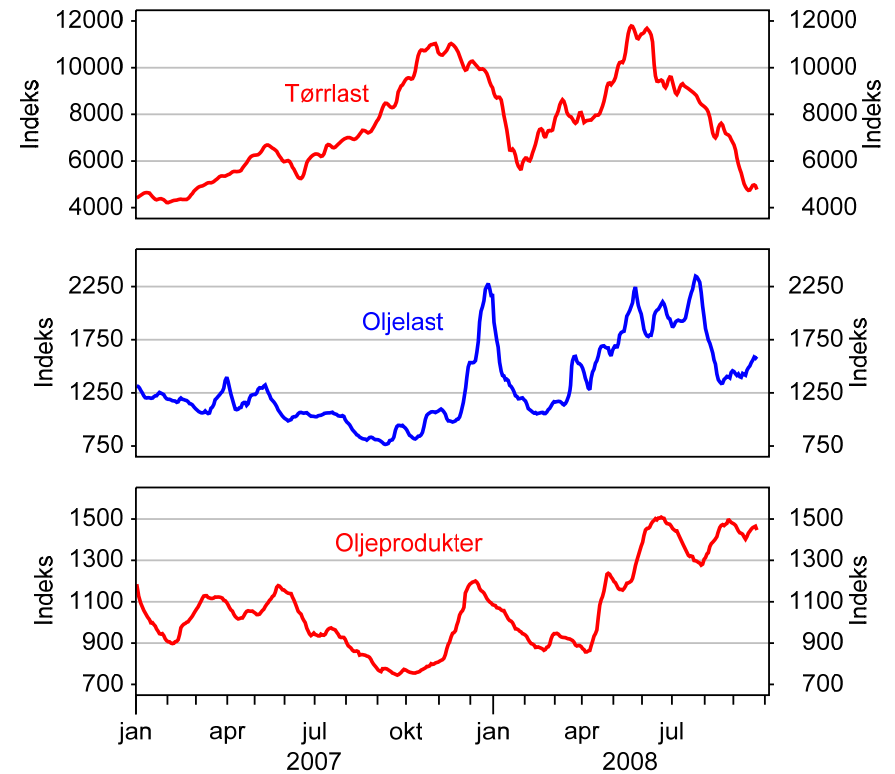
Globalt: Frakterater på tørrlast falt videre i august

