

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



# SKAGEN Avkastning

August 2008

Porteføljeforvalter Ross Porter

**Aktiv  
renteforvaltning**



## Kort oppsummering fundamentale forhold

- SKAGEN Avkastning hadde en avkastning på 1,6 prosent i august mot 0,5 prosent for norsk pengemarked og en avkastning på 0,5 prosent for referanseindeksen
- Med en høy effektiv rente på 7,9 prosent og potensielle kursgevinster med rentefall på våre lange statsobligasjoner i utlandet, synes utsiktene gode
- Vi hadde obligasjoner i en dansk bank som gikk overende. Dette påførte ikke fondet noe tap fordi låneforpliktelsene ble tatt over av en nystartet bank eid av staten. De som hadde aksjekapital og/eller ansvarlig kapital ser ut til å kunne tape alt, mens de som hadde ordinære obligasjoner (slik som oss) eller innskudd får en mer solid debitor (låntaker) etter at staten putter inn 4,5 milliarder nye danske kroner i banken. SKAGEN Avkastning har ikke mandat til å investere i ansvarlige obligasjoner. Ordinære bankobligasjoner som vi har investert i har aldri påført eierne tap verken i Norge eller Danmark. Likevel forsøker vi å være nøye på å forsøke å unngå problembanker, men denne ble dessverre den første i sitt slag for fondet.
- For artikler om vår beholdning i Roskilde Bank, klikk [her](#) og [her](#).

”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 – forts.

- Meksikansk stat, vår største post, hadde en svært god måned. En forutsigbar pengepolitikk, noe svakere vekst og fallende råvarepriser som gir fallende inflasjonsforventninger gav et betydelig fall i de lange rentene. Selv om vi har høstet kursgevinster her de siste månedene, er lange statsobligasjoner i Mexico etter vår mening fortsatt det mest attraktive obligasjonsmarkedet blant de statsobligasjonsmarkedene vi følger. En realrente på ca 4,4 prosent justert for inflasjonsmål og kredittrating, samt stor stabilitet og forutsigbarhet politisk, og i pengepolitikken, synes vi gir gode utsikter for vår investering. Fallet i råvareprisene kan bli den verdikatalysatoren vi trenger for ytterligere kursgevinster framover.
- Tyrkia korrigerer noe tilbake etter en fantastisk utvikling i juli. Fundamentalt sett tror vi at langrentene som ligger rundt 15,5 prosent har tatt høyde for mye negativt og at inflasjonen snart vil overraske positivt, dvs. falle fra dagens høye nivå på 12 prosent. Inflasjonen har også begynt å overraske positivt fra uke til uke – sist det skjedde, våren 2007, gav det en svært god avkastning på lange brasilianske statsobligasjoner. For ordens skyld: Lange statsrenter er over 11 prosent i Brasil.
- Vi har økt vår investering i et 10-årig statspapir i Ungarn
  - Langrente på 7,8 prosent, mot 4,15 i Tyskland, 6,1 i Polen og 4,4 prosent i Tsjekkia
  - Inflasjon på 6,7 prosent men fallende på grunn av sterkere valuta, svak vekst og høy styringsrente – månedsvekst i inflasjonen på kun 0,1 prosent i juni og juli
  - Investeringen har hatt en kjempestart med et fall i langrenten fra 8,7 til 7,8 prosent i årsvekst
  - Tidligere var valutakursen beheftet med en risiko knyttet til svært negativ handelsbalanse – denne er nå positiv

## Avkastningsanalyse i august

### Avkastningsanalyse august

	Andel	Kroneavkastning	Avkastning	Bidrag totalavkastning
Utland	25,3 %	26 435 256	4,89 %	1,23 %
Norge	74,7 %	7 603 642	0,48 %	0,36 %
Totalavkastning august		34 038 898		1,59 %

## Fondets sammensetning (per 2. juli)

- Lav rentefølsomhet skal gi betydelig lavere svingninger enn andre obligasjonsfond i et klima med stigende renter – 74 prosent investert i Norge med en rentefølsomhet på 25 uker. Durasjonen for hele fondet er på 30 måneder
- Vi har mer enn 20 prosent i utlandet fordi den løpende renten er såpass høy som 7,9 prosent.
- Investerer i lange statsobligasjoner i land som er i motfase – er billige - og der det er gode muligheter for rentefall
  - 4,4 prosent i Tyrkia (EIB med AAA-rating)
  - 9,6 prosent i Meksikansk stat
  - 6,0 prosent i Brasiliansk stat
  - 6,2 prosent i Ungarsk stat
- Utenlandseksponeringen trekker opp den løpende renten på fondet fra ca 6,7 prosent til 7,9 prosent.
- Ca 2/3 deler av investeringen i Ungarsk stat er helt valutasikret, mens resten ligger åpent. Ut over det har vi sikret ca 70 % av resterende utenlandsplasseringer mot svingninger i den norske kronekursen. Ellers ligger resten av plasseringene åpent.

## Statsobligasjonsutviklingen: Mexico var det beste markedet i august, Tyrkia det verste. Norge var bra til tross for høye inflasjonstall for juli

Land	Rentenivå	Endring siste måned	Inflasjonsmål	"realrente"
Sverige	407	-15	200	207
Polen	607	-20	250	357
Norge	468	-24	250	218
Tsjekkia	447	-13	250	197
Sveits	288	-17	80	208
Tyskland	418	-17	200	218
Usa	381	-13	200	181
Japan	142	-12	0	142
Mexico	844	-50	300	544
Ungarn	793	12	400	393
Brasil	1149	-9	450	699
Sør-Afrika	911	-10	450	461
Island	970	-30	250	720
Korea	596	4	300	296
New Zealand	599	-13	250	349
Tyrkia	1551	51	400	1151

