



SKAGEN Tellus

Februar 2012

Porteføljeforvalter Torgeir Høyen

Hva er SKAGEN Tellus?

- SKAGEN Tellus, etablert i slutten av september 2006, er et aktivt forvaltet globalt obligasjonsfond med et bredt makro mandat som investerer i rentepapirer og valutaer vi mener gir andelseierne best mulig risikojustert avkastning.
- Fondet, som har euro som basisvaluta, investerer kun i statspapirer og papirer utstedt av overnasjonale institusjoner. Fondet har en diversifisert portefølje bestående av obligasjoner utstedt av myndigheter både utviklede og fremvoksende økonomier.
- Basert på egne analyser og utstrakt analytisk dekning av de globale markedene søker vi å finne papirer og valutaer vi anser for å være feilprisede i de globale markedene.
- SKAGEN Tellus forvaltes av Torgeir Høien, som har vært forvalter i SKAGEN siden 2005.



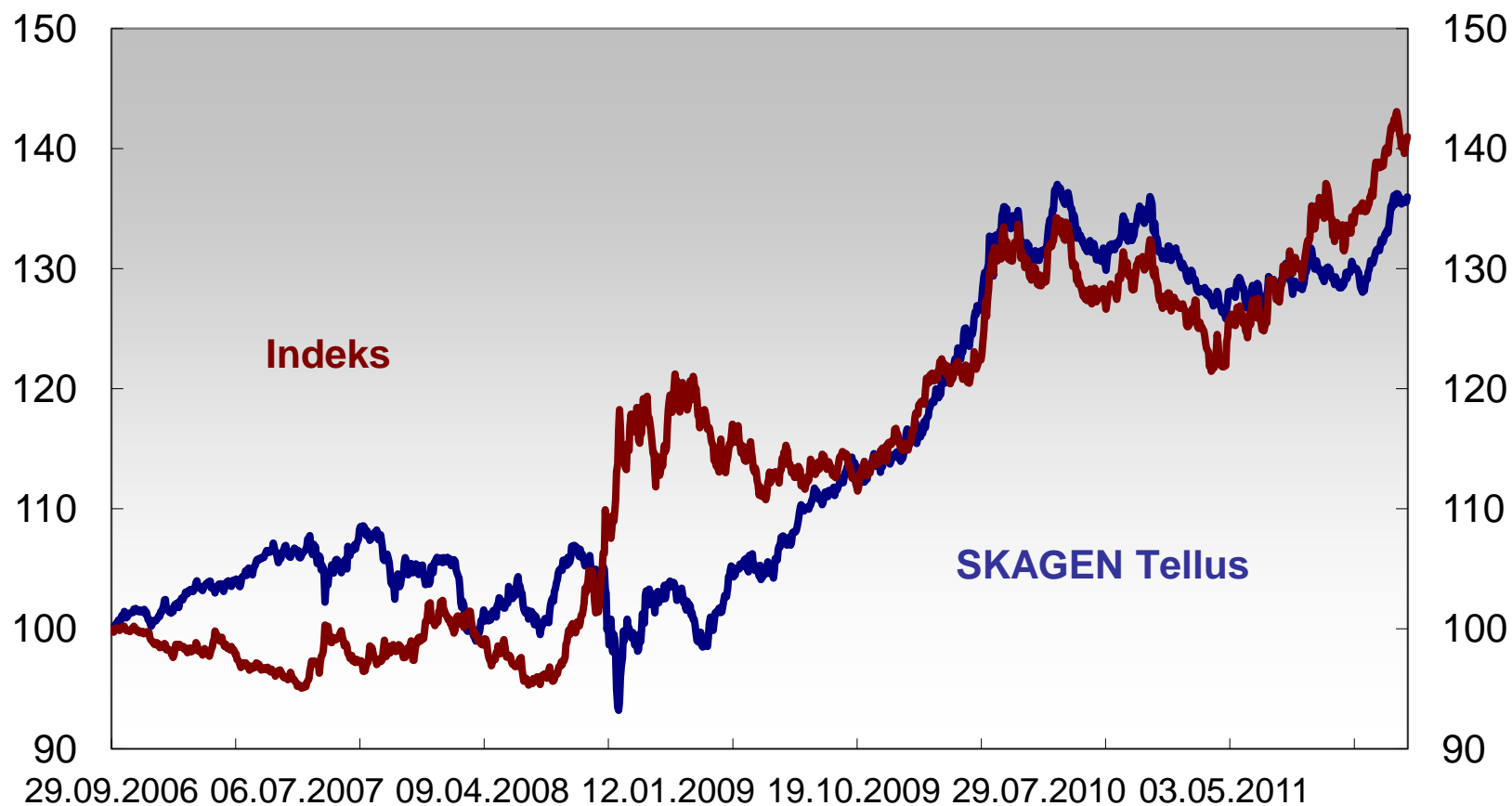
Tallene i et nøtteskall

- SKAGEN Tellus steg 2,3 prosent i januar målt i EUR.
- Referanseindeksen* økte med 0,7 prosent i samme måned, også målt i EUR.
- 31. januar var fondets direkteavkastning 2,9 prosent. Porteføljens gjennomsnittlige durasjon (løpetid til forfall) var 3,7 år.
