



SKAGEN Avkastning

Juni 2008

Porteføljeforvalter Ross Porter

Kort oppsummering fundamentale forhold

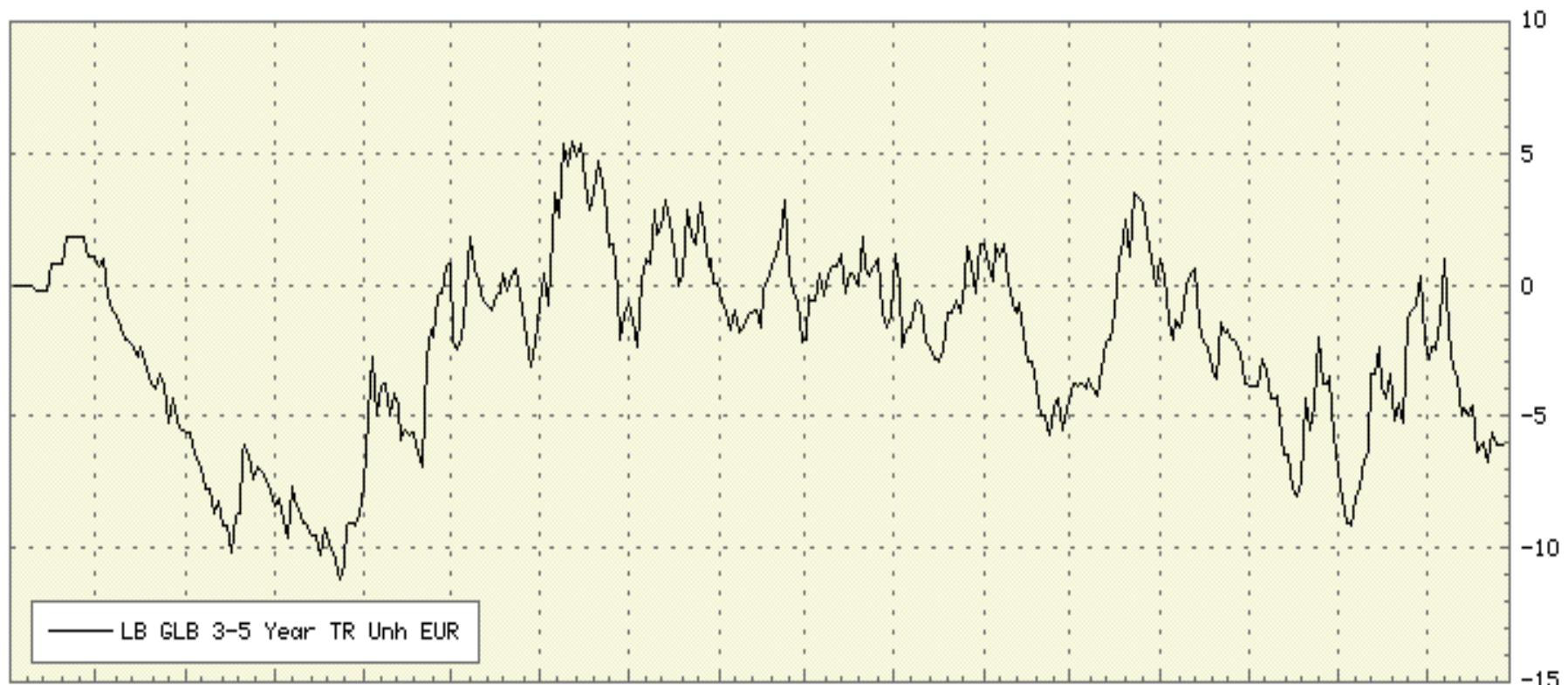
- SKAGEN Avkastning hadde en avkastning på -2,2 prosent i juni mot 0,4 prosent for norsk pengemarked og en avkastning på -0,4 prosent for referanseindeksen
- Med over 8 prosent løpende rente kan SKAGEN Avkastning være et godt kjøp selv om fondet ikke har oppnådd sine mål, den globale inflasjonen gjennomgående er stigende og at fondet har bommet på sin islands plassering.
- Stadig stigende olje og råvarepriser har flere negative effekter for fondet
 - Inflasjonsforventningene har steget – mest i nymarkedsland
 - Risikopremier øker som følge av at usikkerheten omkring verdensøkonomien øker
 - Markedene blir kortsiktige og momentumbaserte – gode fundamentale nyheter får liten effekt. Det som har steget stiger videre og det som har falt fortsetter å falle uavhengig av fundamentale forhold
 - Fortsatt stigning i oljeprisen vil isolert sett være negativt for utenlandsplasseringene i SKAGEN Avkastning – motsatt kan en korreksjon i oljeprisen kunne gi en betydelig verdistigning

Oppsummering av fundamentale forhold – forts.

- Brasil har fått hard medfart til tross for at landet tidligere ble oppgradert til "investmentgrade," og er blant de landene med desidert best kontroll med inflasjonsutviklingen. En kalkulert lang realrente på over 8 prosent gjør disse obligasjonene til verdens mest attraktive etter vår mening.
- Tyrkia hadde en svak måned på grunn av fortsatt politisk uro. Vi opplevde likevel en fundamental opptur ved at årsveksten i inflasjonen kom ut på 10,6 prosent mot forventet 11,6 prosent. Prisingen av de lange obligasjonene har tatt høyde for mye uro framover.
- Island er redusert til 6 prosent av porteføljen og kun 4 prosent valutaeksponering. Dette har vi gjort fordi:
 - Noe av nedturen i mars er hentet inn
 - Svingningene er fortsatt ubehagelig store
 - Problemene i Islandsk banksektor er ikke over
 - Statsobligasjonene i Brasil og Mexico har blitt relativt billigere i forhold til Island, og forsvaret da en høyere prosentvis vekting enn Islandske statsobligasjoner

Obligasjonsmarkedene har vært i en syv års bølgedal – etter en negativ avkastning for globale statsobligasjoner målt i norske kroner, og en løpende rente i SKAGEN Avkastning på over 8 prosent kan vi kanskje stå foran bedre tider

