



# SKAGEN Avkastning

Mai 2008

Porteføljeforvalter Ross Porter



## Kort oppsummering fundamentale forhold

- SKAGEN Avkastning hadde en avkastning på 1,6 prosent i mai mot 0,4 prosent for norsk pengemarked og en negativ avkastning på 1,0 prosent for referanseindeksen
- Den Islandske statsobligasjonen har steget med 12 prosent og tatt igjen 2/3 del av fallet i mars; den Islandske kronkursen har ikke tatt igjen noe av fallet enda men har heller ikke falt ytterligere
- Stigende energipriser er styrende for at mange langs statsobligasjoner har falt kraftig i verdi i det siste. Det gir noen implikasjoner: Land som fortsatt styrer mot et troverdig inflasjonsmål som Mexico og Brasil blir i første omgang belønnet med sterkere valutakurs, og forhåpentligvis med stigende obligasjonskurser i neste fase. Andre land med en lempelig inflasjonsmålstyring som Sør-Afrika, Argentina, New Zealand og kanskje USA (her er sannsynligvis boligboblesprekken deflaterende), kan få betydelige problemer med inflasjonen. Motposten er selvsagt at et kraftig fall i råvare og energiprisene vil kunne være en super verdikatalysator for de fleste lands statsobligasjoner.
- For Island vil råvareeffektene være av relativt mindre betydning i forhold til den importerte prisveksten som kommer og som markedet allerede har tatt høyde for

## Oppsummering av fundamentale forhold – forts.

- Brasil ble igjen oppvurdert til Investment grade – denne gangen av ratingbyrået FITCH. Den brasilianske statsobligasjonen og den brasilianske realen hadde en svært god måned.
- Fundamentalt sett står det ikke sprekt til i Tyrkia, inflasjonen er høy og stigende, troverdigheten til pengepolitikken er ikke høy og landet er i en uforutsigbar politisk periode med hensyn på om det regjerende partiet AKP blir oppløst, og om EU reformene fortsetter i samme tempo. Med 16 prosents langrente bør likevel mye negativt være priset inn.

# Avkastningsanalyse i mai

## Avkastningsanalyse mai

	Andel	Kroneavkastning	Avkastning	Bidrag totalavkastning
Utland	27,4 %	33 146 415	4,84 %	1,33 %
Norge	72,6 %	6 804 548	0,38 %	0,27 %
<b>Totalavkastning mai</b>		<b>39 950 963</b>		<b>1,60 %</b>

## Fondets sammensetning

- Lav rentefølsomhet skal gi betydelig lavere svingninger enn andre obligasjonsfond i et klima med stigende renter – 72 prosent investert i Norge med en rentefølsomhet på 28 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 7,7.
- Investerer i lange statsobligasjoner i land som er i motfase – og der det er gode muligheter for rentefall
  - 9,8 prosent i islandsk stat
  - 4,2 prosent i Tyrkia (diverse utstedere med AAA-rating)
  - 8,6 prosent i Meksikansk stat
  - 5,7 prosent i Brasiliansk stat
- Utenlandseksponeringen trekker opp den løpende renten på fondet fra ca 6,7 prosent til 7,7 prosent.
- Island har valutarisiko mot Euro. Tyrkia amerikansk dollar, Mexico ligger for øyeblikket helt åpent, Brasil har valutarisiko mot dollar. Ca. 10 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 de siste to månedene etter krasjet i mars



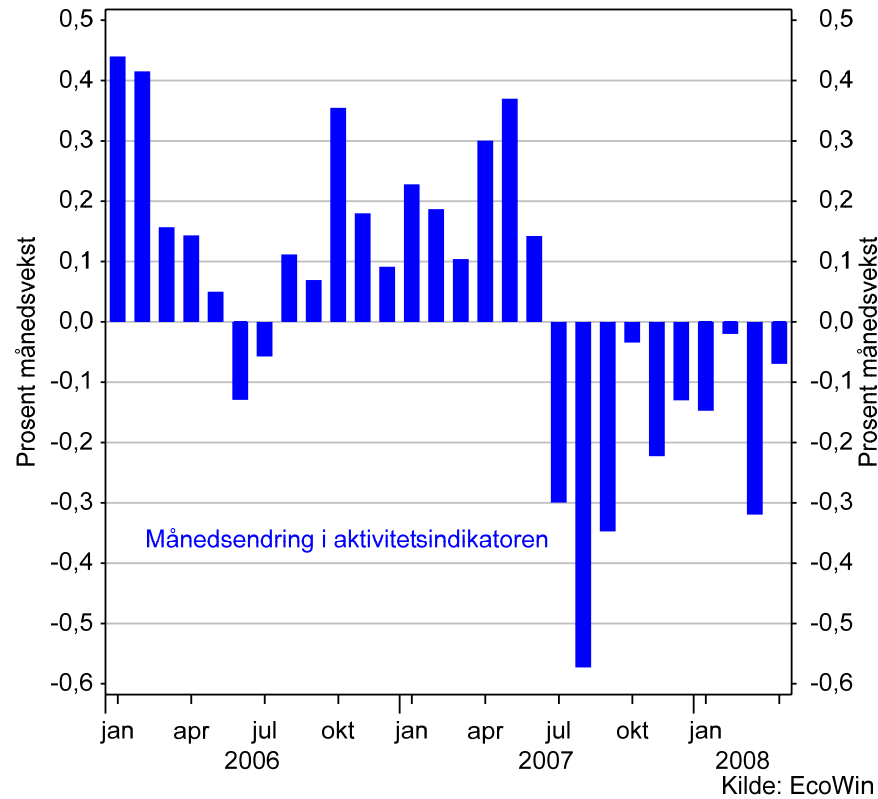
## Statsobligasjonsutviklingen: Kun Island, Brasil og New Zealand i vårt "univers" gav positiv utvikling i mai

Land	Rentenivå	Endring siste måned	Inflasjonsmål	"realrente"
Sverige	438	27	200	238
Polen	629	32	250	379
Norge	479	25	250	229
Tsjekkia	517	38	250	267
Sveits	319	7	80	239
Tyskland	441	28	200	241
Usa	406	33	200	206
Japan	176	18	0	176 Dyrest
Mexico	814	21	300	514
Ungarn	810	0	400	410
Brasil	1129	-17	450	679
Sør-Afrika	1005	62	450	555
Island	945	-112	250	695 Billigst
Korea	570	56	300	270
New Zealand	646	-7	250	396
Tyrkia	1520	93	400	1120 Ikke stat