- Siden starten i september 2006 har fondet levert en årlig gjennomsnittlig avkastning på 5,9 prosent, mens referanseindeksen i samme periode leverte en gjennomsnittlig avkastning på 6,7 prosent.
- Akkumulert avkastning siden start er 31 prosent, hvorav 76 prosent er renteinntekter, 13 prosent er kursgevinster og 11 prosent er valutagevinster. Merk at dette er gjennomsnittlige bidrag til fondets avkastning siden start. Bidragene varierer sterkt fra måned til måned og år til år, hovedsakelig på grunn av fluktuerende valutakurser.
- Volatilitet, målt i standardavviket, har vært 7,4 prosent for fondet siden start. Referanseindeksen har hatt et standardavvik på 8,6 prosent i samme periode. Fondets Sharpe Ratio er 0,5 siden fondets start, det samme som referanseindeksens. Fondets Information Ratio har vært -0,1.

* Referanseindeksen er Barclays' Global Treasury Index. Indeksen består av et representativt utvalg av obligasjoner utstedt over hele verden med 3-5 års durasjon.

SKAGEN Tellus og referanseindeksen siden start

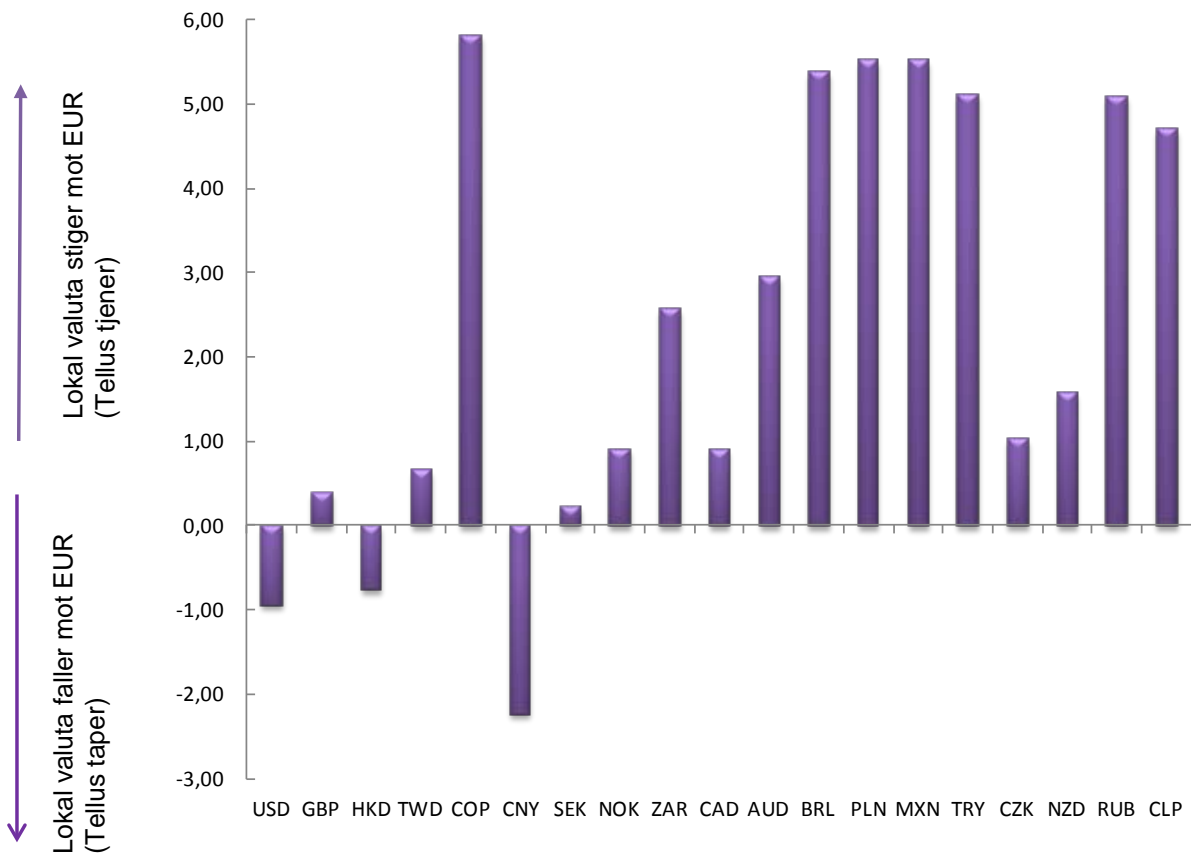
SKAGEN Tellus og referanseindeksen, 29. sept 2006 = 100