Råvarepriser



Kilde: EcoWin

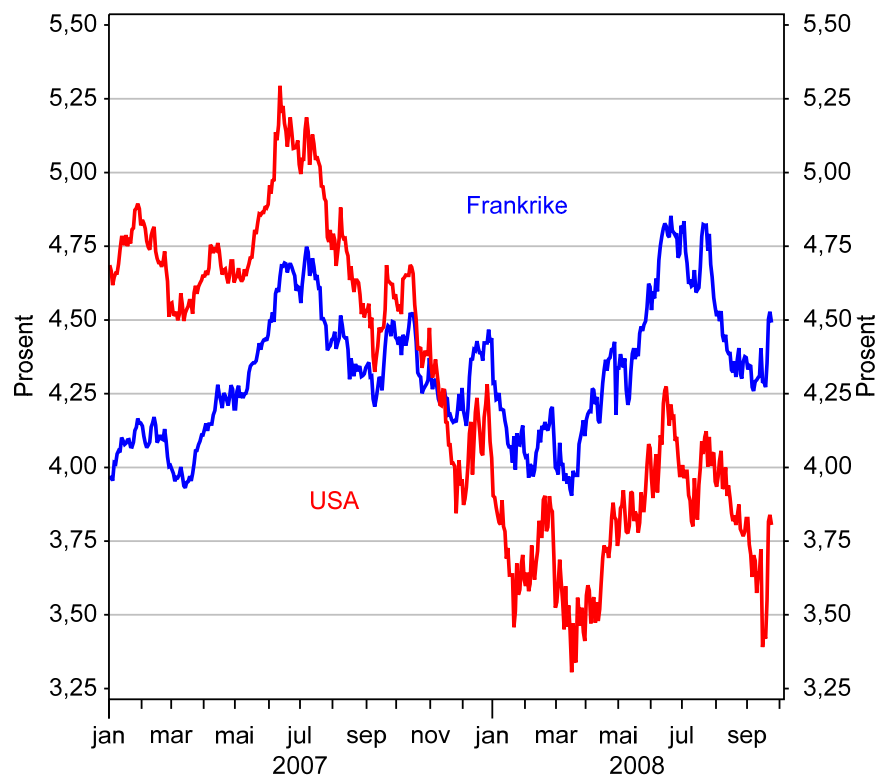
Frakterater



Kilde: EcoWin

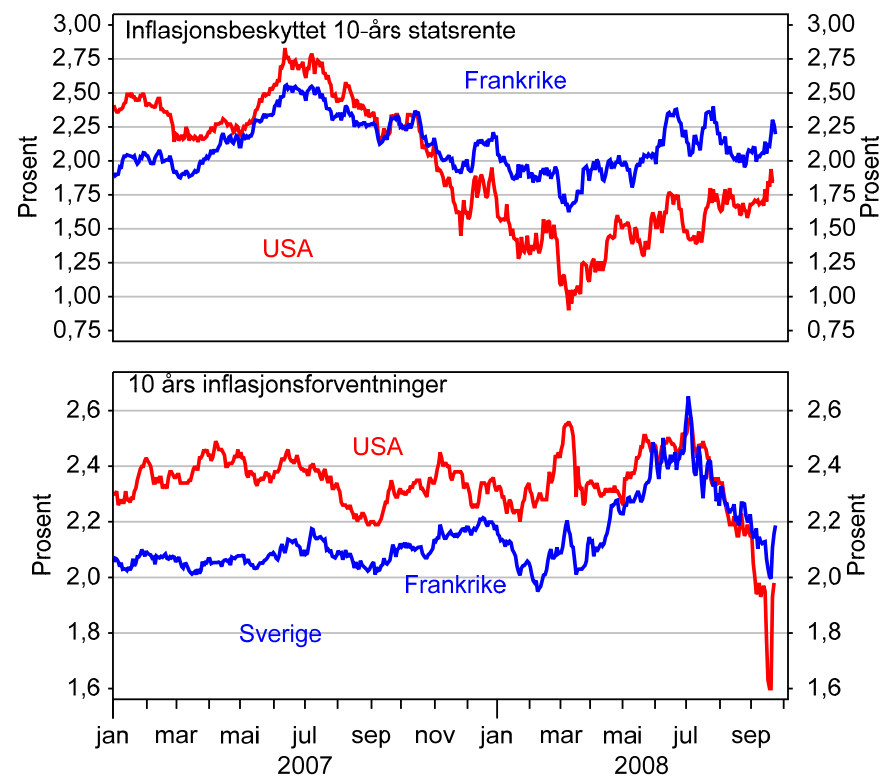
Globalt: Stabile inflasjonsforventninger i USA og i Eurosonen i august