Den globale Lehman statsobligasjonsindeksen målt i norske kroner



Kilde: Bloomberg

Avkastningsanalyse i juni

Avkastningsanalyse juni

	Andel	Kroneavkastning	Avkastning	Bidrag totalavkastning
Utland	26,7 %	-59 169 155	-9,16 %	-2,45 %
Norge	73,3 %	4 513 717	0,25 %	0,19 %
Totalavkastning juni		-54 655 438		-2,26 %

Fondets sammensetning (per 2. juli)

- Lav rentefølsomhet skal gi betydelig lavere svingninger enn andre obligasjonsfond i et klima med stigende renter – 76 prosent investert i Norge med en rentefølsomhet på 26 uker. Durasjonen for hele fondet er på 30 måneder
- Vi har gått noe utover 20 prosent i utlandet fordi den løpende renten er såpass høy som 8,0 prosent.
- Investerer i lange statsobligasjoner i land som er i motfase – og der det er gode muligheter for rentefall
 - 6,0 prosent i islandsk stat
 - 4,2 prosent i Tyrkia (EIB med AAA-rating)
 - 8,2 prosent i Meksikansk stat
 - 6,0 prosent i Brasiliansk stat
- Utenlandseksponeringen trekker opp den løpende renten på fondet fra ca 6,7 prosent til 8,0 prosent.
- Island har valutarisiko mot euro. Tyrkia amerikansk dollar, Mexico ligger for øyeblikket helt åpent, Brasil har valutarisiko mot dollar. Ca. 30 prosent av Islandsposten er helt valutasikret
- Vi ligger noe mer åpent mot norske kroner enn tidligere. Årsaken er at den norske kronen nå i større grad enn tidligere samvarierer med våre andre eksponeringer. Vi vil igjen øke valutasikringen når markedene normaliseres

Island – utviklingen siden starten av mars

Valutakursen har stabilisert seg noe



Statsobligasjonen har løftet seg noe etter krasjet i mars



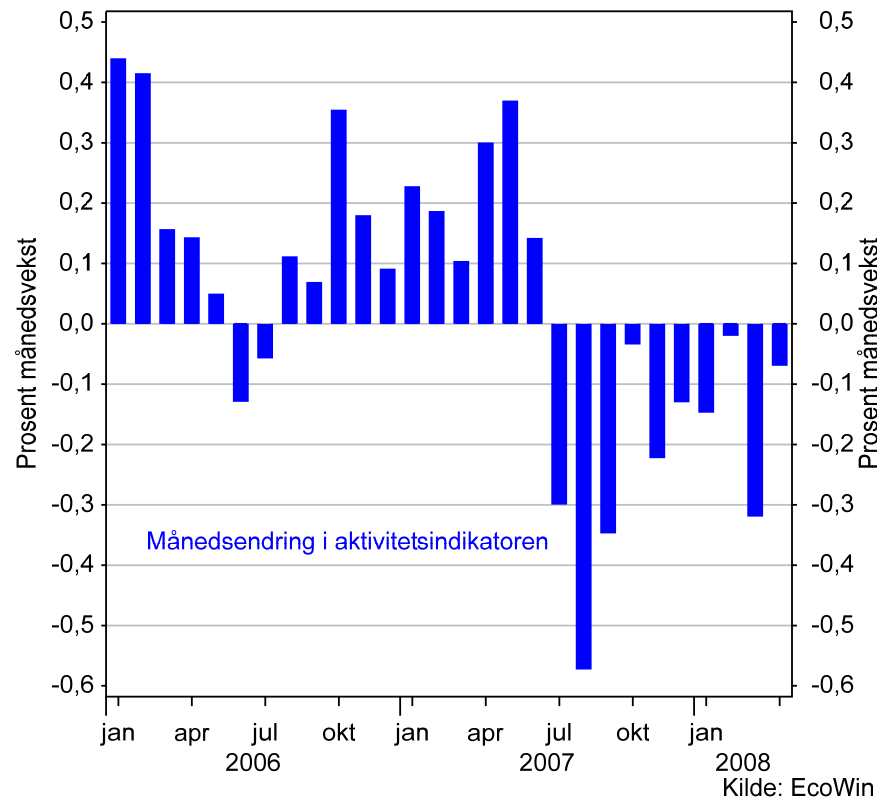
Statsobligasjonsutviklingen: Vi eide de tre verste månedene i juni, Mexico, Brasil og Tyrkia. Brasil har nå de billigste statsobligasjonene

Land	Rentenivå	Endring siste måned	Inflasjonsmål	"realrente"
Sverige	452	14	200	252
Polen	663	33	250	413
Norge	509	31	250	259
Tsjekkia	515	-2	250	265
Sveits	329	10	80	249
Tyskland	462	22	200	262
Usa	397	-9	200	197
Japan	160	-16	0	160 Dyrest
Mexico	923	110	300	623
Ungarn	850	40	400	450
Brasil	1271	118	450	821 Billigst
Sør-Afrika	1070	65	450	620
Island	974	30	250	724
Korea	604	35	300	304
New Zealand	634	-12	250	384
Tyrkia	1731	211	400	1331 Ikke stat

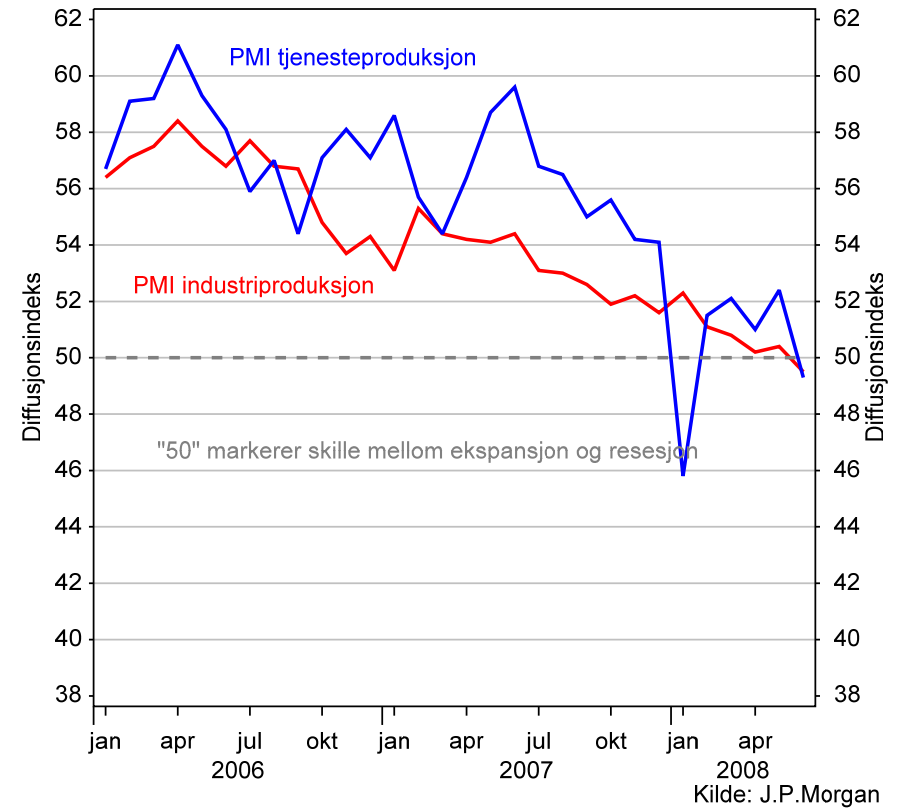
Land med lange statsobligasjoner hvor "realrenten" er høyere enn 2,5 prosent (250) synes vi er interessante i et verdiperspektiv. Realrente her er langsiktig rente i landet justert for inflasjonsmålet (offisielt/uoffisielt).