Dyrest

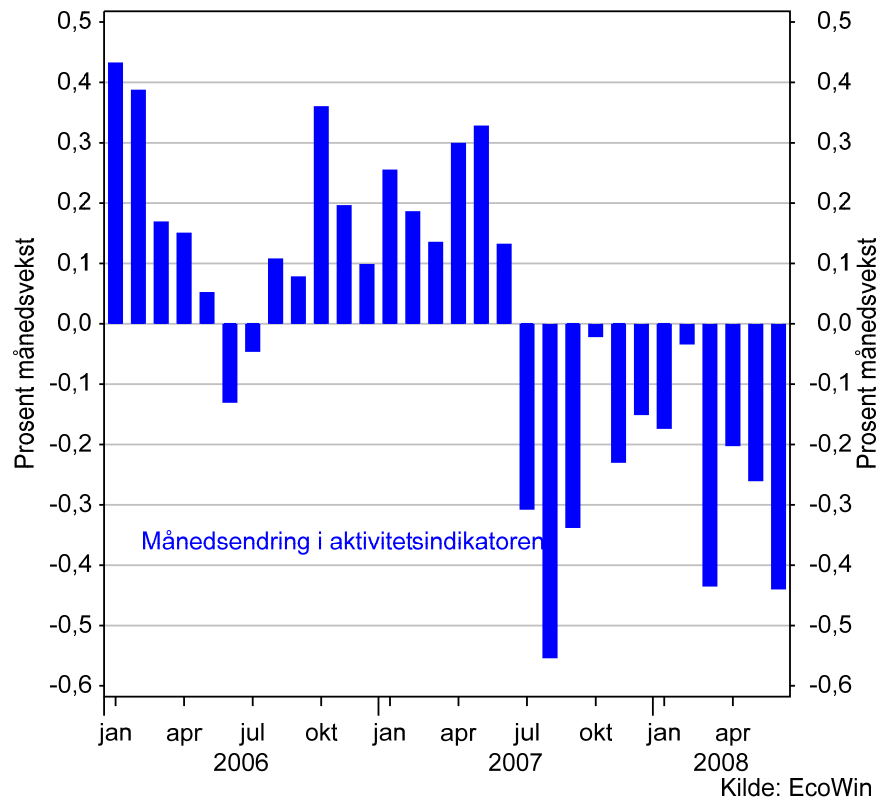
Billigst

Ikke stat

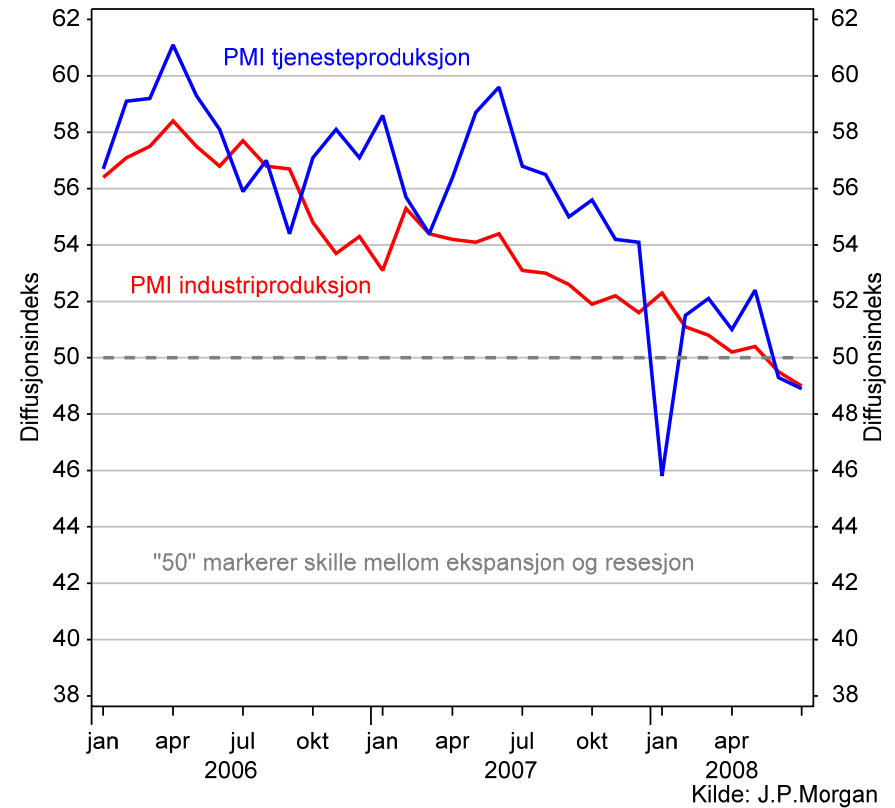
Land med lange statsobligasjoner hvor "realrenten" er høyere enn 2,5 prosent (250) synes vi er interessante i et verdiperspektiv. Realrente her er langsiktig rente i landet justert for inflasjonsmålet (offisielt/uoffisielt).