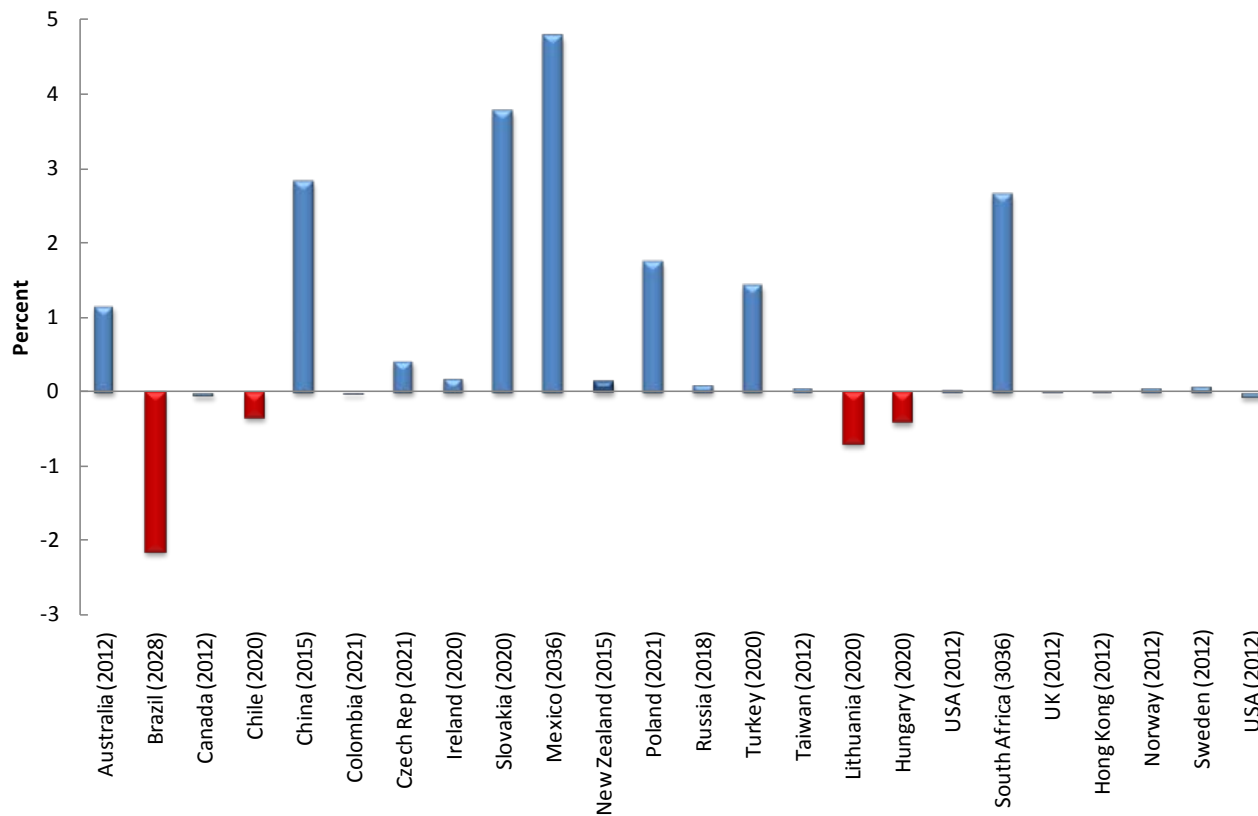
En god start på året

- SKAGEN Tellus fikk en utmerket start på året med en oppgang på 2,3 prosent i januar, 1,6 prosentpoeng foran referanseindeksen. Dette var en lettelse etter fondets dårlige prestasjon i 2011.
- Forrige måned bidro valutagevinster 60 prosent, kursgevinster 27 prosent og renteinntekter 13 prosent til fondets avkastning.
- Vi dro fordel av en forholdsvis bred eksponering mot vekstmarkedene. De fleste av våre vekstmarkedsobligasjoner presterte godt, dvs. at obligasjonskursene steg på grunn av fallende markedsrenter. Fallende obligasjonsrenter i Sør-Afrika, Mexico og Tyrkia står for det meste av avkastningsbidraget fra kursgevinster. Se figuren på siden 7 for endringer i obligasjonskurser.
- Valutagevinster bidro også til stigningen i fondets andelsverdi. Det vil si at obligasjonene fondet har investert i økte i verdi målt i euro fordi euroen falt i verdi mot de valutaene obligasjonene er utstedt i.
- Fra slutten av desember til slutten av januar var det bare USD, HK og CNY (kinesisk renminbi) som falt i verdi relativ til EUR. For resten av porteføljen var det store gevinster, dvs. at euroen falt i verdi målt mot de valutaene fondet var investert i.
- Figuren på neste side viser hvordan de ulike papirene i SKAGEN Tellus har prestert i forhold til endringer i valutakursene.

Valutagevinster- og tap mot EUR i januar



Obligasjonskursgevinster og – tap i januar



Figuren viser prosentvis endring i obligasjonskurs i januar, eller fra den datoen vi kjøpte obligasjonene forrige måned.