Nominelle 10 års statsrente



Kilde: EcoWin

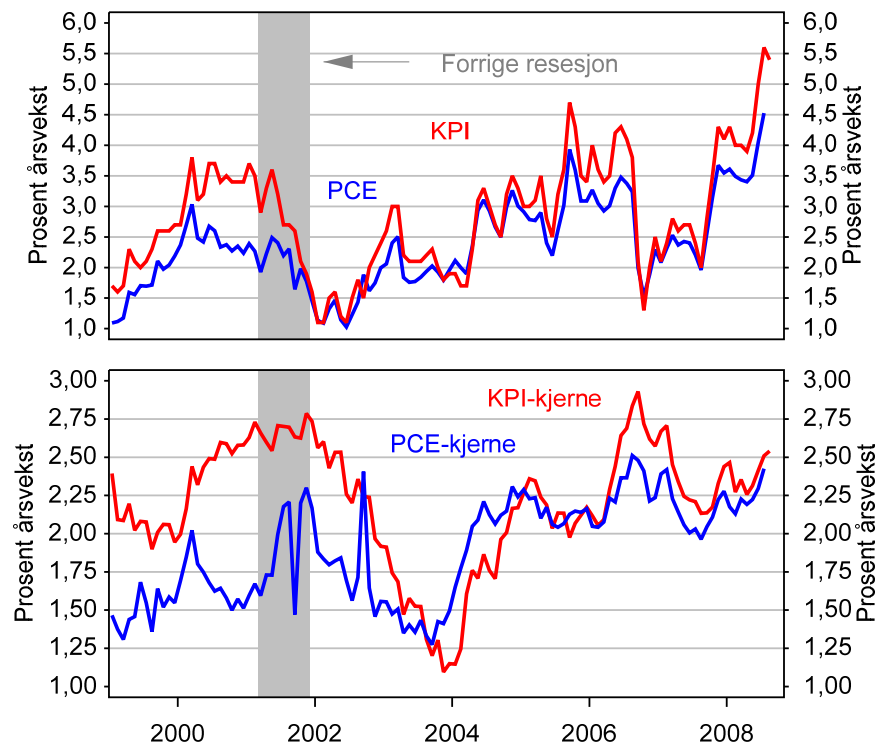
Realrente og inflasjonsforventning



Kilde: EcoWin

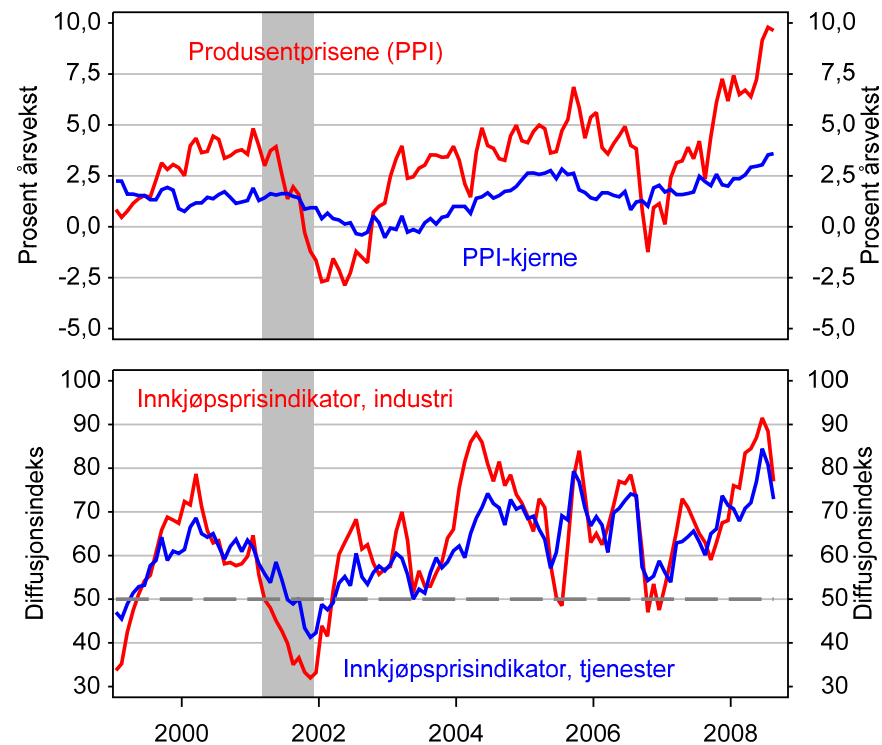
USA: Inflasjon på 5,6 prosent; kjerneinflasjonen er 2,5 prosent

Inflasjon



Kilde: EcoWin

Produsentpriser



Kilde: EcoWin

SKAGEN Avkastnings investeringer

Attraktiv vs. uattraktiv investering – vi eier obligasjoner i Mexico

- Meksikansk stat (10 år)
 - Yield: 8,8 prosent
 - Inflasjonsmål: 3 prosent
 - Inflasjon: 5,6 prosent
 - Styringsrente: 8,25 prosent

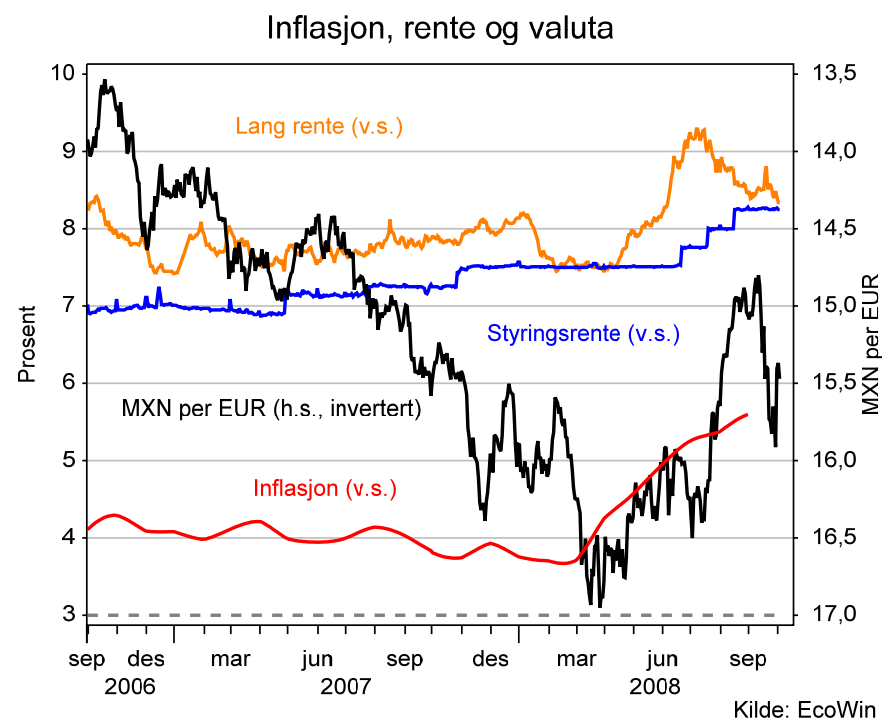
 - Kontroll på pengepolitikken og fallende matpriser vil senke inflasjonen