# Globalt: Fortsatt fall i aktivitetsindikatorerne

## Aktiviteten i OECD

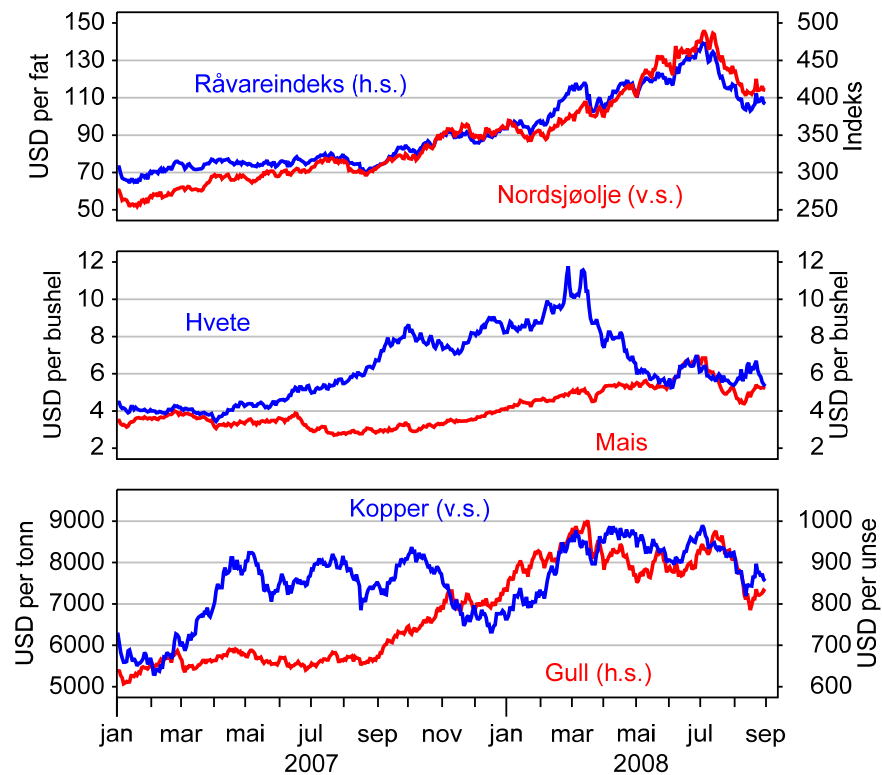


## Globale aktivitetsindikatorere



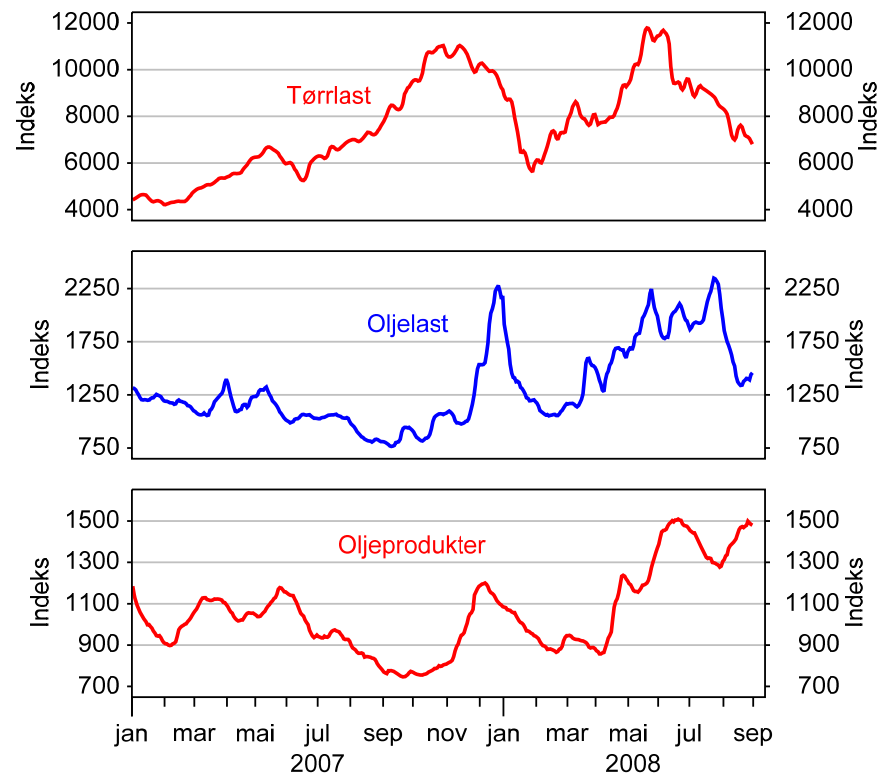
# Globalt: Frakrater på tørrlast falt videre i august