Valutakurs trender

- Valutakurser fluktuerer betydelig, og disse bevegelsene skaper mye volatilitet i fondet.
- Vi prøver ikke å være i forkant av de daglige bevegelsene i valutakursene.
- Men vi forsøker å investere i papirer utstedt i valutaer vi mener er fundamentalt undervurderte. (Vi kan velge å investere i obligasjoner selv om vi ikke mener valutaen er undervurdert, men da valutasikrer vi investeringen.)
- Hvordan bedømmer vi om en valuta er fundamentalt undervurdert? Den grunnleggende tanken er å måle hvor langt valutaen er et nivå som gir kjøpekraftsparitet, og så vurdere om et slikt gap kan bli tettet over tid.
- Her er den viktigste anvendelsen: Prisnivået i et fattig land vil av naturlige, økonomiske grunner være lavere enn i et rikt land, når prisnivåene måles i samme valuta. Men dersom det fattige landet har raskere vekst enn det rike landet, vil prisnivået over tid konvergere mot det rike landets prisnivå. Gapet kan bli tettet på to måter: Gjennom relativt høy inflasjon eller ved en styrking av den lokale valutaen. Dersom det relativt fattige landet har et inflasjonsmål omtrent på linje med det relativt rike landet, vil hovedjusteringen skje gjennom en styrking av det fattige landets valuta.
- Å identifisere undervurderte valutaer innebærer dermed å utføre en komparativ analyse av nivåene på BNP, gjøre seg opp en mening om relative veksttrender i BNP, og ha en oppfatning om hvordan pengepolitikken vil bli håndtert – for eksempel om inflasjonsmålet er troverdig.
- Dette er ikke en eksakt vitenskap, men vi bruker tilgjengelig data for å prøve å finne frem til undervurderte valutaer. Over tid mener vi dette gir meravkastning til våre andelseiere. Konvergeringsprosessen ikke er lineær. Valutabevegelser bidrar derfor betydelig til fondets volatilitet.