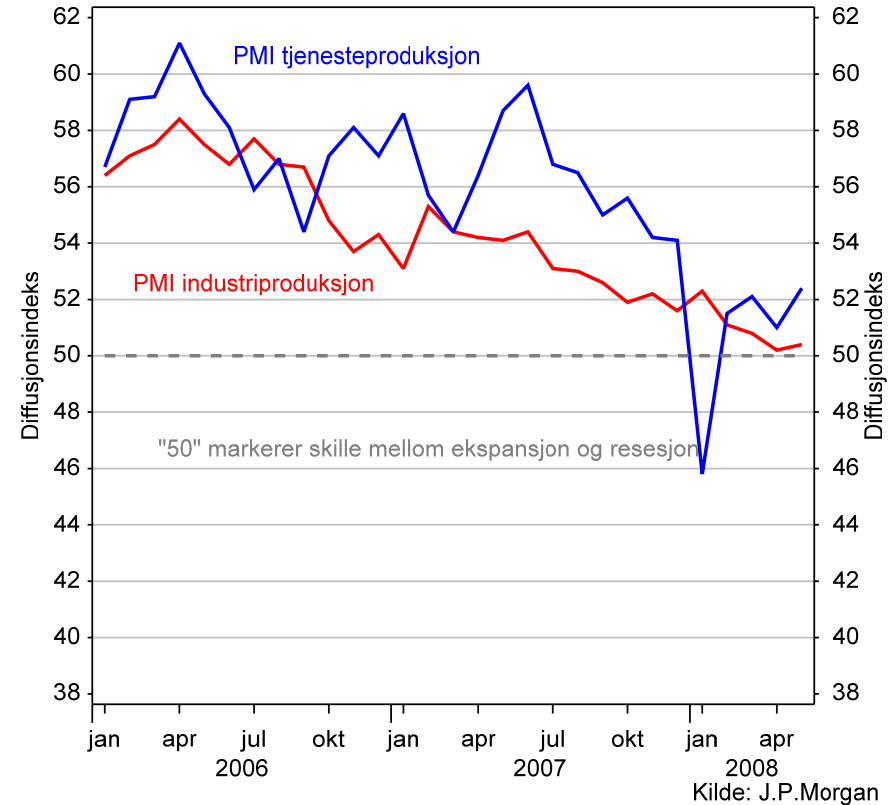
Land med lange statsobligasjoner hvor "realrenten" er høyere enn 2,5 prosent (250) synes vi er interessante i et verdiperspektiv. Realrente her er langsiktig rente i landet justert for inflasjonsmålet (offisielt/uoffisielt).