## Råvarepriser



Kilde: EcoWin

## Frakterater



Kilde: EcoWin



# Globalt: Stabile inflasjonsforventninger i USA og Eurosonen i august

## Nominelle 10 års statsrente



Kilde: EcoWin

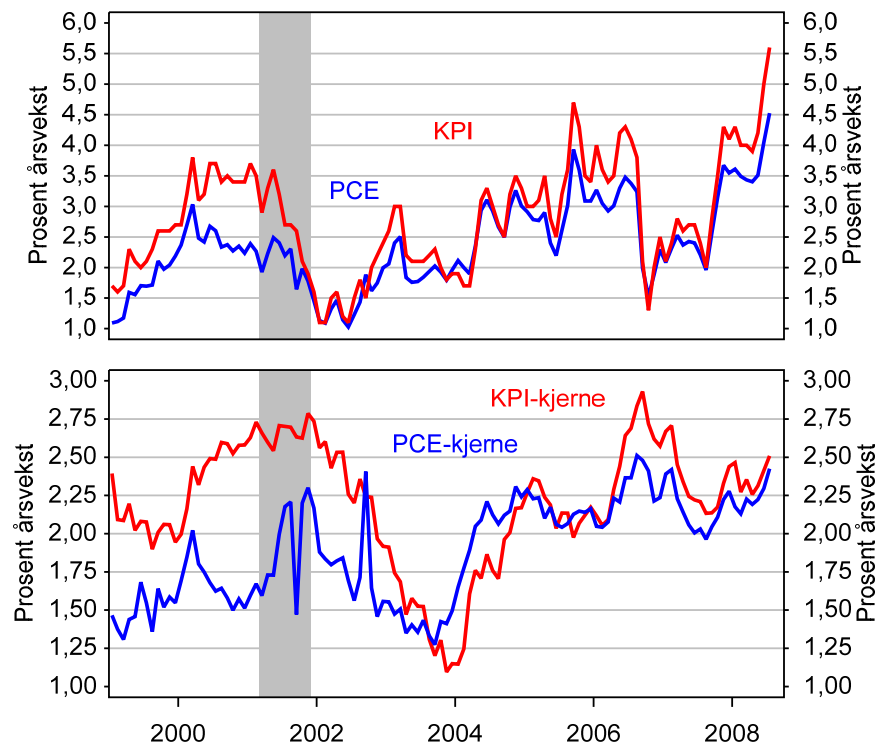
## Realrente og inflasjonsforventning



Kilde: EcoWin

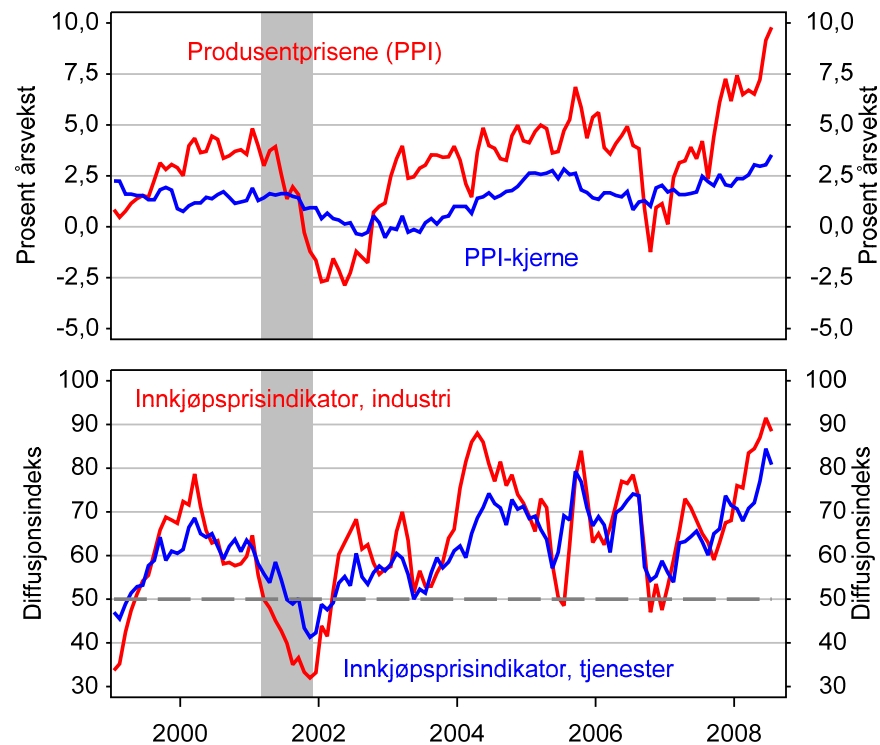
# USA: Inflasjon på 5,6 prosent; kjerneinflasjonen er 2,5 prosent

## Inflasjon



Kilde: EcoWin

## Produsentpriser



Kilde: EcoWin

# 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.

**Rangering over de ti beste obligasjonsfondene som tilbys i Norge siste 36 månedene etter risikojustert avkastning (Sharpe ratio). Vi er ikke fornøyd.**

Security Name	Security Group Name	Sharpe Ratio :
KLP Aktiv Rente	Obligasjonsfond 0-2	0,35
Storebrand Global Obligasjon A	Internasjonale Obligasjonsfond	0,01
<b>SKAGEN Avkastning</b>	<b>Obligasjonsfond 2-4</b>	<b>-0,04</b>
ABN AMRO Global Emerging Markets B	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,18
Nordea Global Statsobligasjon	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,25
WarrenWicklund OECD II	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,26
ABN AMRO High Yield Bond	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,27
Schroder ISF Emerg DA Ret (USD)	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,35
Nordea Global High Yield	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,4
Handelsb, Euro Obligasjon FI	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,41
<b>Statsobligasjonsind, 3,00</b>	<b>Referanseindekser</b>	<b>-0,72</b>

Kilde: Oslo Børs informasjon

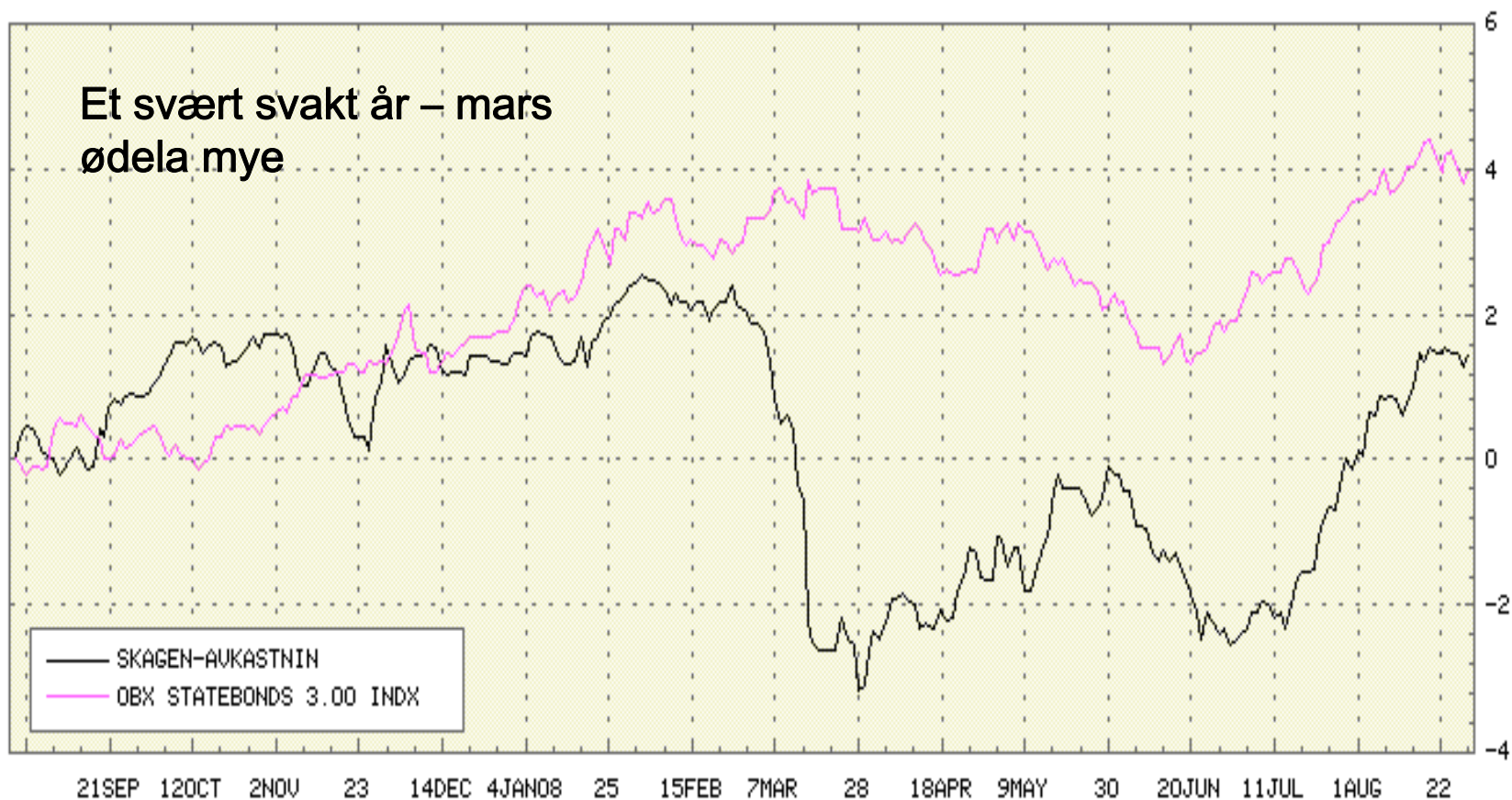
# Utviklingen for SKAGEN Avkastning sammenlignet med SKAGEN Høyrente siste 6 måneder