Globalt: Lavere aktivitetsindikatorer

Aktiviteten i OECD

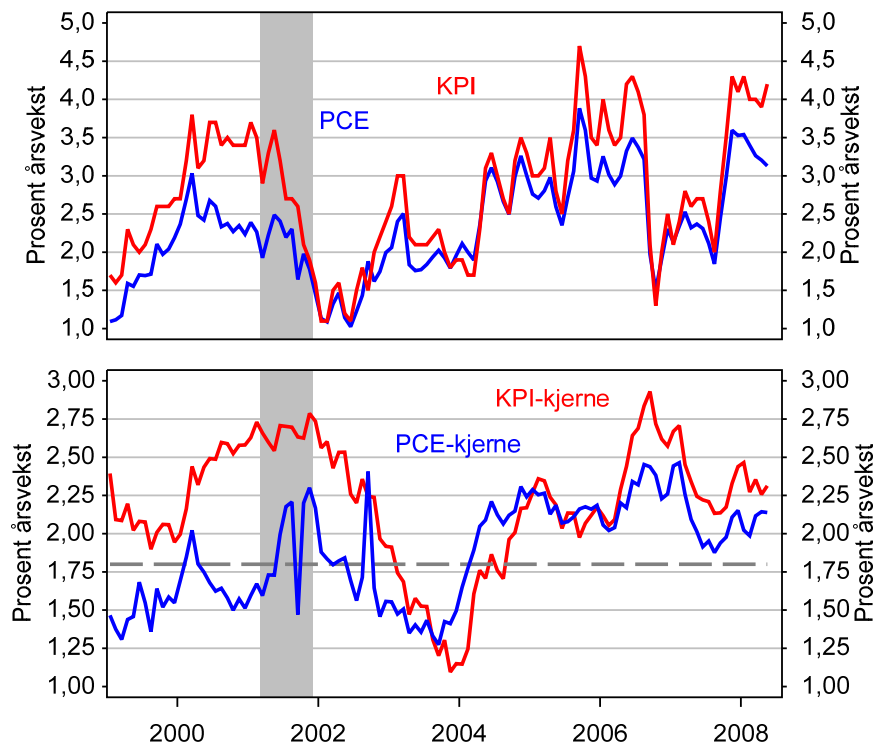


Globale aktivitetsindikatorere



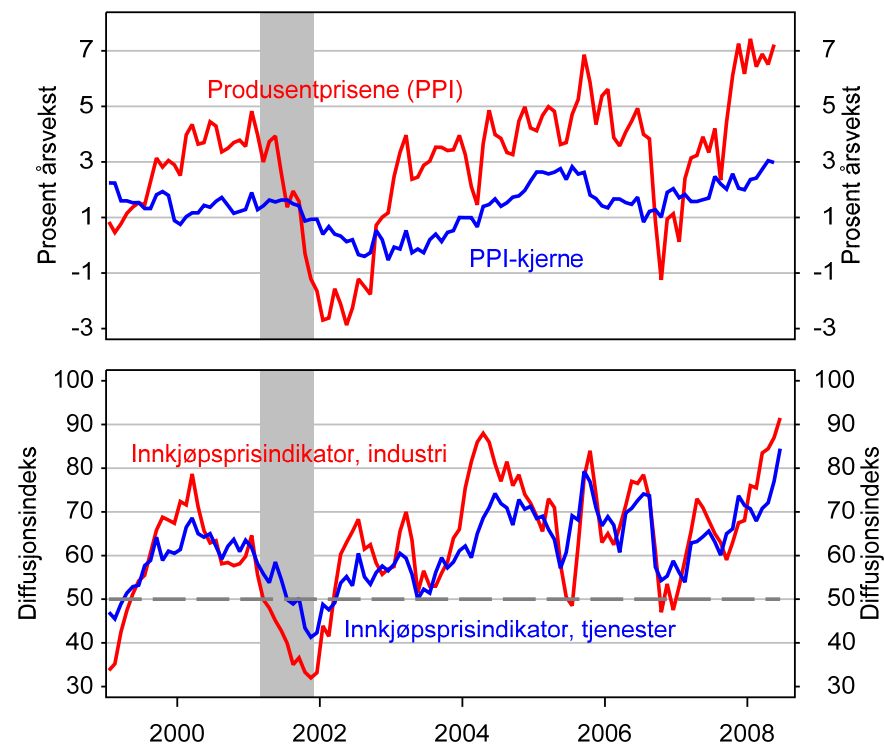
USA: Inflasjon på 4,2 prosent; kjerneinflasjon er 2,3 prosent