## Globalt: OECDs indikator har falt siden juni i fjor

### Aktiviteten i OECD



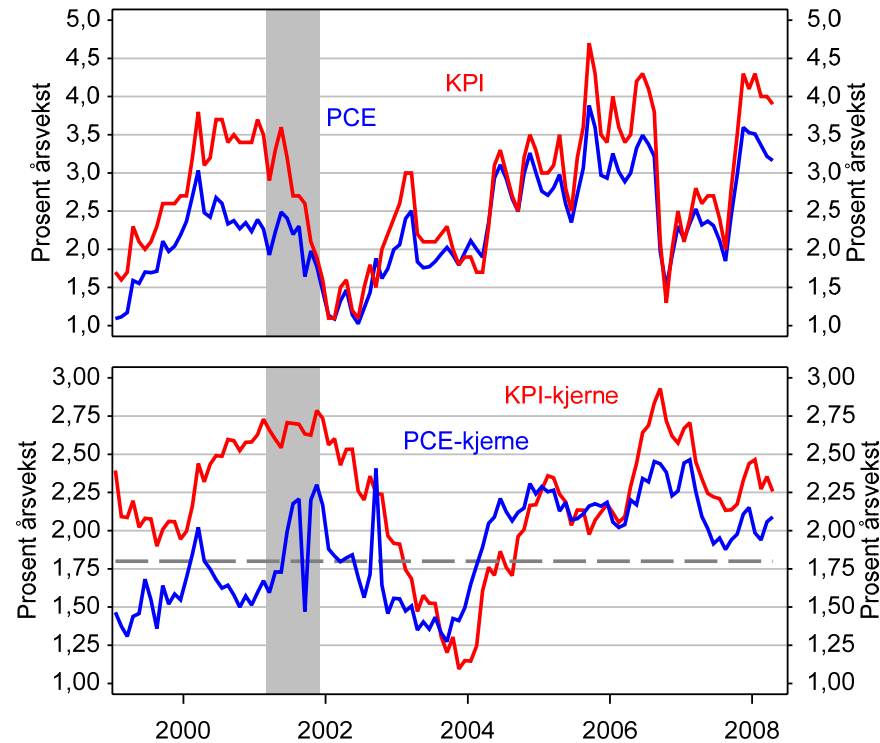
### Globale aktivitetsindikatorere





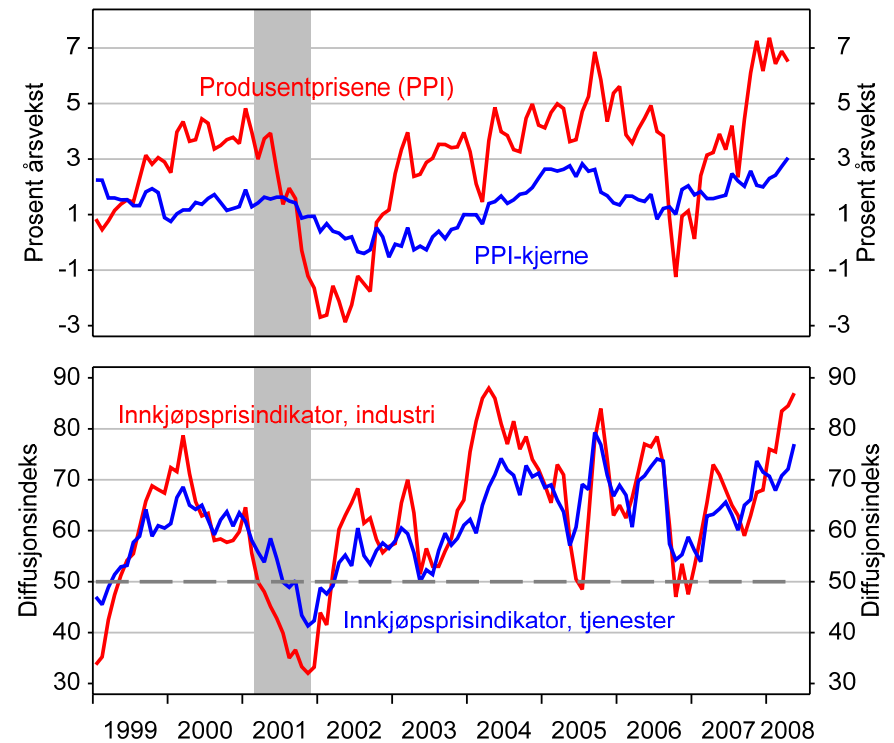
## USA: Inflasjon på 3,9 prosent; PCE-kjerneinflasjon er 2,1 prosent