Avkastning negativ og langt under målsettingen

Kilde: Bloomberg

# Utviklingen for SKAGEN Avkastning sammenlignet med referanseindeksen siste 12 måneder

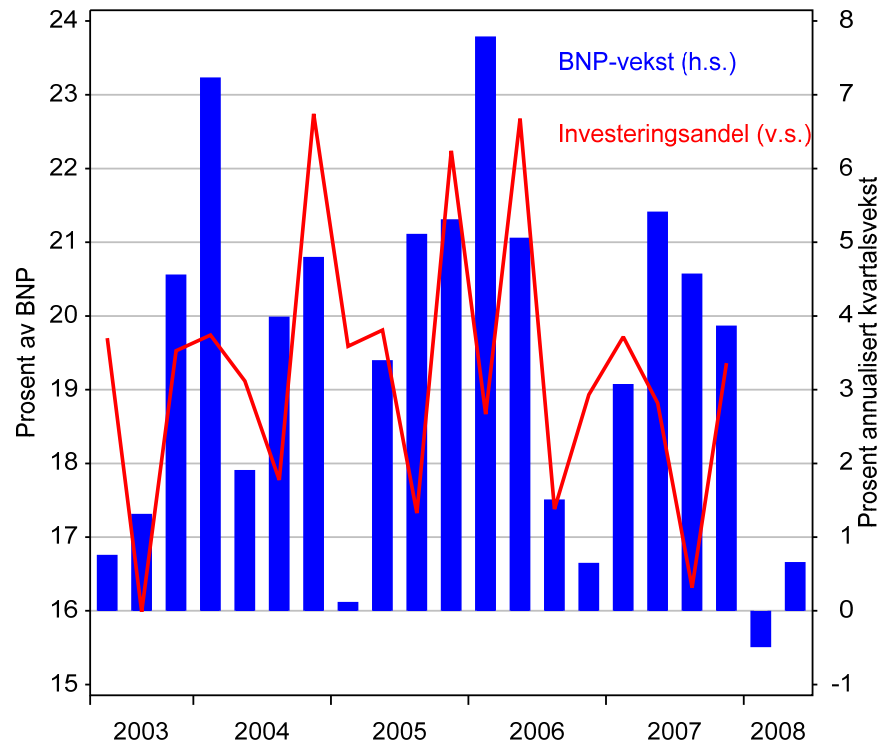


Kilde: Bloomberg

# SKAGEN Avkastnings investeringer

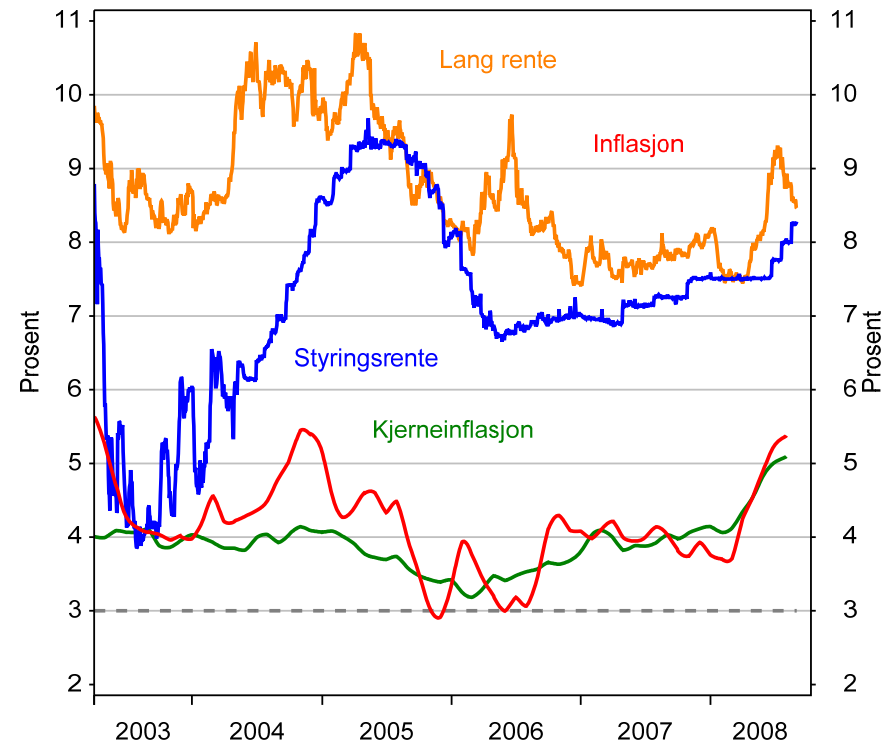
# Mexico: 0,6 prosent vekst i 2. kvartal; 5,4 prosent inflasjon