Inflasjon



Kilde: EcoWin

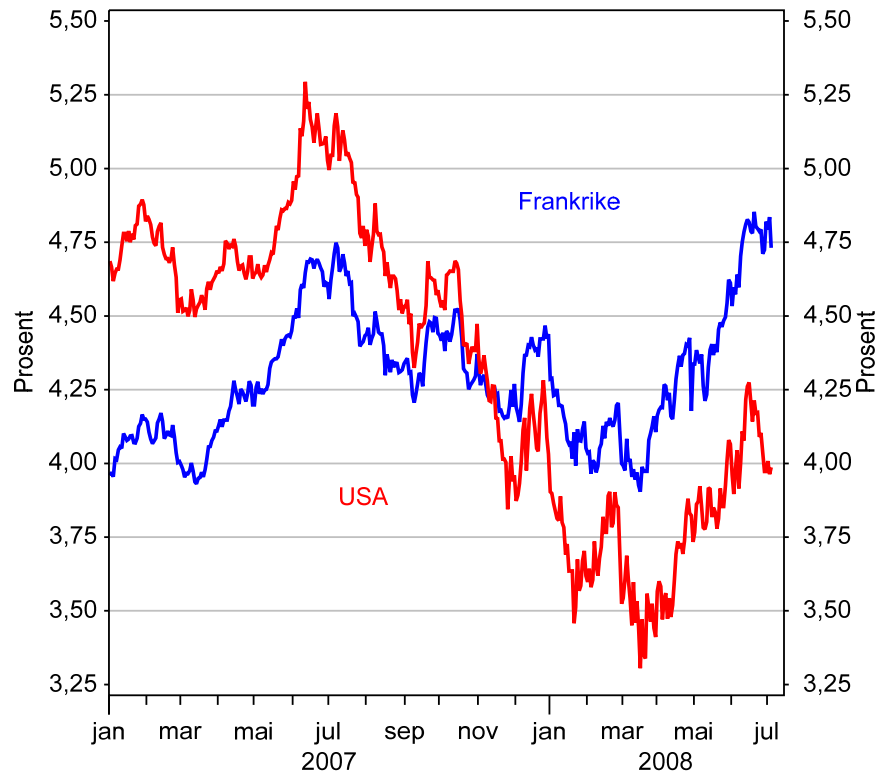
Produsentpriser



Kilde: EcoWin

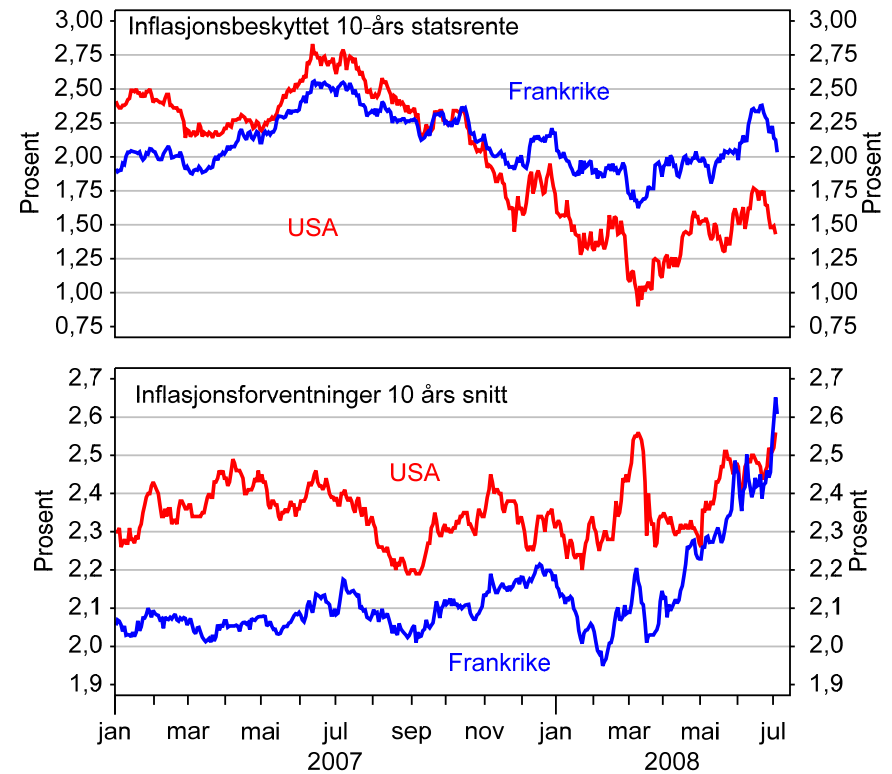
Globalt: De lange statsrentene har falt på lavere realrenter

Nominelle 10 års statsrenter



Kilde: EcoWin

Realrente og inflasjonsforventning



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 i tillegg er de mer 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 risikjustert avkastning (Sharpe ratio)

- Det har vært 3 svært svake år i obligasjonsmarkedene – vi fikk først virkelig føle på det svake markedet i år

Security Name	Security Group Name	Sharpe Ratio 3 yr,
KLP Aktiv Rente	Obligasjonsfond 0-2	0,27
ABN AMRO High Yield Bond	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,11
Nordea Global High Yield	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,23
SKAGEN Avkastning	Obligasjonsfond 2-4	-0,26
Storebrand Global Obligasjon A	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,29
ABN AMRO Global Emerging Markets B	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,32
Nordea Global Statsobligasjon	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,45
Handelsb, Euro Obligasjon FI	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,48
WarrenWicklund OECD II	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,48
Handelsb, Swedish Bonds LU	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,53
Statsobligasjonsind, 3,00	Referanseindekser	-1,08