 - Meksikansk økonomi har svekket seg langt mindre enn ventet på grunn av svakere vekst i USA
- Amerikansk stat (10 år)
 - Yield: 3,8 prosent
 - Inflasjonsmål: 2 prosent
 - Inflasjon: 5,4 prosent
 - Styringsrente: 2 prosent

 - Ikke rendyrket inflasjonsmål – tar andre hensyn
 - Status som ”safe haven” og ”lender of last resort” globalt ?

Hva skjer i Mexico?

- Inflasjonen var 5,6 prosent i august. Inflasjonsmålet er 3 prosent.
- Styringsrenten er 8,25 prosent. Vi tror det er en viss sjanse for en ytterligere økning i styringsrenten innen utgangen av året.
- Renten på statsobligasjonen vi har investert i var 8,6 prosent ved utgangen av september, det samme som ved begynnelsen på måneden.
- Ifølge våre beregninger er obligasjonen underpriset med ca. 35 prosent.
- Pesoen svekket seg med 2,1 prosent mot euro i løpet av september. Målt i euro er prisenivået i Mexico nå ca. 55 prosent av prisenivået i eurosonen. Dette er litt lavere enn for et par år siden. Vi tror derfor pesoen over tid vil styrke seg heller enn svekke seg.



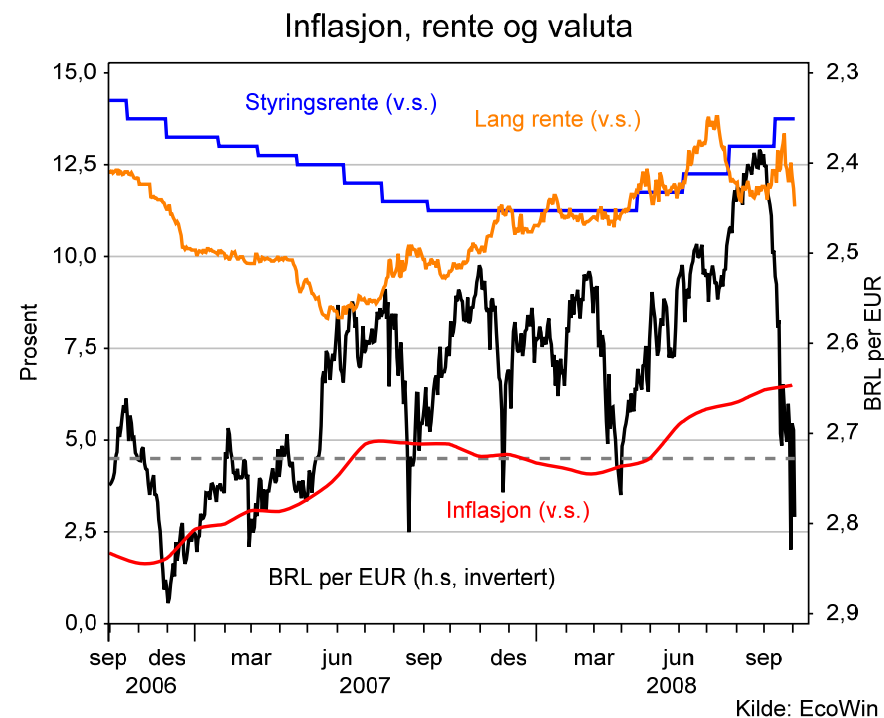
Attraktiv vs. uattraktiv investering

– vi eier obligasjoner i Brasil

- Brasiliansk stat (10 år)
 - Yield: 11,2 prosent
 - Inflasjonsmål: 4,5 prosent
 - Inflasjon: 6,2 prosent
 - Styringsrente: 13,5 prosent
 - Inflasjonen er i ferd med å avta på grunn av innstrammende pengepolitikk
 - Mereilles er en av de fremste forkjemperne for inflasjonsmål blant sentralbankssjefene
- Sør-Afrikansk stat (10 år)