## Vekst og investering



Kilde: EcoWin

## Inflasjon og renter

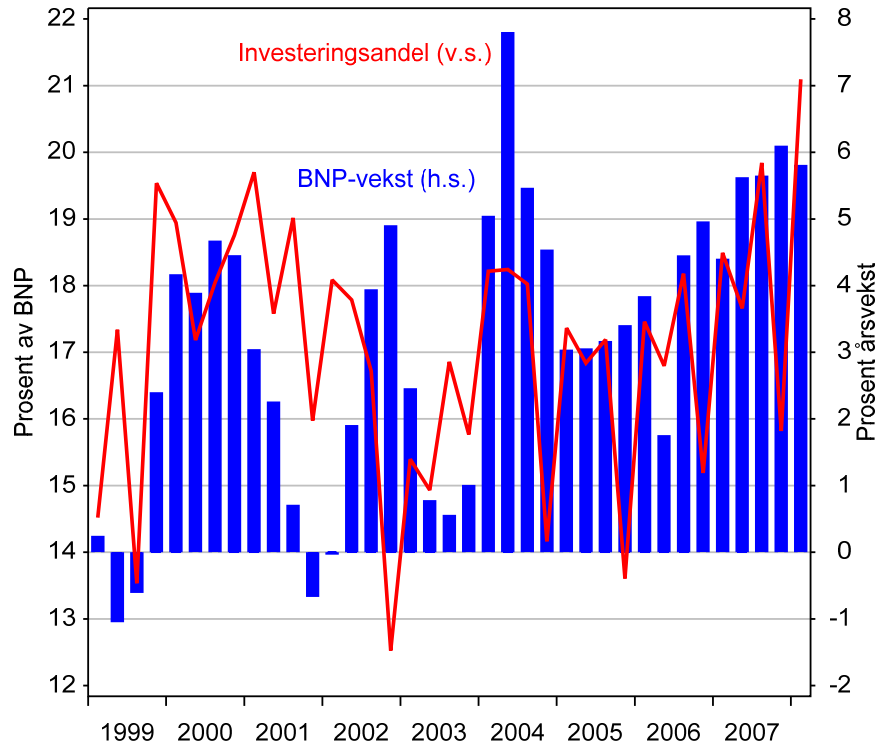


Kilde: EcoWin



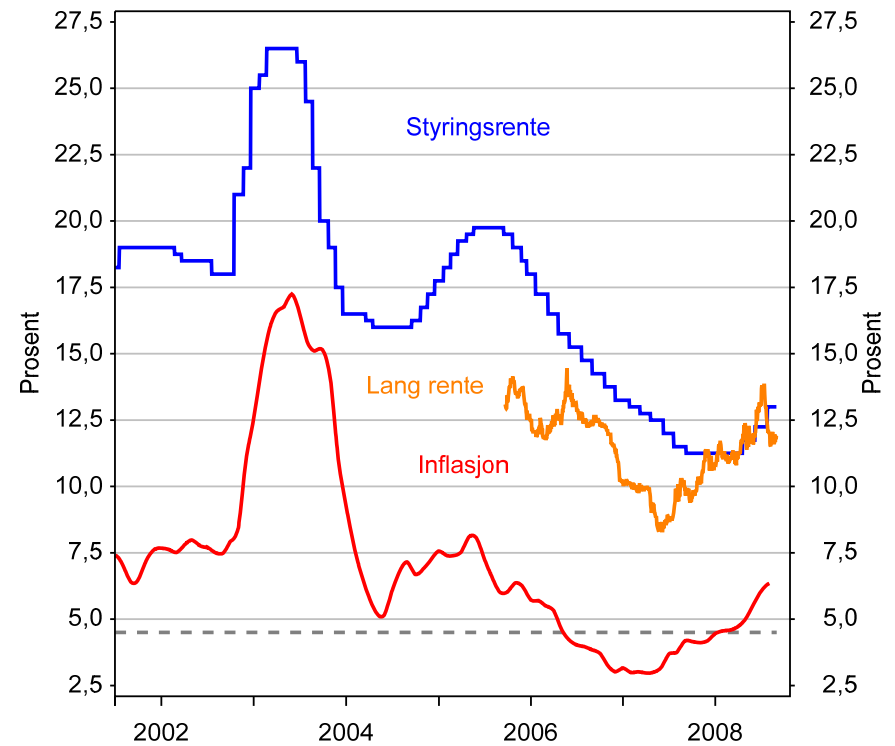
# Brasil: 5,8 prosent vekst i 1. kvartal; 6,3 prosent inflasjon