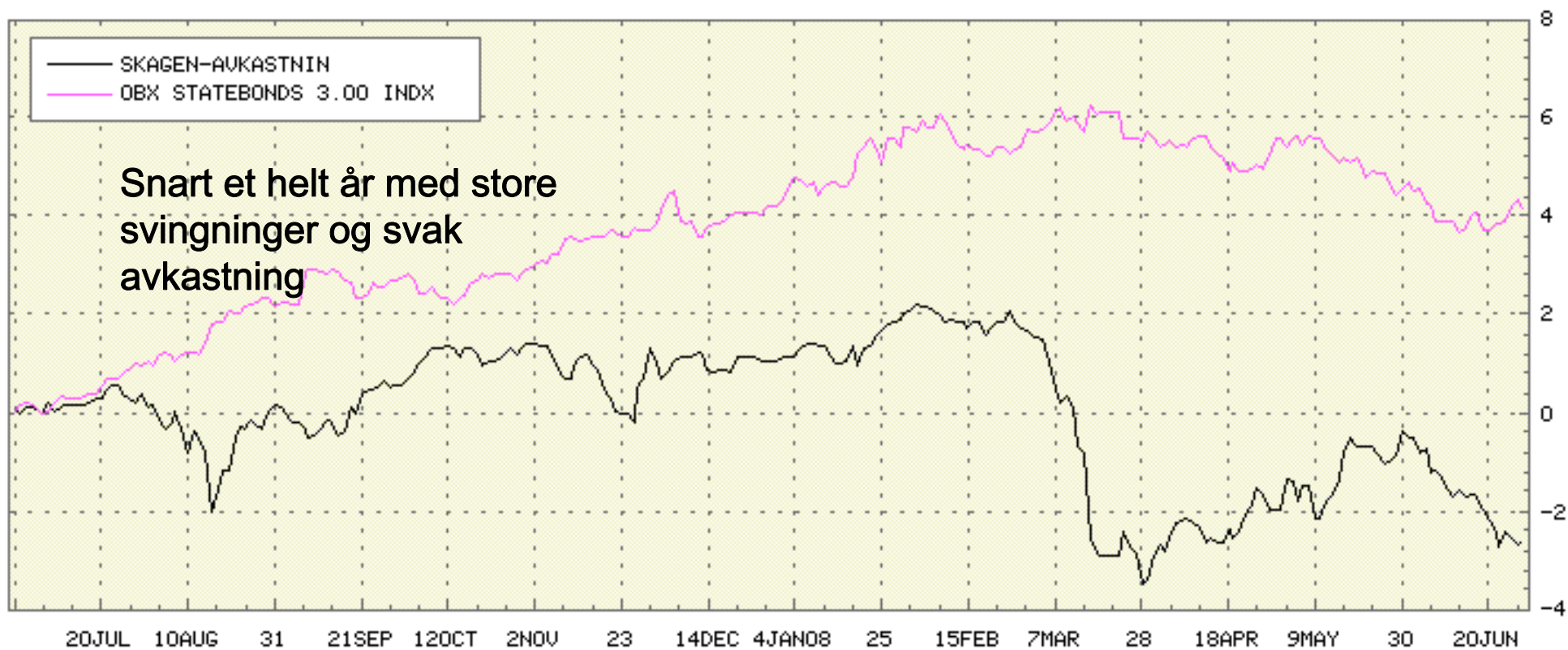
Kilde: Oslo Børs informasjon

Utviklingen for SKAGEN Avkastning mot SKAGEN Høyrente siste 6 måneder



Kilde: Bloomberg

Utviklingen for SKAGEN Avkastning mot referanseindeksen siste 12 måneder

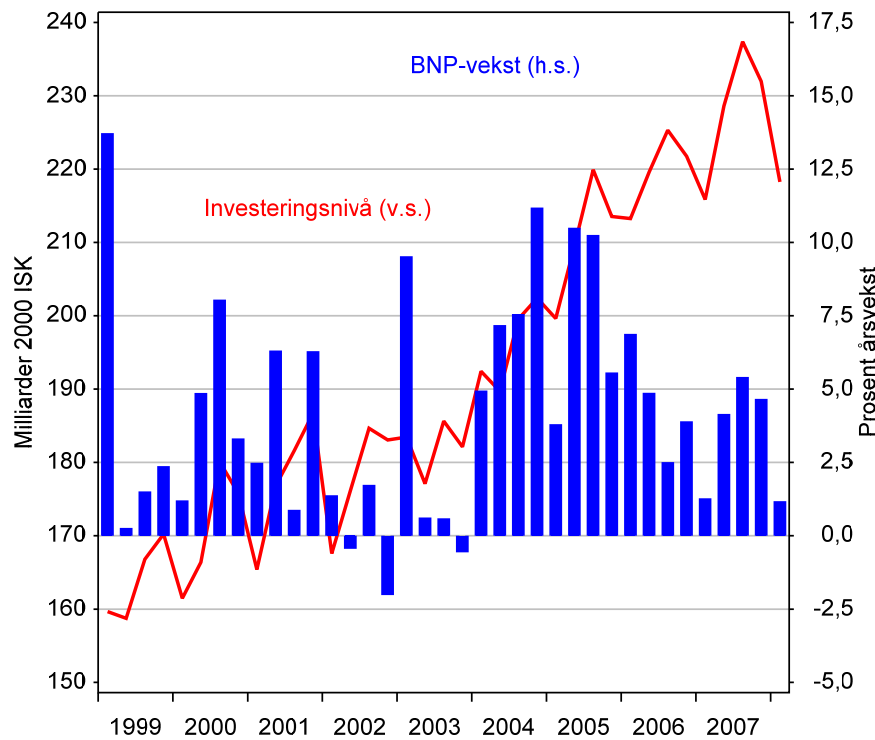


Kilde: Bloomberg

SKAGEN Avkastnings investeringer

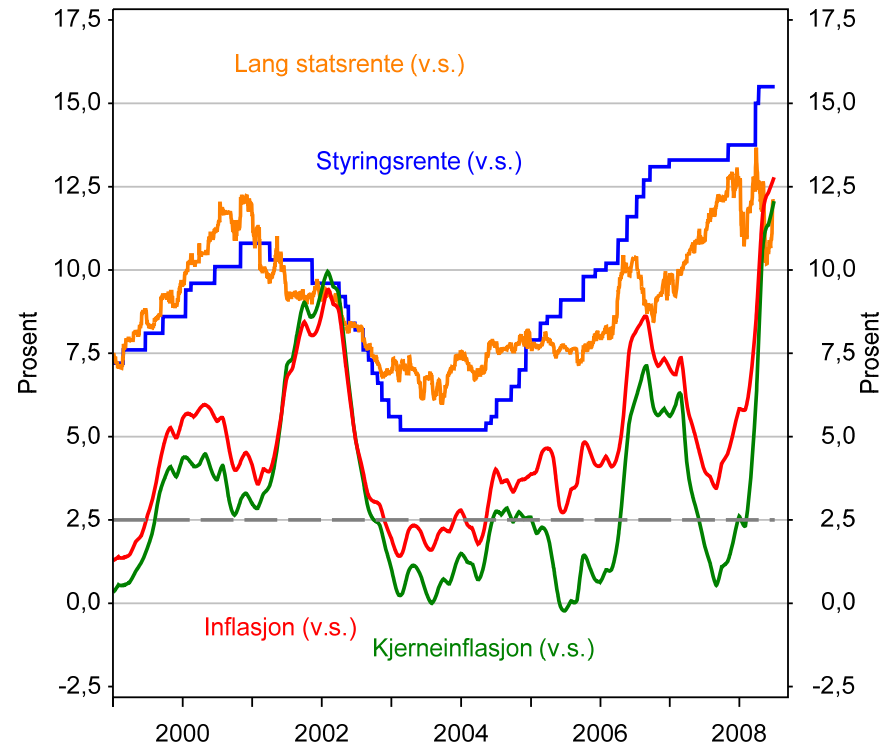
Island: Inflasjonen er 12,8 prosent; styringsrenten er 15,5 prosent