### Inflasjon



Kilde: EcoWin

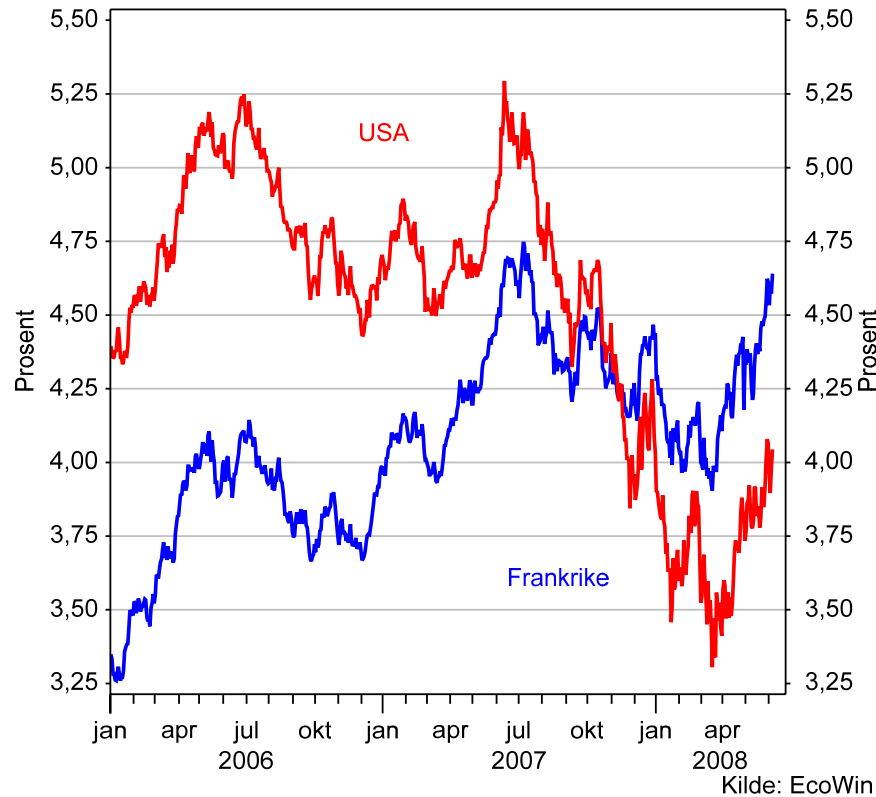
### Produsentpriser



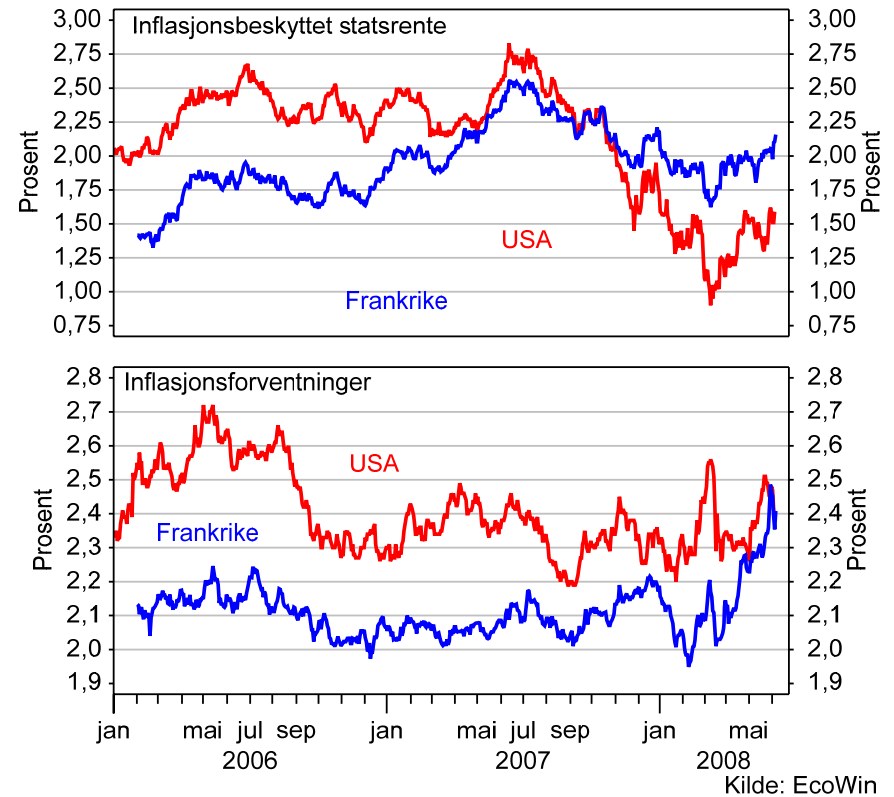
Kilde: EcoWin

## Globalt: De lange statsrentene har økt på høyere inflasjonsforventninger

### Nominelle renter



### Realrente og inflasjonsforventning



# 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.

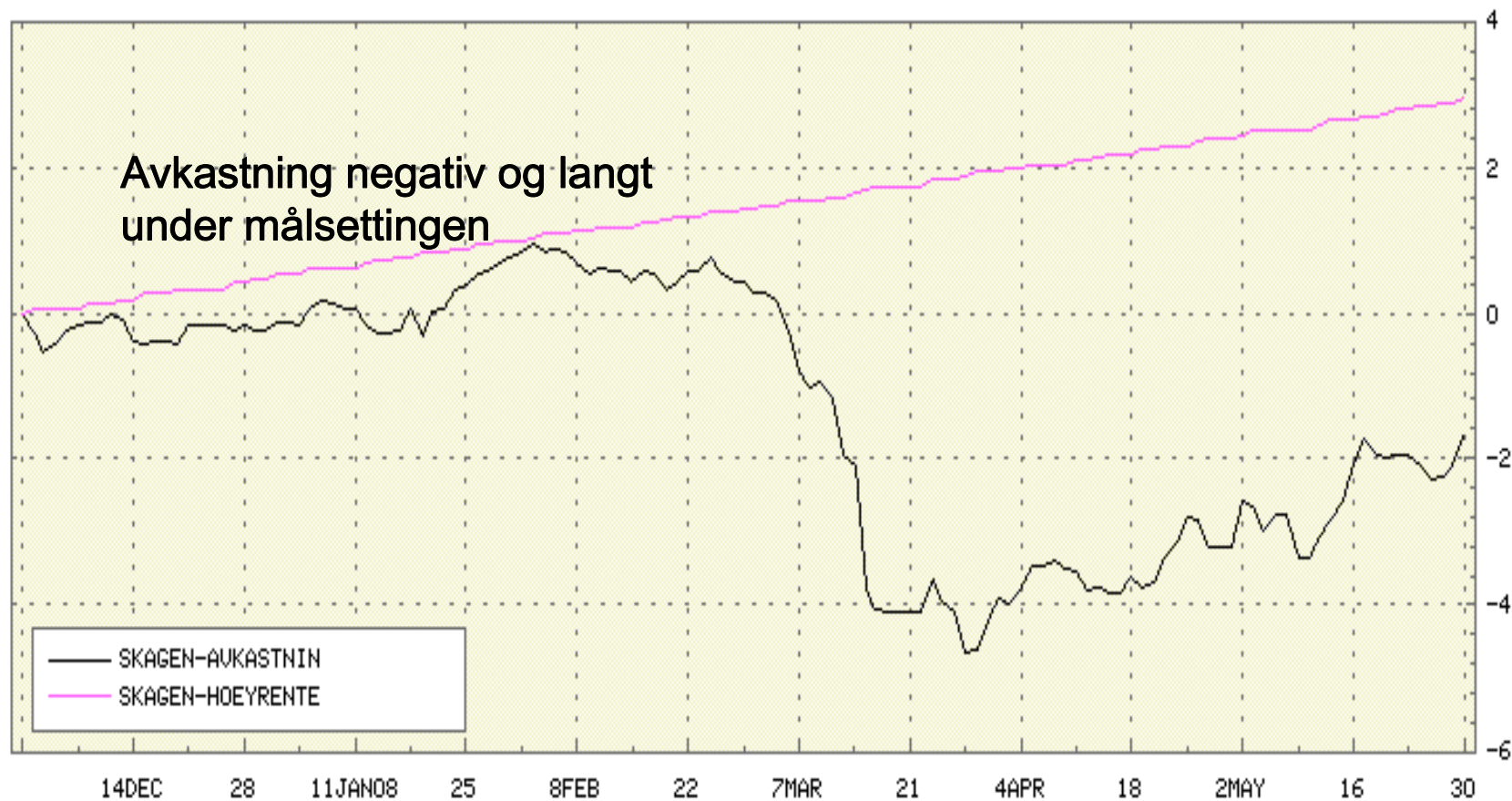
## Rangering over de ti beste obligasjonsfondene som tilbys i Norge siste 36 månedene etter risikojustert avkastning (Sharpe ratio)

- Ikke lenger på topp etter at 3 års meravkastning gikk tapt på en måned i mars

Security Name	Security Group Name	Sharpe Ratio 3 yr,
KLP Aktiv Rente	Obligasjonsfond 0-2	0,22
<b>SKAGEN Avkastning</b>	<b>Obligasjonsfond 2-4</b>	<b>0,06</b>
Nordea Global High Yield	Internasjonale Obligasjonsfond	0,06
ABN AMRO High Yield Bond	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,05
ABN AMRO Global Emerging Markets B	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,15
Storebrand Global Obligasjon A	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,31
JPM Europe High Yld Bd A inc (EUR)	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,36
Nordea Global Statsobligasjon	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,43
WarrenWicklund OECD II	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,44
Handelsb, Euro Obligasjon FI	Internasjonale Obligasjonsfond	-0,47
<b>Statsobligasjonsind, 3,00</b>	<b>Referanseindekser</b>	<b>-0,84</b>