## Vekst og investeringer



Kilde: EcoWin

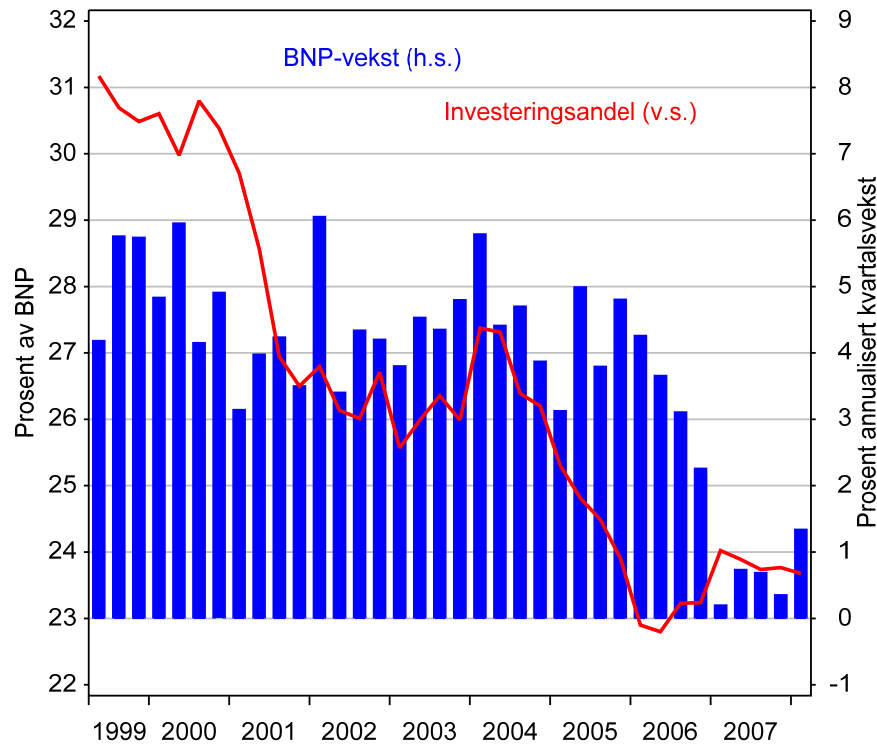
## Inflasjon og renter



Kilde: EcoWin

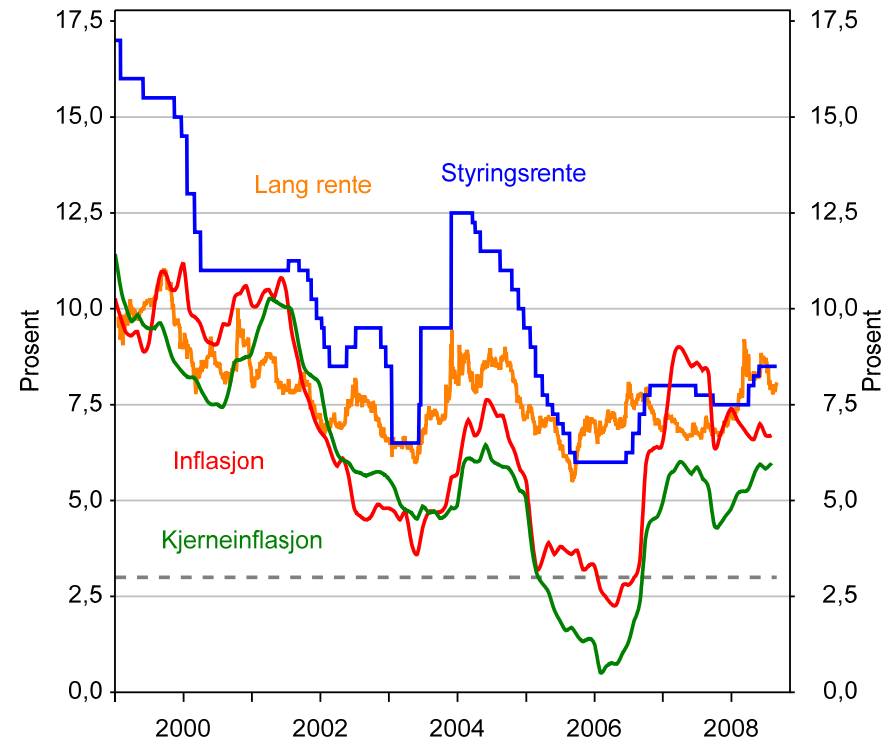
# Ungarn: 1,3 prosent vekst i 1. kvartal; 6,7 prosent inflasjon

## Vekst og investering



Kilde: EcoWin

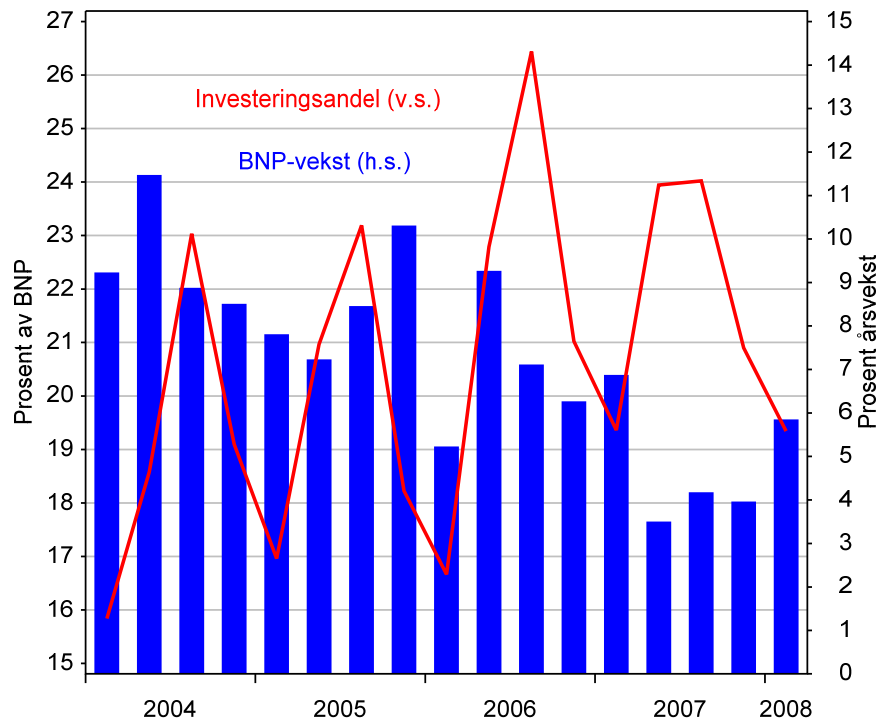
## Inflasjon og renter



Kilde: EcoWin

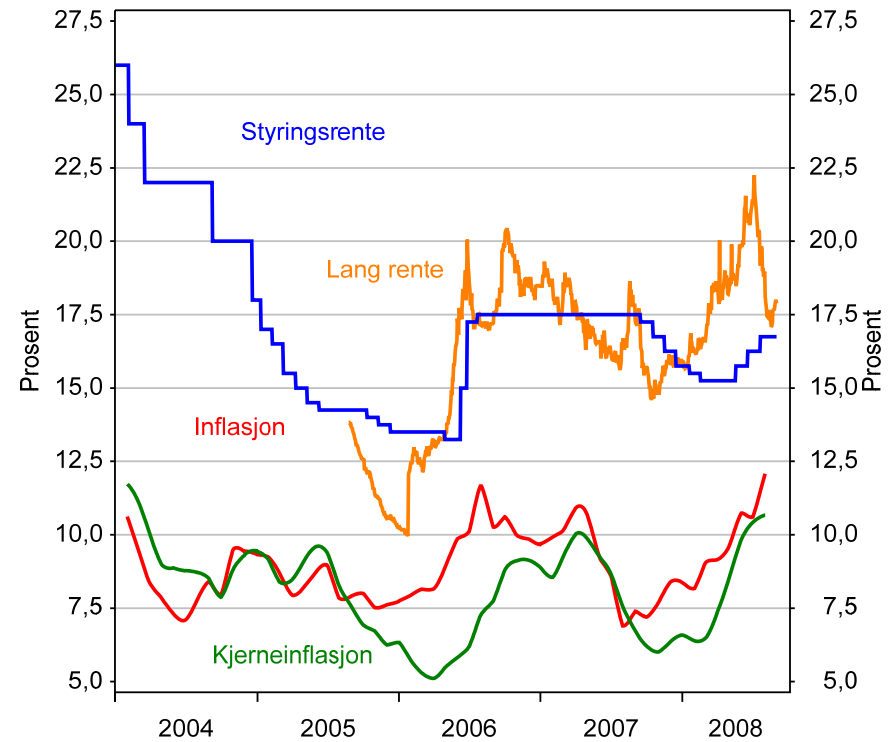
# Tyrkia: 5,6 prosent vekst i 1. kvartal; 12,1 prosent inflasjon