Vekst og investering



Kilde: EcoWin

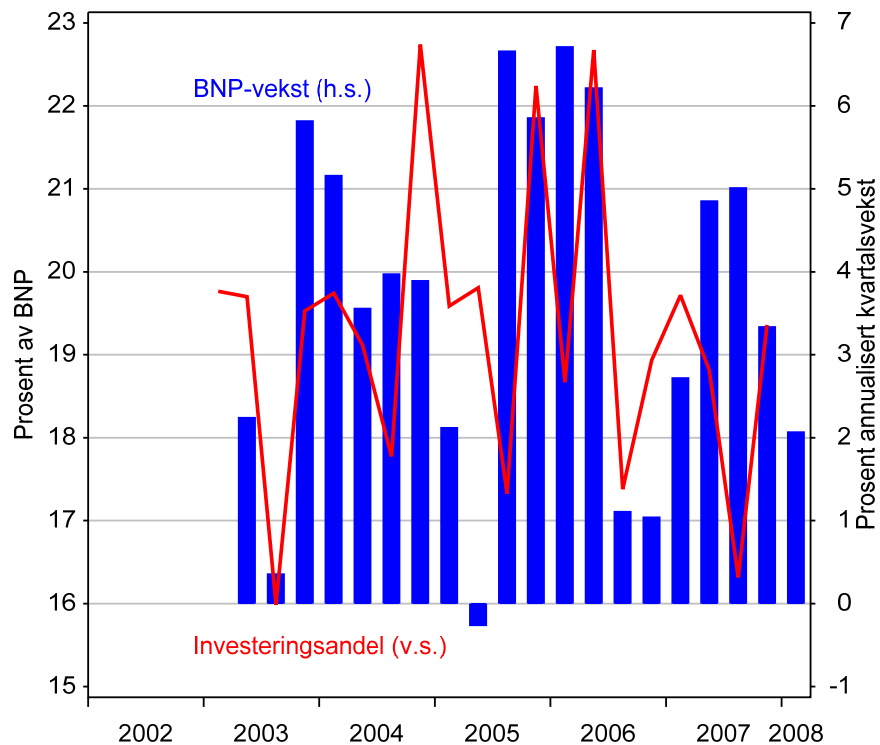
Inflasjon og renter



Kilde: EcoWin

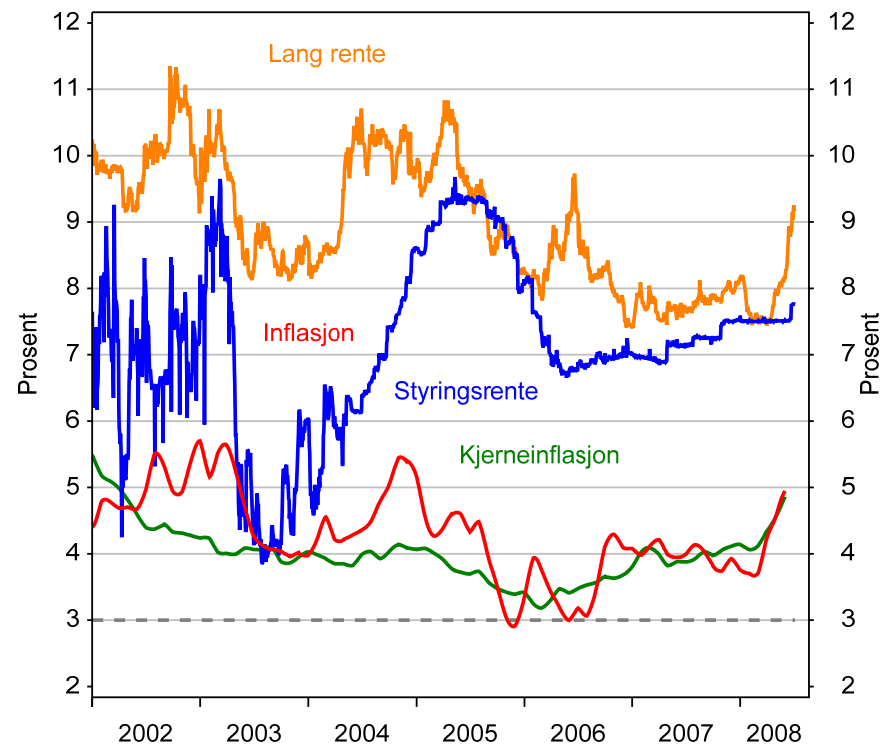
Mexico: 2,1 prosent vekst i 1.kv

Vekst og investering



Kilde: EcoWin

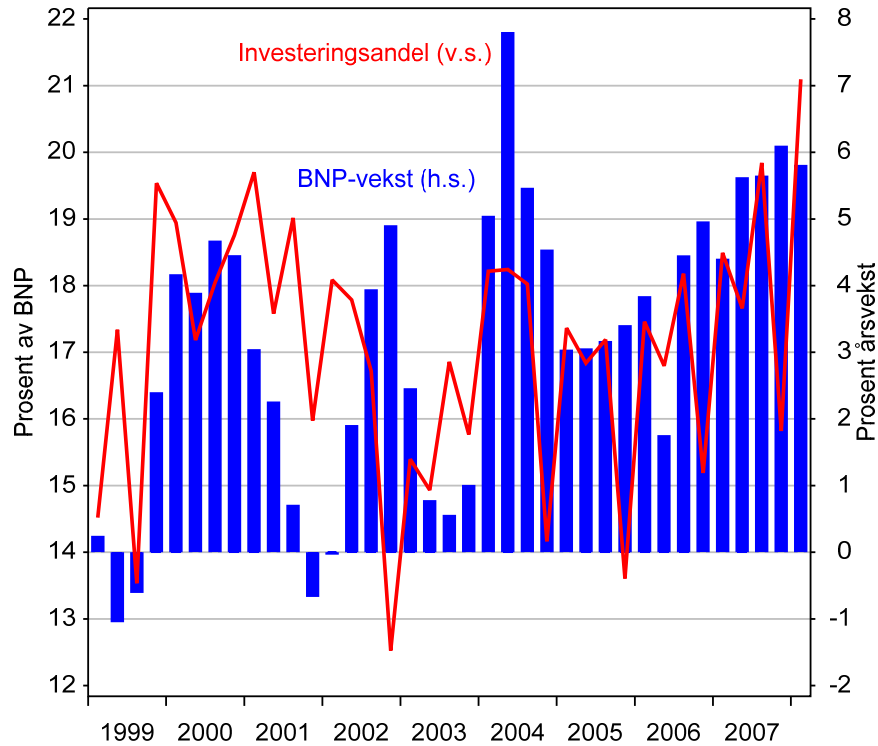
Inflasjon og renter



Kilde: EcoWin

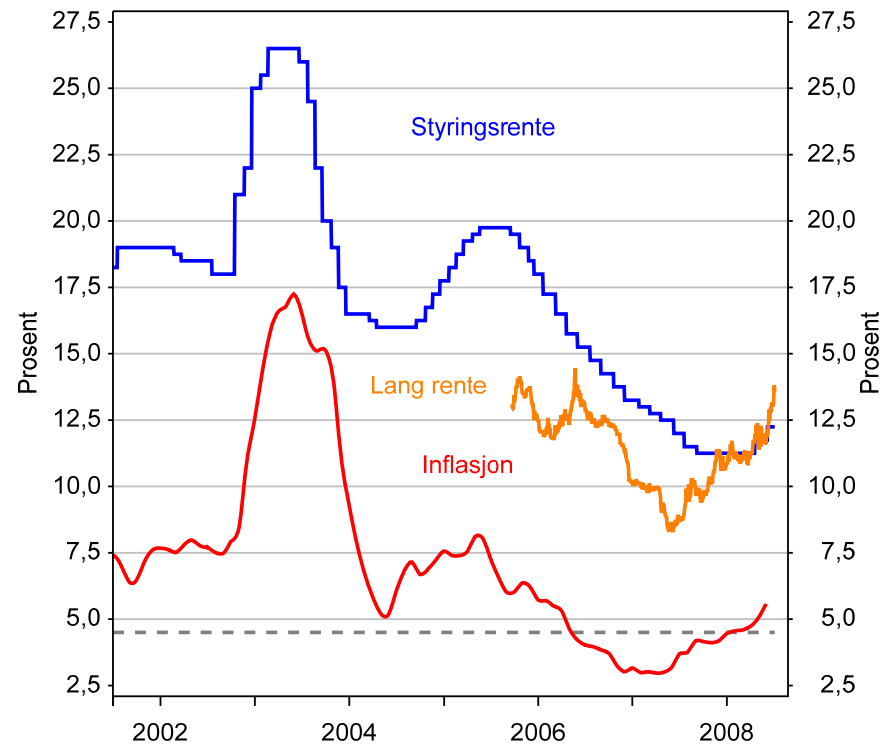
Brasil: 5,8 prosent vekst i 1.kv.