 - Yield: 9,1 prosent
 - Inflasjonsmål: 4,5 prosent
 - Inflasjon: 13,7 prosent
 - Styringsrente: 12 prosent
 - Ingen kontroll på løpsk inflasjon
 - Politisk usikkerhet
 - Liten tiltro til inflasjonsmål

Hva skjer i Brasil?

- Inflasjonen i august var 6,4 prosent. Målet er 4,5 prosent.
- Sentralbankens styringsrenten er 13,75 prosent. Det forventes en økning til 14,25 prosent.
- Renten på den statsobligasjonen vi har investert i steg fra 11,2 prosent ved utgangen av august til 11,8 prosent ved utgangen av september.
- Vi mener kursen på vår obligasjon har et oppsidepotensial på 35 prosent.
- Den brasilianske realen svekket seg med 12 prosent mot euro i løpet av september.
- Vi tror en kombinasjon av stram pengepolitikk og relativt lav inflasjon kan presse valutaen opp igjen.



Attraktiv vs. uattraktiv investering – vi eier obligasjoner i Ungarn

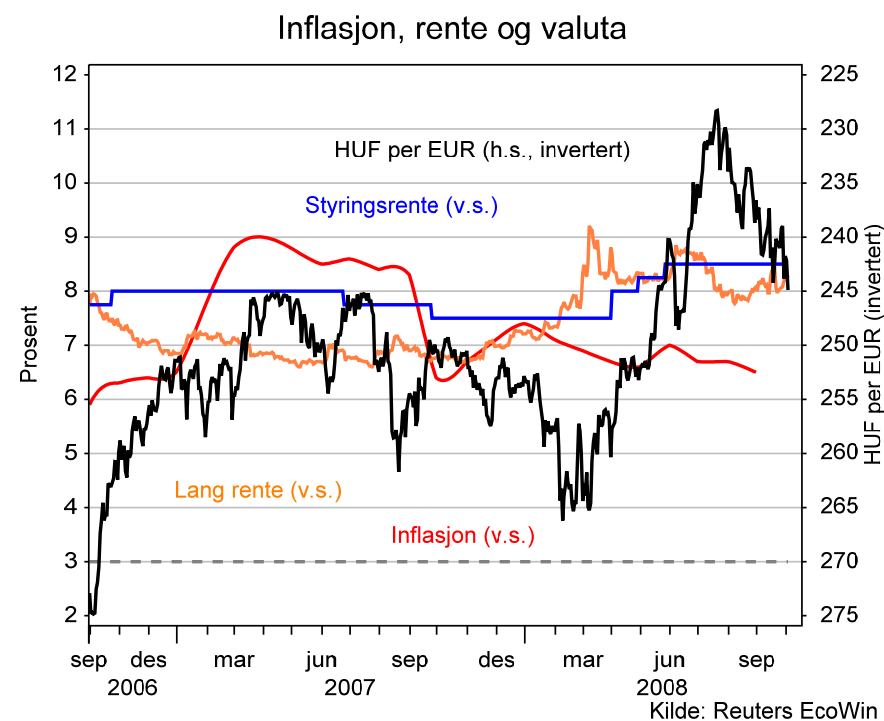
- Ungarsk stat (10 år)
 - Yield: 8,1 prosent
 - Inflasjonsmål: 3 prosent
 - Inflasjon: 6,5 prosent
 - Styringsrente: 8,5 prosent

 - Inflasjonen har falt fra 9 prosent og vil falle videre
 - Svakere økonomisk vekst og en kontraktiv pengepolitikk bør få rentene ned mot nivået til Polen og Tsjekkia
- Tsjekkisk stat (10 år)
 - Yield: 4,4 prosent
 - Inflasjonsmål: 3 prosent
 - Inflasjon: 6,5 prosent
 - Styringsrente: 3,5 prosent

 - Inflasjonen har steget fra 2,2 prosent
 - Mer stimulerende pengepolitikk, og høyere inflasjon enn ECB

Hva skjer i Ungarn?