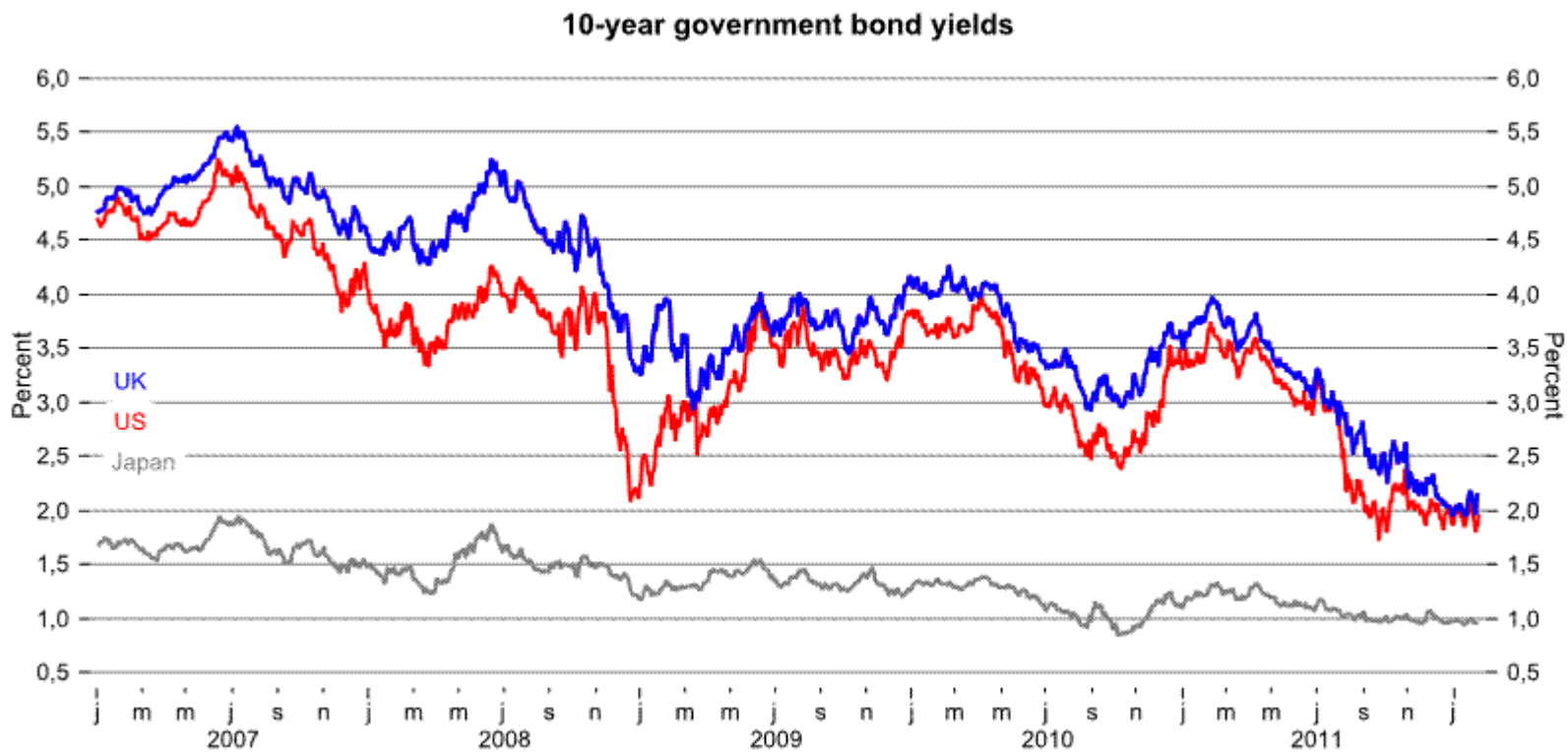
Porteføljeendringer i januar

- Vi solgte posisjonen i Finland fordi vi ønsket å redusere fondets eksponering mot EUR. Den 31. januar utgjorde obligasjoner denominert i EUR 9,4 prosent av porteføljen. Etter vår oppfatning er euroen fundamentalt sett sterk. Det er også vår vurdering at den europeiske sentralbanken (ECB) i de kommende årene vil være mer lempelige sammenlignet med de øvrige større sentralbankene enn markedet forventer.
- Vi reduserte vår eksponering i papirer utstedt av svenske og britiske myndigheter, da vi ser mer begrenset oppsidepotensiale i disse valutaene.
- Vi utvidet porteføljen og inkludert rentepapirer fra Chile, Tsjekkia, Irland, New Zealand, Russland og Ungarn. Alle investeringene er beskjedne – med unntak av Tsjekkia (2,5 prosent), utgjør hver av dem mindre enn 2 prosent av fondet – fordi vi har vektlagt en diversifisering av porteføljen.
- Investeringene i Chile, Irland, Russland, New Zealand og Ungarn er i forholdsvis lange obligasjoner da vi ser potensiale til stigende obligasjonskurs, dvs. lavere lange renter, på mellomlang sikt. Alle investeringene utenfor eurosonen er usikrede da vi ser muligheter for valutagevinster. Investeringen i Tsjekkia er i en kort obligasjon med lav direkteavkastning, og er utelukkende motivert av valuta.
- Etter disse justeringene har vi nå totalt 24 forskjellige stater i porteføljen. En av obligasjonene, som er denominert i CNY, er utstedt av den europeiske banken for gjenoppbygging og utvikling (EBRD). Denne banken eies av en rekke stater i og utenfor Europa.
- Fondets største posisjon er i Slovakia og utgjør 6,9 prosent av fondet. Med solide offentlige finanser, gode vekstutsikter og banker med liten eksponering mot den perifere eurosonen, tror vi at de lange rentene skal falle videre i forhold til de tyske rentene (kredittpremien er for tiden 2 prosent).