Vekst og investeringer



Kilde: EcoWin

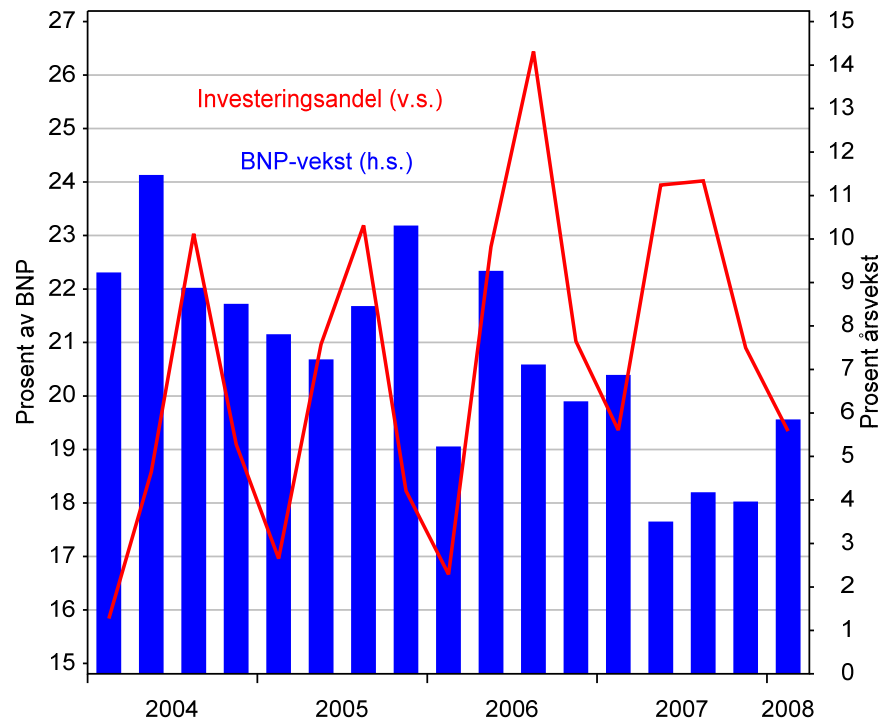
Inflasjon og renter



Kilde: EcoWin

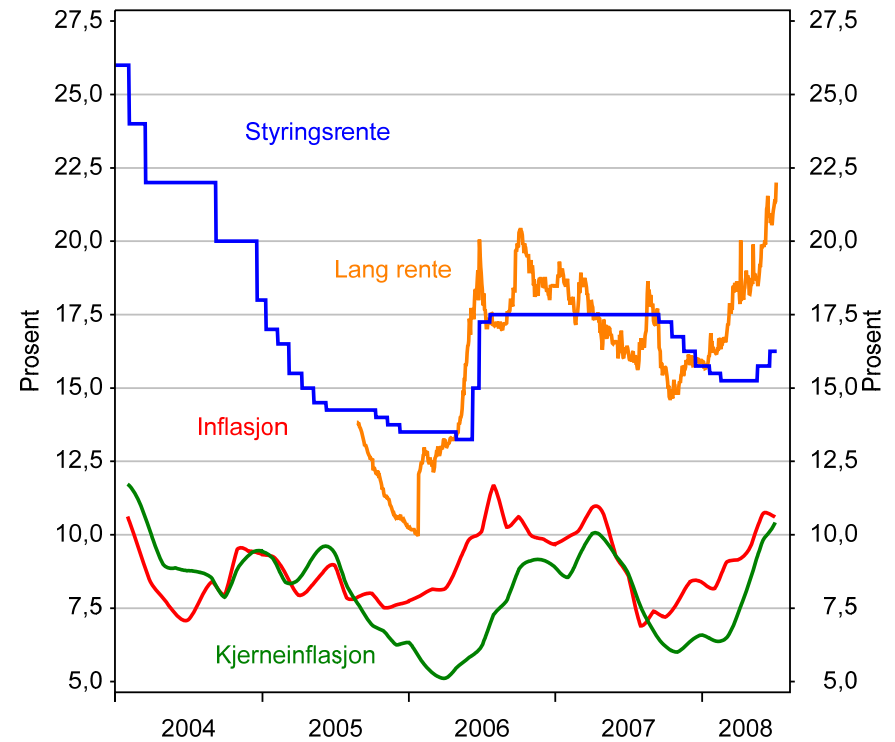
Tyrkia: 5,6 prosent vekst i 1.kv.

Vekst og investeringer



Kilde: EcoWin

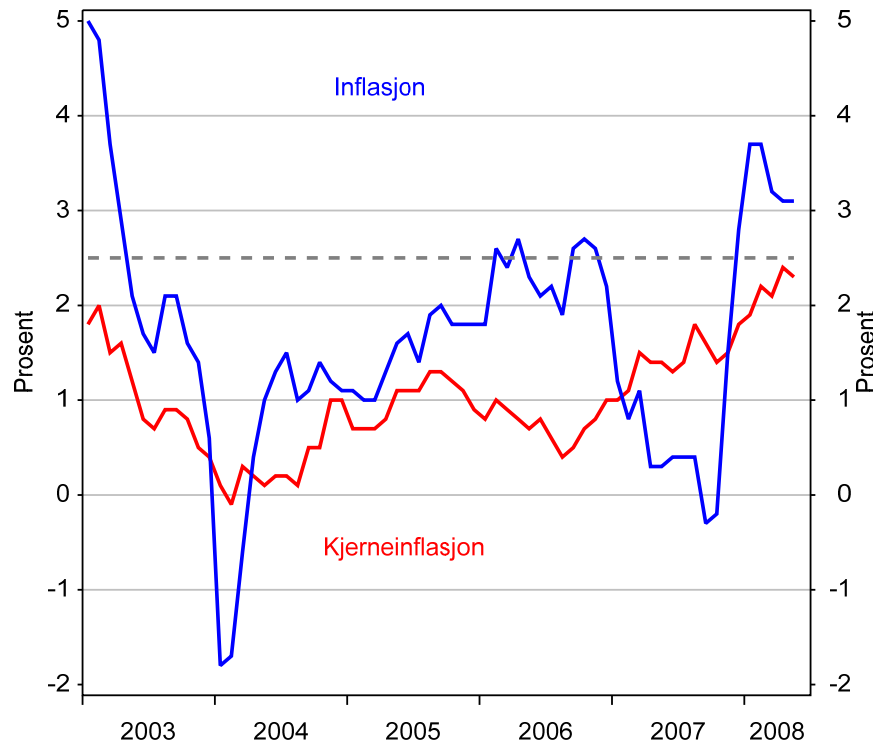
Inflasjon og renter



Kilde: EcoWin