- I august var inflasjonen 6,5 prosent. Inflasjonsmålet er 3 prosent.
- Styringsrenten er 8,5 prosent. Det forventes et kutt til 8 prosent innen utgangen av året.
- Renten på vår obligasjon steg fra 7,8 prosent ved utgangen av august til 8,2 prosent ved utgangen av september.
- Vi mener obligasjonen har en oppside på ca. 15 prosent.
- Målt i euro er prisnivået i Ungarn fremdeles relativt høyt. Det tyder på at forinten skal videre ned. Derfor er investeringen valutasikret.

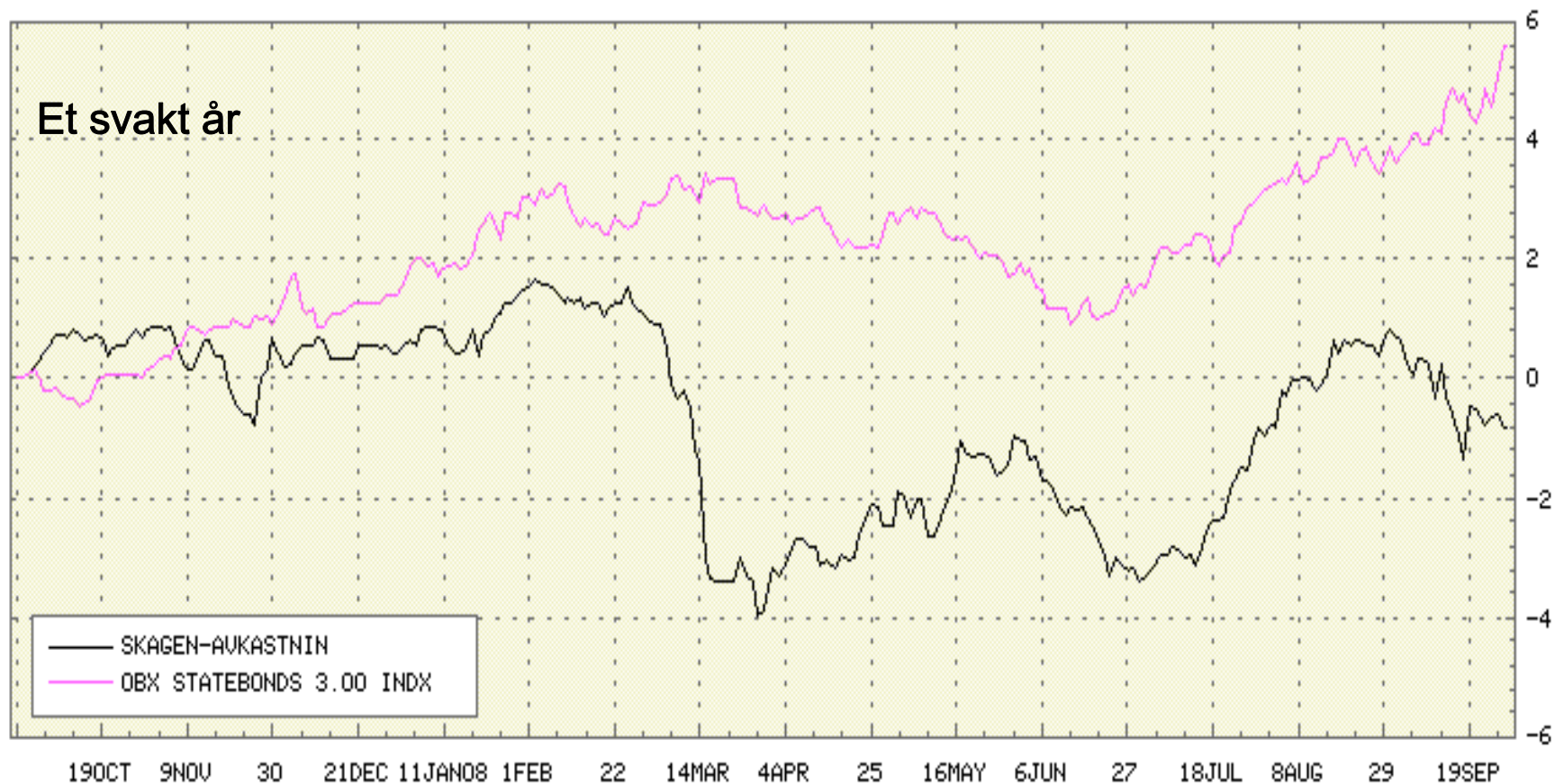


Utviklingen for SKAGEN Avkastning sammenlignet med SKAGEN Høyrente siste 6 måneder