## Vekst og investeringer



Kilde: EcoWin

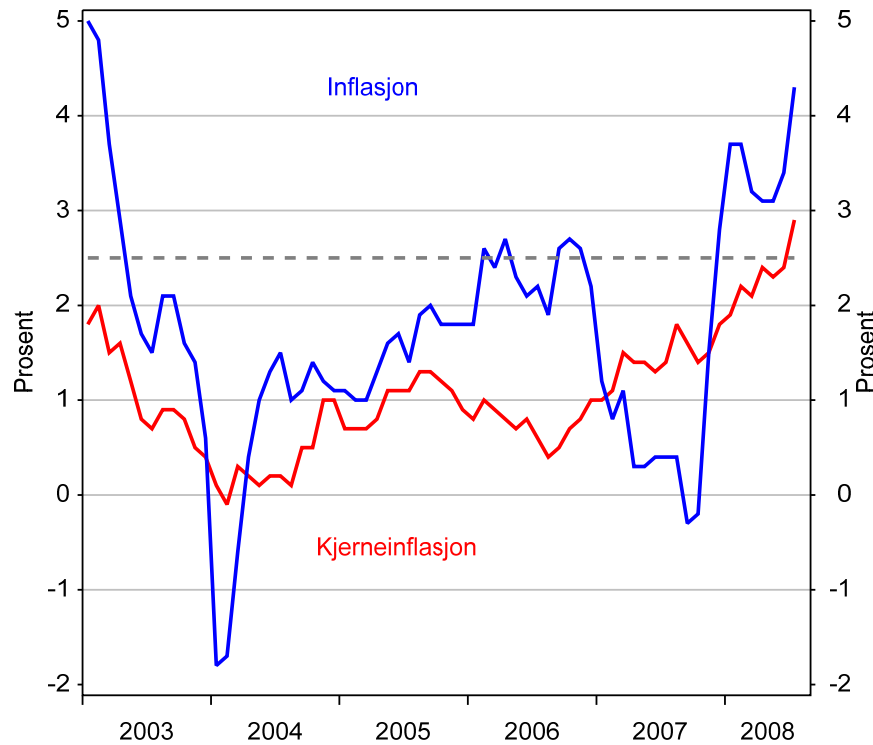
## Inflasjon og renter



Kilde: EcoWin

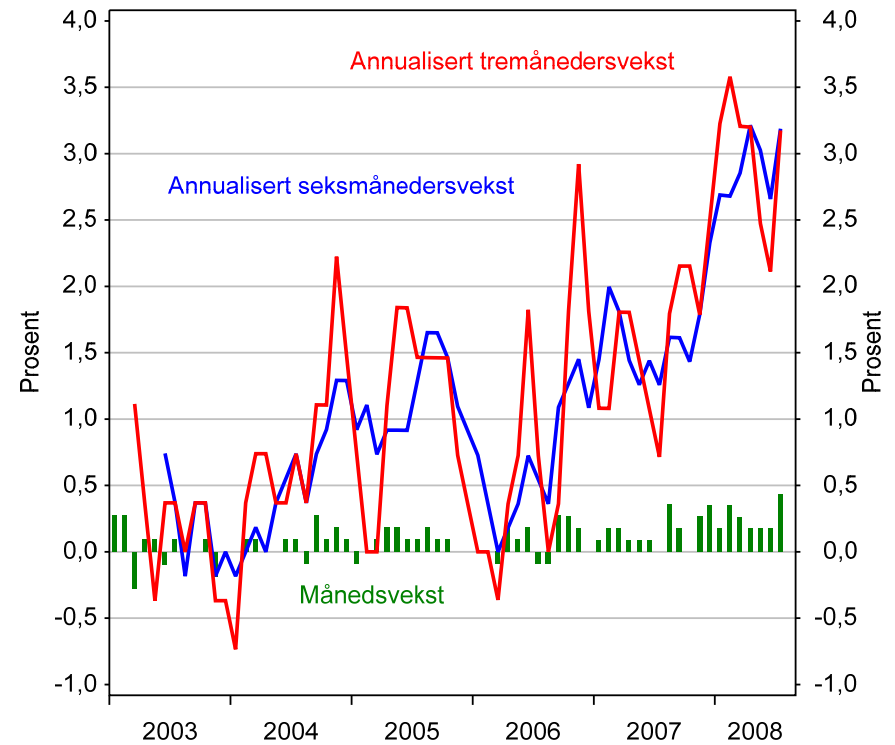
# Norge: 4,3 prosent inflasjon; 2,9 prosent kjerneinflasjon

## Årsvekst i konsumprisene



Kilde: EcoWin

## Sesongjustert KPI-JAE



Kilde: EcoWin

# SKAGEN Avkastning – mandat, filosofi og hvem passer fondet for

## Fondets mandat

- Målsetting: Gi god langsiktig risikojustert avkastning i rentemarkedet.
- Operativt mål: Gi bedre avkastning enn SKAGEN Høyrente på seks måneders sikt.
- Lav kredittrisiko: Fondet investerer kun i stat og trygge, gjennomanalyserte finansselskaper.

## 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 norske kvalitetspapirer 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.