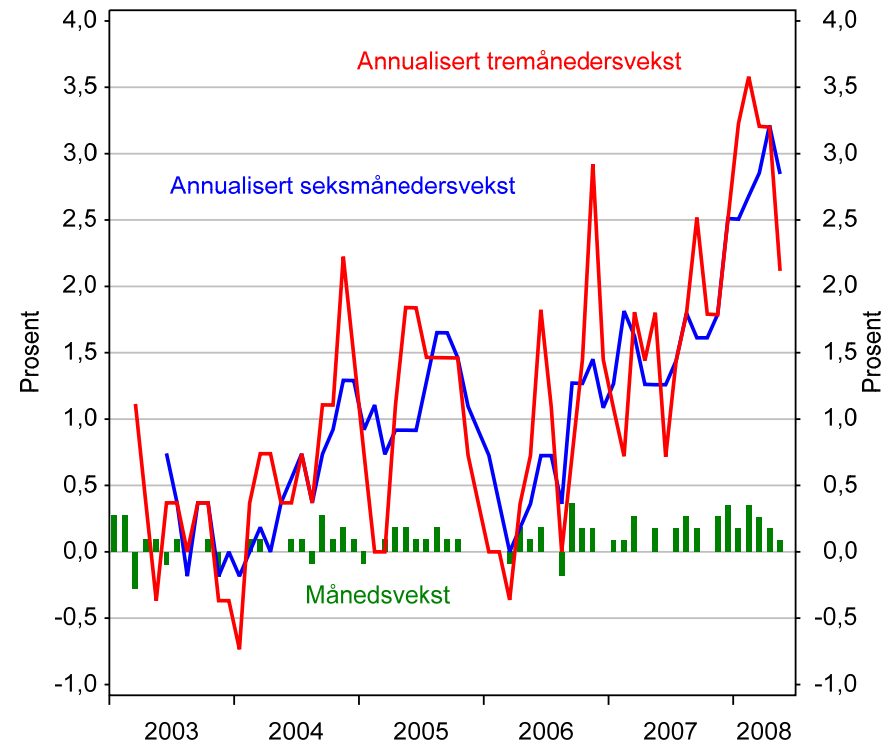
Norge: 3,1 prosent inflasjon; 2,3 prosent kjerneinflasjon

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 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 risikjustert 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 porteføljeforvalterens 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.