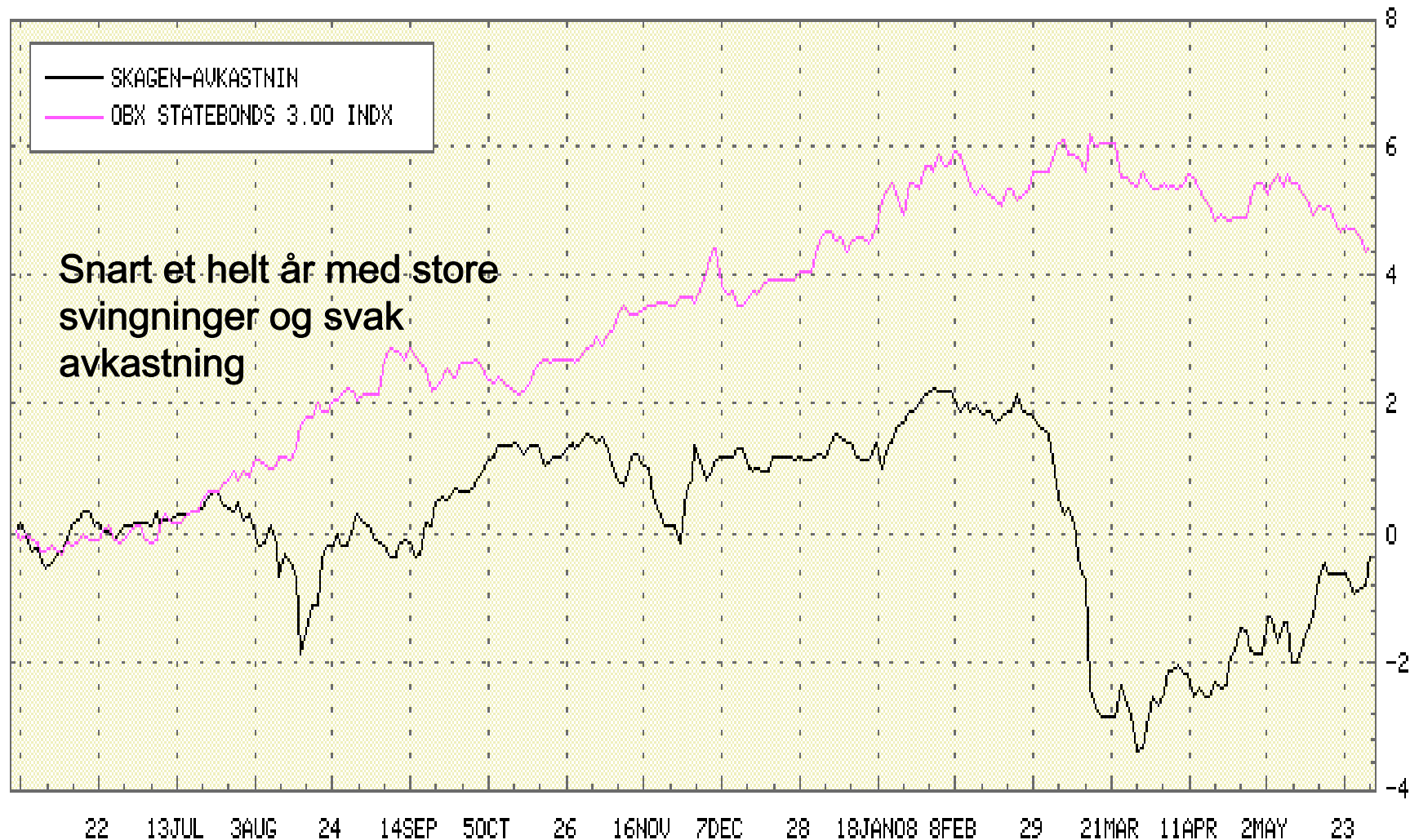
Kilde: Oslo Børs informasjon

# Utviklingen for SKAGEN Avkastning mot SKAGEN Høyrente siste 6 måneder



Kilde: Bloomberg

# Utviklingen for SKAGEN Avkastning mot referanseindeksen siste 12 måneder

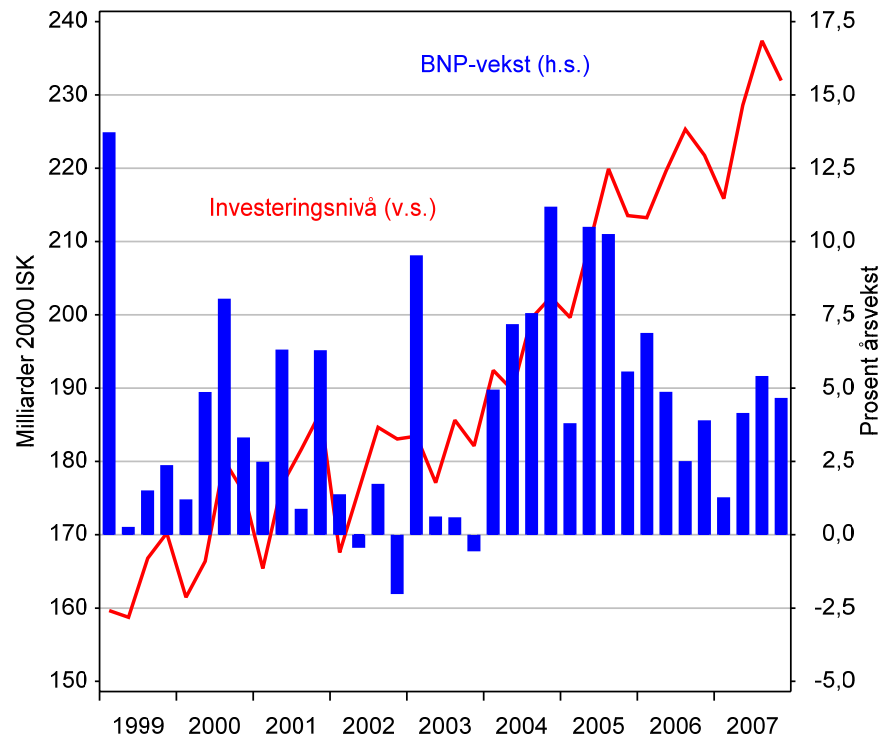


Kilde: Bloomberg

# SKAGEN Avkastnings investeringer

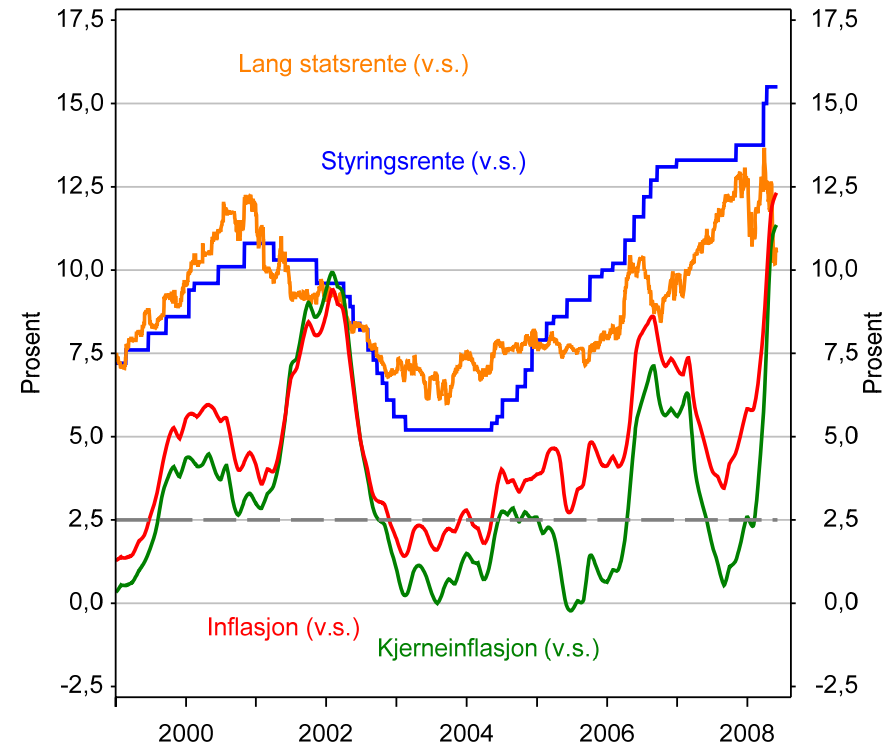
## Island: Inflasjonen er 12,3 prosent; styringsrenten er 15,5 prosent