Kilde: Bloomberg

Utviklingen for SKAGEN Avkastning sammenlignet med referanseindeksen siste 12 måneder



Kilde: Bloomberg

SKAGEN Avkastning – mandat, filosofi og hvem passer fondet for

Hvorfor vil vi oppnå en bedre avkastning ved aktiv forvaltning ?

- Renteforvaltere er sjelden globale, men ser mest på et enkeltlands obligasjoner, derfor oppstår det store prisingsforskjeller.
- Renteforvaltere har sjelden mandat til å tjene penger. De vil ha markedsavkastning og er mest opptatt av opptatt av å konservere penger.
- Inflasjonsmål er fortsatt ikke fullt ut forstått av de fleste aktører. Det har flere implikasjoner, for eksempel tror vi at en statsrentekurve ikke automatisk skal være stigende, og at lange obligasjoner konvergerer mot en global realrente.
- Informasjonen overføres sakte, eksempelvis Ungarn i 2002, Mexico 2003.
- Forskjell i tidshorisont gir muligheter spesielt i nye markeder. Et høyt antall spekulative aktører og hedgefond gir volatilitet som ikke er rasjonell. "ingen" investorer er langsiktige og "alle" ramler ut på stopp loss.

Fondets mandat

- Målsetting: Gi god langsiktig risikojustert avkastning i rentemarkedet.
- Operativt mål: Gi bedre avkastning enn SKAGEN Høyrente på seks måneders sikt.
- Lav kredittrisiko: SKAGEN Avkastning investerer i lån med lav kredittrisiko, det vil si statsobligasjoner, statsgaranterte lån, lån i finansinstitusjoner samt bankinnskudd.
- Fondet har et internasjonalt investeringsmandat, men investeringene foretas primært i omsettelige verdipapirer notert i norske kroner.

Hvem passer SKAGEN Avkastning for?

- Personer med overskuddslikviditet som har en tidshorisont på minst seks måneder.
- Personer som ønsker bedre avkastning enn bank og pengemarkedsfond og har en lengre tidshorisont på pengene.

Fondet har fritt mandat med hensyn til rentebindingstid – kan investere noe i utlandet

- Aktivt forvaltet og bredt mandat i god ”SKAGEN-stil.”
- Eneste obligasjonsfond med helt fritt mandat for rentefølsomhet.*
- Fondet forsøker å tilpasse seg slik at svingningene er lavere enn for andre obligasjonsfond (dette har vi ikke greid siste 12 mnd men for fremtiden vil vi igjen forsøke på det), og disse vil i hovedsak komme fra de utenlandske renteplasseringene, kun i liten grad fra endringene i norske renter.

**Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for modifisert durasjon. Modifisert durasjon forteller noe om hvor mye fondet svinger når renten svinger.*

SKAGEN Avkastnings filosofi (I)

- Vi kan oppnå bedre risikojustert avkastning ved å forvalte renter aktivt.
- Det finnes billige og dyre rentemarkeder, vi tar kun renterisiko i de rentemarkedene vi finner billige.
- Globale obligasjonsrenter utvikler seg ikke synkront – til enhver tid finnes det land som står ovenfor en rentekuttsfase selv om andre land befinner seg i en motsatt situasjon.

SKAGEN Avkastnings filosofi (II)

- Vi betrakter rentemarkeder med inflasjonsmål som billige dersom langsiktige realrenter er over 2,5 prosent, og dyre dersom langsiktige realrenter er under 2,5 prosent.
- Vi er taktisk fleksible ved kjøp og salg, men våre kjerneinvesteringer er langsiktige og beholdes frem til vi mener potensialet er tatt ut.
- Vi er forsiktige med å ta risiko:
 - Vi investerer kun i omsettelige kvalitetspapirer notert i norske kroner innen stat og finans, samt i utenlandske statsobligasjoner med lav kredittrisiko.
 - Så lenge renterisikoen er lav, kan vi ha noe valutarisiko – vi er opptatt av totalrisikoen.

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.