Våre største satsinger

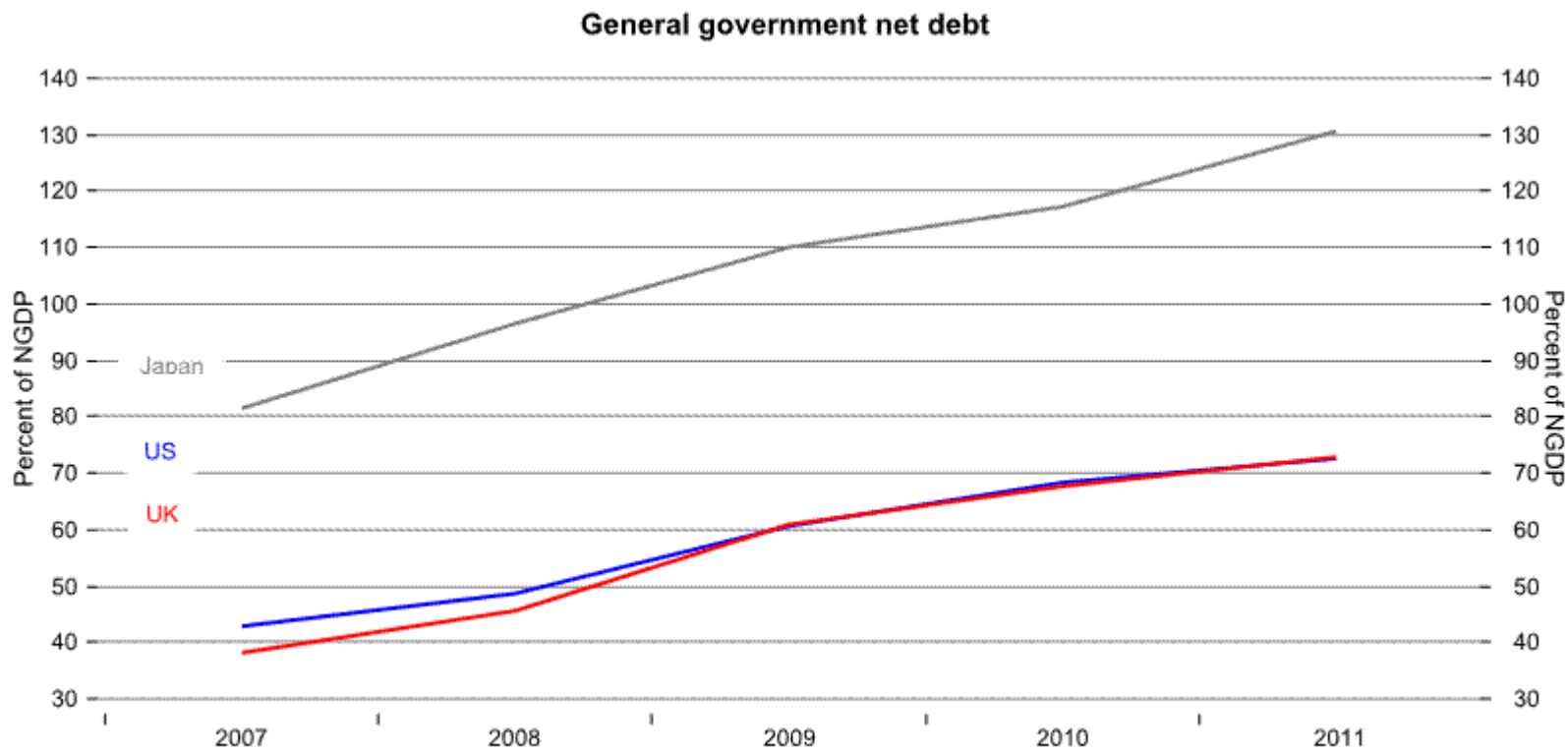
- Ut fra våre beregninger er euroen overvurdert i forhold til den amerikanske dollaren. Vi har dermed en overvekt av dollar og en undervekt av euro sammenlignet med referanseindeksen. Vi tror den japanske yenen – for ikke å snakke om de japanske obligasjonskursene – er overvurderte, og vi er ikke eksponert mot rentepapirer denominert i JPY.
- Vi mener at lange obligasjoner er overvurderte i mange av de utviklede økonomiene. Med unntak for New Zealand og to land i eurosonen har vi derfor svært kort durasjon i de utviklede økonomiene. I New Zealand ser vi noe verdi i en mellomlang obligasjon, og innenfor eurosonen har vi en ganske stor posisjon i en lang slovakisk obligasjon og en liten posisjon i en lang irsk obligasjon.
- Vi finner fortsatt mest verdi i lange vekstmarkedsobligasjoner. (Se de neste sidene for en fullstendig porteføljeoversikt.) Vi tror at vi i 2012 og fremover vil se en konvergering av statsobligasjonene i utviklede markeder og vekstmarkeder. Poenget er at mange vekstmarkeder nå finansierer offentlig sektor ved hjelp av obligasjoner utstedt i sin egen valuta. Og både gjeldsgraden og underskuddene er ofte mer ”utviklede” enn i de fleste utviklede økonomiene.