### Vekst og investering



Kilde: EcoWin

### Inflasjon og renter

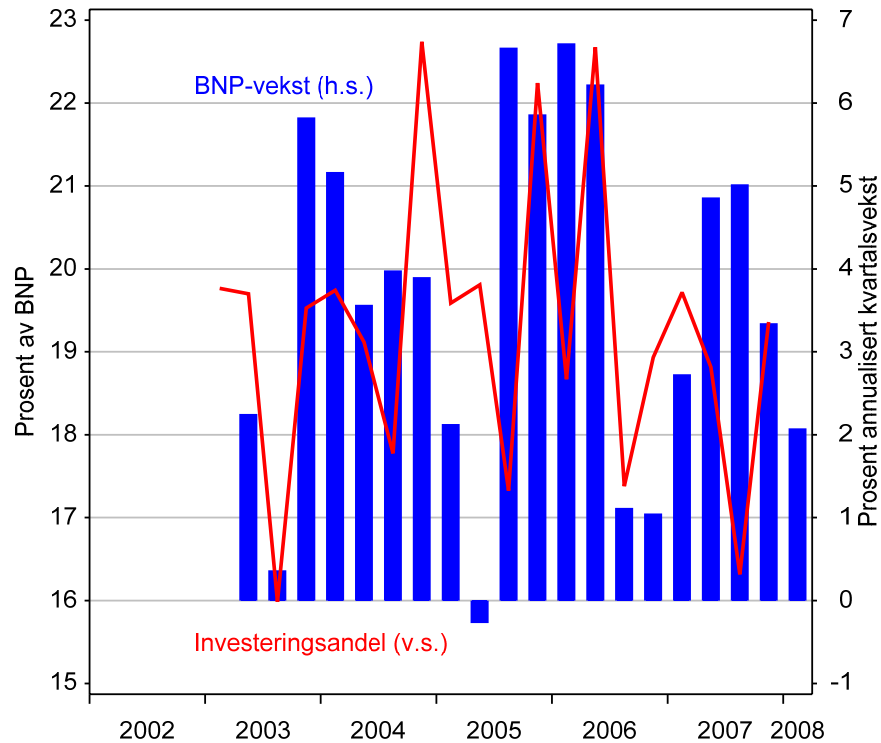


Kilde: EcoWin



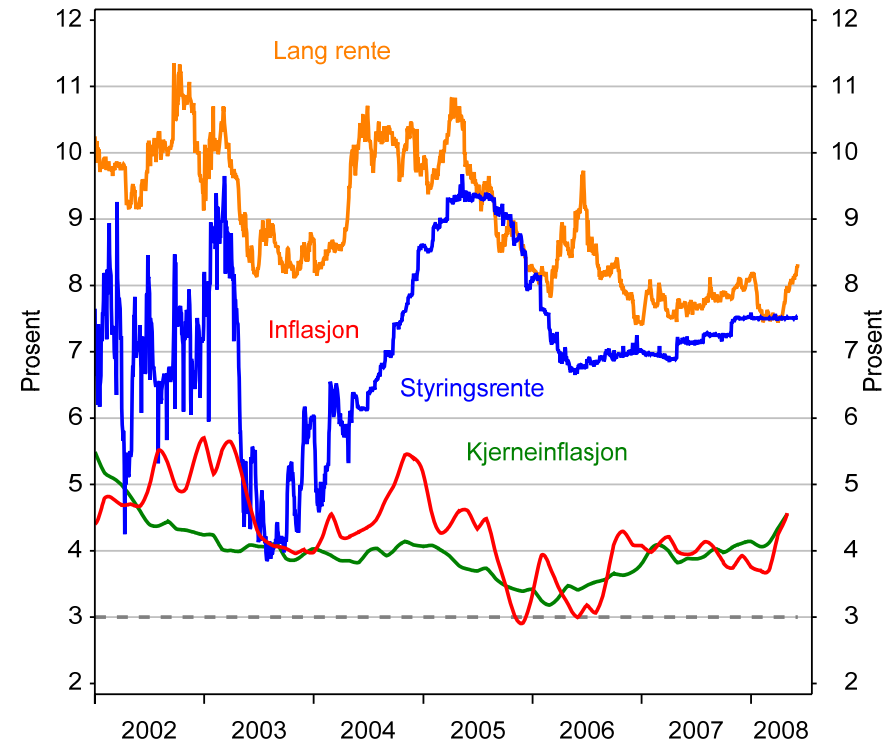
## Mexico: 2,1 prosent vekst i 1.kv; 4,5 prosent inflasjon

### Vekst og investering



Kilde: EcoWin

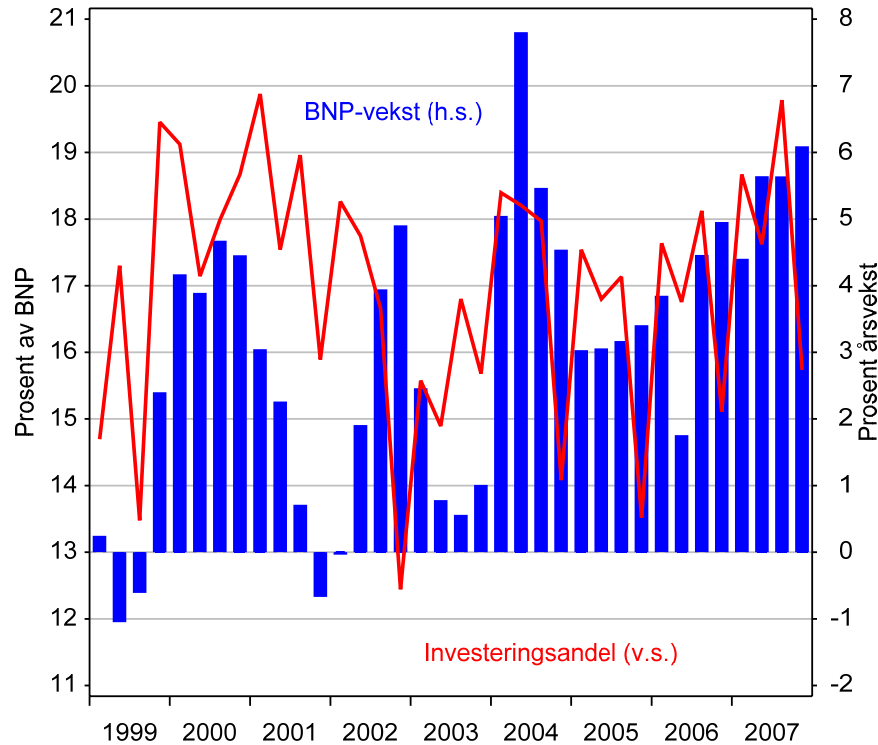
### Inflasjon og renter



Kilde: EcoWin

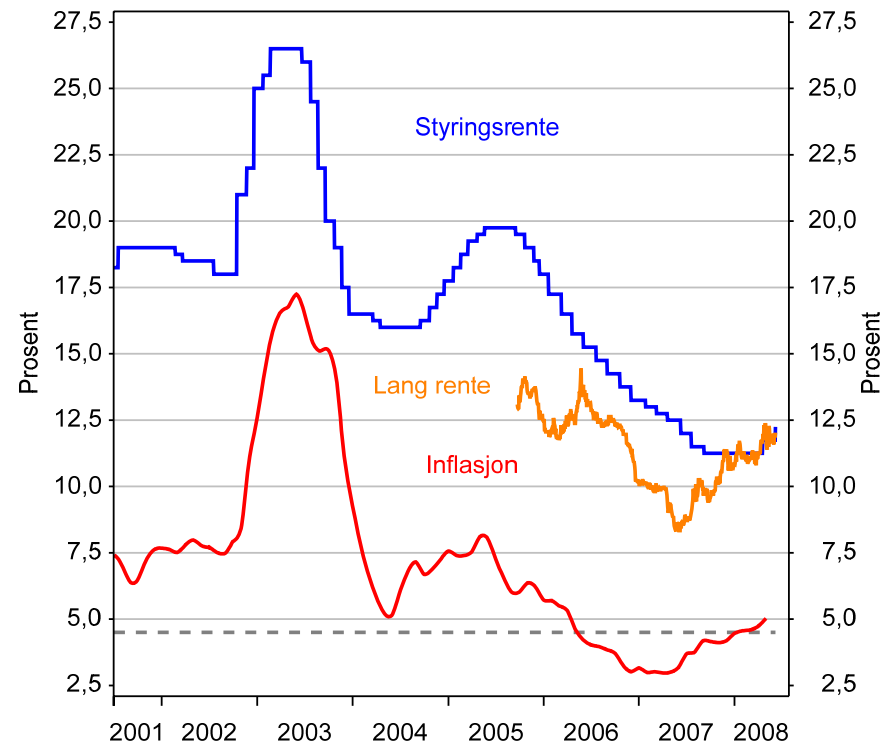
## Brasil: 6,1 prosent vekst i 4.kv.; 5 prosent inflasjon