Dyre statsobligasjoner



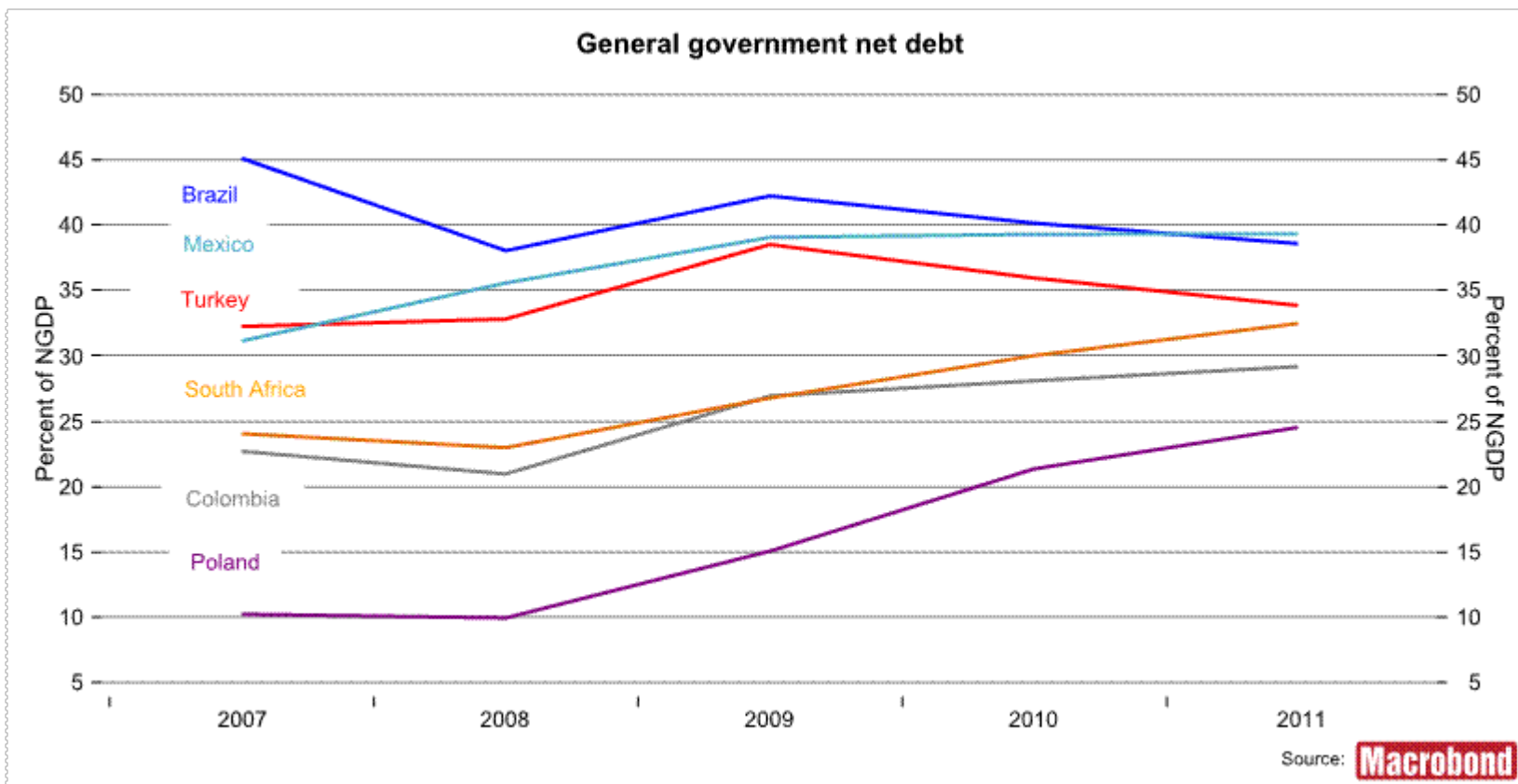
Source: **Macrobond**

Og forverrede offentlige finanser



Source: **Macrobond**

De offentlige finansene er solide i mange vekstmarkeder



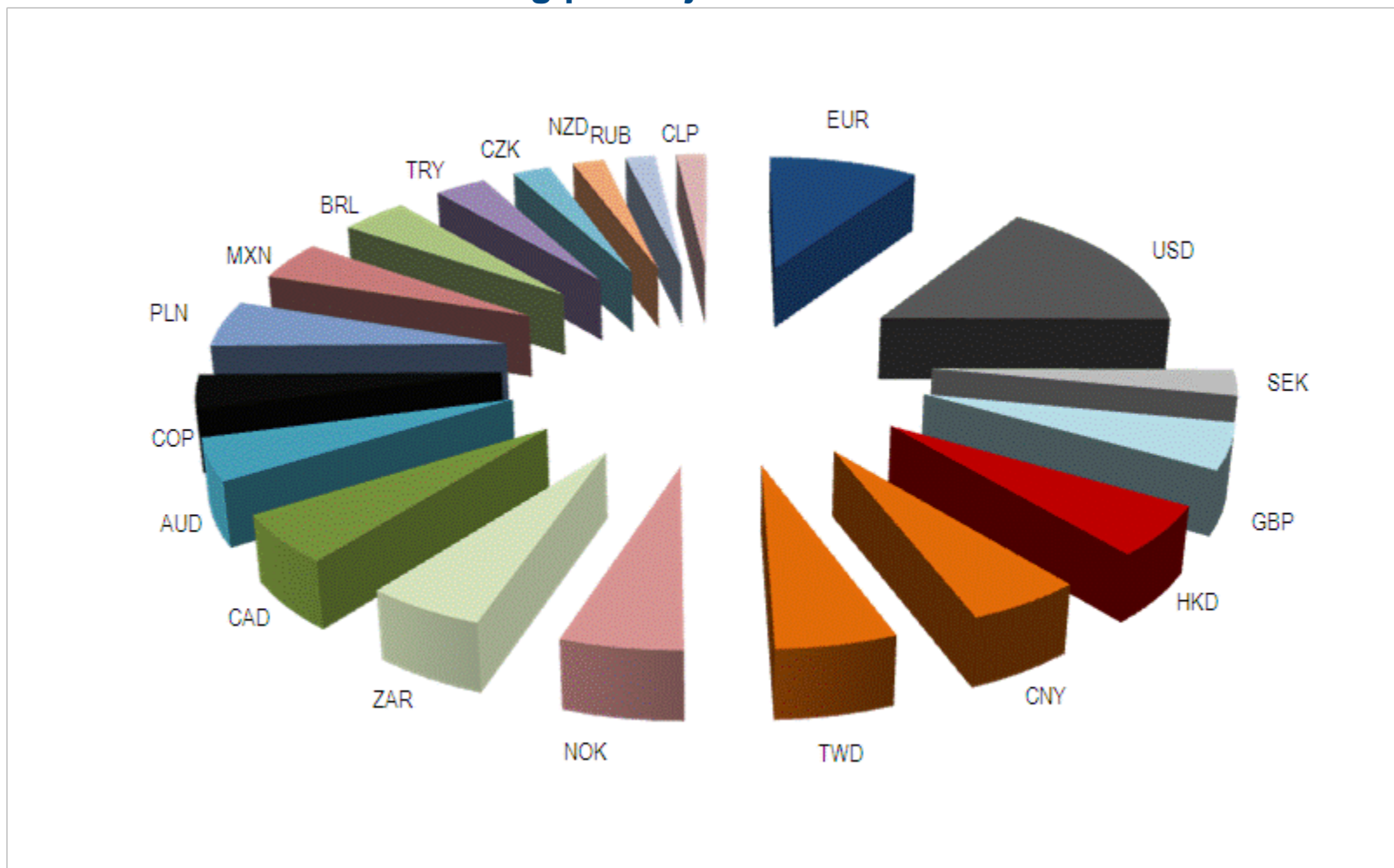
Porteføljen pr. 31. januar – side 1 av 2