### Vekst og investeringer



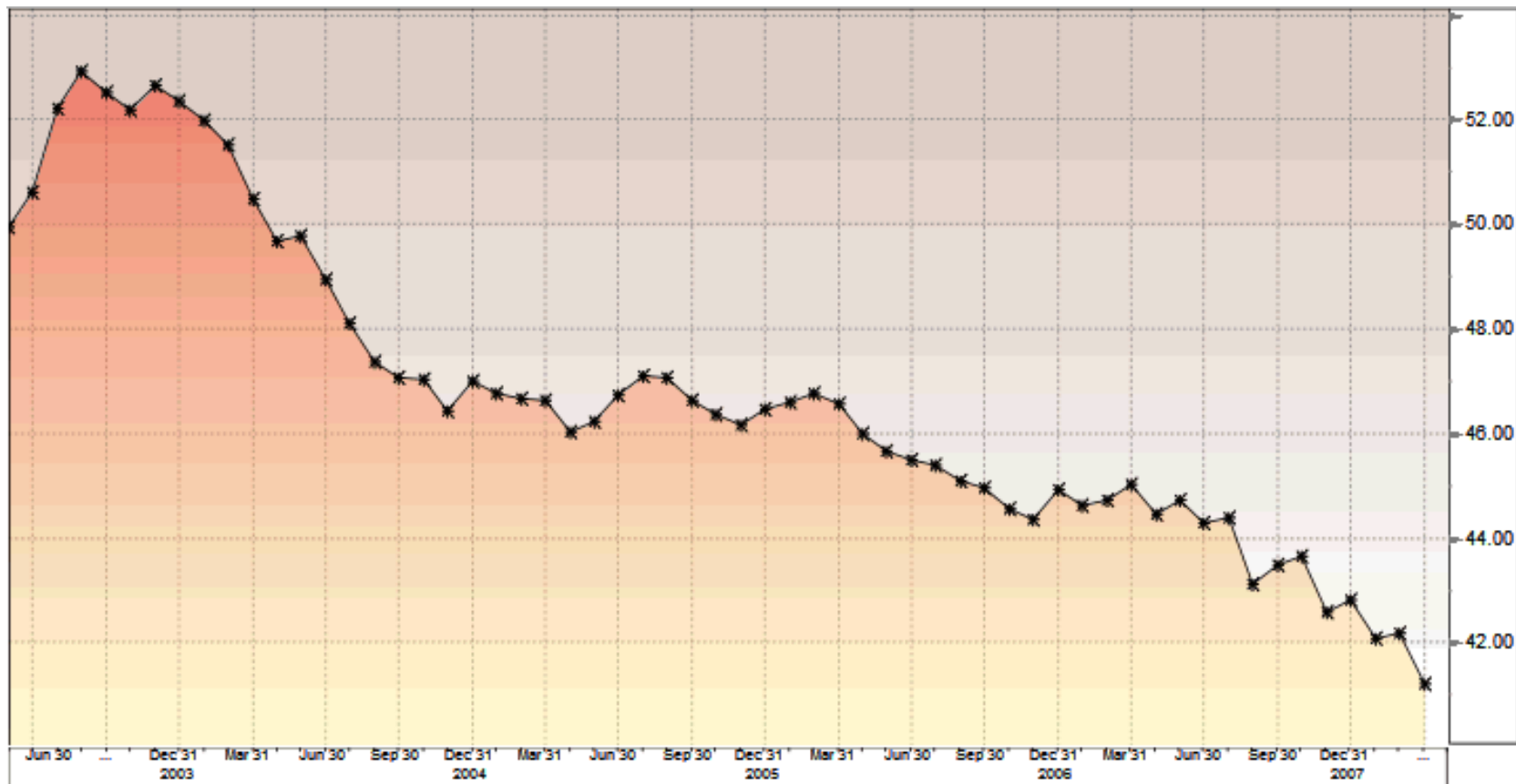
Kilde: EcoWin

### Inflasjon og renter



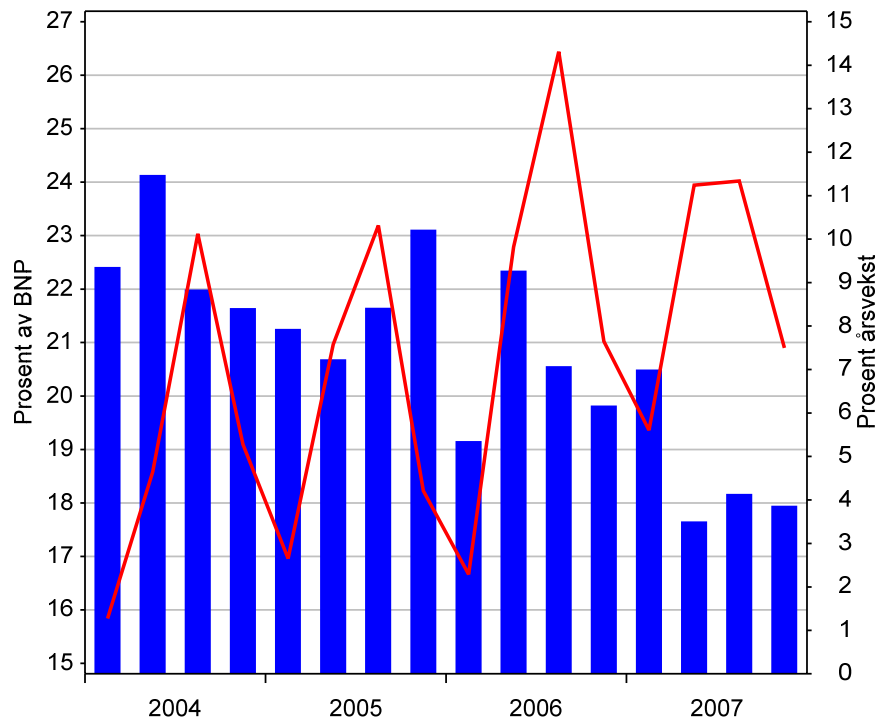
Kilde: EcoWin

# Brasils utenlandsgjeld gav til slutt uttelling da de ble oppgardert av S&P til "investment grade" – Brasils utenlandsgjeld som prosent av BNP



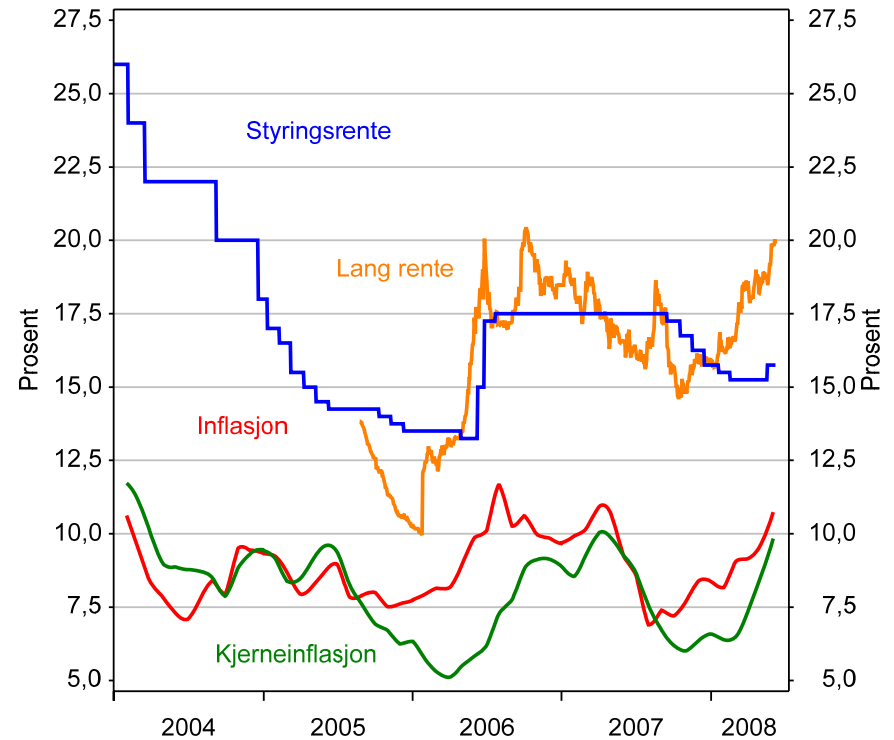
## Tyrkia: 3.8 prosent vekst i 4.kv.; 10,7 prosent inflasjon

### Vekst og investeringer



Kilde: EcoWin

### Inflasjon og renter



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 har lavere svingninger enn andre obligasjonsfond, 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.
  - Investorene skal kunne sove godt om natten selv med en investeringshorisont på kun seks måneder.
  - 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.