Papir	Forfall	Direkteavkastning	S&P-rating	Andel
Slovakian Government	2020	4.9%	A	6.9%
Norwegian Government	2012	1.6%	AAA	5.6%
Taiwanese Government	2012	0.6%	AA-	5.5%
Canadian Government	2012	0.7%	AAA	5.5%
South-African Government	2036	8.8%	A	5.5%
US Government	2012	0.2%	AA+	5.5%
EBRD (CNY)	2015	1.1%	AAA	5.3%
Polish Government	2021	5.3%	A-	5.2%
UK Government	2012	0.4%	AAA	5.2%
Hong Kong Government	2012	0.1%	AAA	4.9%
Australian Government	2012	4.1%	AAA	4.7%
Mexican Government	2036	7.6%	A	4.4%

Porteføljen pr. 31. januar – side 2 av 2

Papir	Forfall	Direkteavkastning*	S&P-rating	Andel
Lithuanian Government (USD)	2020	6.2%	BBB	4.4%
Brazilian Government	2028	9.0%	BBB+	4.2%
Colombian Government	2021	5.2%	BBB+	3.8%
US Government	2013	0.1%	AA+	3.3%
Turkish Government	2020	9.6%	BB+	3.3%
Swedish Government	2012	1.7%	AAA	2.9%
Irish Government	2020	7.0%	BBB+	2.5%
Czech Government	2013	1.4%	AA-	2.4%
New Zealand Government	2015	2.8%	AAA	2.0%
Russian Government	2018	7.3%	BBB+	2.0%
Chilean Government	2020	5.1%	AA	1.9%
Hungarian Government (USD)	2020	7.6%	BB+	1.5%
Net cash (USD)				1.8%

Fondets valutasammensetning pr. 31. januar



Arbeidsmål for de neste 36 måneder

- Selv om direkteavkastningen i SKAGEN Tellus har økt i det siste er den fremdeles ganske lav. Pr. 31. januar var direkteavkastningen 2,9 prosent.
- Vi har satt et ganske moderat mål for de neste 36 månedene. Selv om det kortsiktige rentenivået sannsynligvis vil begynne å normalisere seg i de store økonomiene i denne perioden, tror vi det vil skje gradvis. Siden fondets samlede durasjon er lav, grunnet lav durasjon i posisjonene i utviklede markeder, gir høyere korte renter raskt gi høyere avkastning i fondet.
- Vi forventer kapitalinntekter der vi har gått inn på den lange enden av rentekurven. Som forklart ovenfor er disse posisjonene hovedsakelig i fremvoksende markeder. Vi bør også kunne hente avkastning på valutaposisjonene over tid. I sum er vår målsetting 6 prosent årlig avkastning over de neste 36 månedene.
- Man bør merke seg at SKAGEN Tellus er et globalt obligasjonsfond og dermed tar en god del risiko. Fondets NAV vil dermed være volatil og det kan være perioder med negativ avkastning. Investorer bør ha en investeringshorisont på minst ett år.

Ønsker du mer informasjon?

- For mer informasjon, vennligst se:
 - Siste [Markedsrapport](#)
 - Informasjon om SKAGEN Tellus på våre [nettsider](#)
 - Følg vår analyse av makroøkonomien: [Verden sett fra SKAGEN](#)

- Historisk avkastning er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning 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 utstedere som er omtalt i denne rapporten eller inngår i fondets portefølje.

*Effektiv rente (direkteavkastning/yield) 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 til utenlandske plasseringer. Fondets fremtidige avkastning må derfor i betydelig grad forventes å være forskjellig fra effektiv rente i fondet.