



Danske Invest  
Emerging markets-obligationer

2016

# Investor brief



## Potentiale og risici ved emerging markets-obligationer

- 
- En introduktion til aktivklassen
  - Forventet merafkast
  - En række særlige risici
  - Hård valuta vs. lokal valuta
-



# Potentiale og risici ved emerging markets-obligationer

Obligationer fra emerging markets giver et forventet merafkast i forhold til mere sikre statsobligationer fra udviklede markeder som Tyskland, USA og Danmark, men obligationerne byder samtidig på en række særlige risici, man skal være bevidst om. De specifikke risici for investorer afhænger blandt andet af, om man investerer i obligationer i lokal valuta eller hård valuta.



Af Bent Lystbæk, afdelingsdirektør og porteføljerådgiver for Danske Invest med fokus på emerging markets-obligationer i hård valuta. Bent Lystbæk har 30 års erfaring med obligationsmarkedet.

De finansielle markeder i emerging markets-landene i blandt andet Asien og Sydamerika betalte en høj pris, da Lehman Brothers kollapsede i efteråret 2008. Selv om landene ikke var skyld i elendigheden, var de alligevel blandt de første, som nervøse investorer trak deres penge ud af. Derfor styrtede kursene på obligationer fra disse lande, og renterne strøg i vejret. Men da den globale finanspanik begyndte at aftage i foråret 2009, fandt obligationsrenterne fra emerging markets hurtigt tilbage til et meget lavere niveau igen.

Historien om de store kursfald og det hurtige comeback indeholder flere vigtige pointer:

- Målt i forhold til de udviklede markeder har mange emerging markets-lande faktisk relativt sunde nøgletal for økonomisk vækst og offentlige finanser. Derfor blev rentespændet til fx amerikanske statsobligationer hurtigt indsnævret igen efter finanskrisen – og derfor har rentespændet siden

ligget forholdsvis stabilt i niveauet 3-4 procent. Til sammenligning var niveauet det dobbelte i begyndelsen af dette årtusinde.

- Men samtidig er der stadig en højere usikkerhed forbundet med emerging markets, som blandt andet manifesterede sig under finanskrisen, og som derfor kræver en kompensation i form af en merrente.

## Faldende renter har øget interessen

De senere års faldende renter på de mest sikre statsobligationer fra udviklede markeder som fx Tyskland og Danmark har forstærket investorerne appetit på andre aktiver, der kan give et højere forventet afkast. Her er emerging markets-obligationer en relevant mulighed, som i dag er en obligatorisk del af porteføljerne hos mange af de større professionelle investorer.

Som investor i emerging markets-obligationer er man reelt med til at finansiere gæld hos stater og virksomheder i emerging markets og får en løbende rentebetaling til gengæld. En særlig specialitet i nogle emerging markets er store, statslige virksomheder, der udsteder obligationer på egen hånd, og hvor det statslige ejerskab betyder, at risikoen er mindre end ved rene virksomhedsobligationer, men normalt stadig større end ved rene statsobligationer.

Siden primo 1998 har det gennemsnitlige årlige afkast fra emerging markets-obligationer i hård valuta ligget på 9,1 pct. opgjort i dollar, mens det tilsvarende tal for amerikanske

statsobligationer er 5,1 pct. Historiske afkast er dog ingen garanti for fremtidige afkast. Med det højere afkast er fulgt en højere risiko, hvor volatiliteten, der udtrykker størrelsen af udsvingene i afkastet, har ligget på 10,8 pct. pro anno for emerging markets-obligationer mod 5,4 pct. for de amerikanske statsobligationer.

Ser vi alene på de seneste fem år fra 30. juni 2011 til 30. juni 2016, har merafkastet fra obligationer fra emerging markets været lavere. Her har emerging markets-obligationerne i hård valuta givet et gennemsnitligt årligt afkast på 6,5 pct. mod 4,2 pct. for amerikanske statsobligationer, og de lavere merafkast skyldes i vid udstrækning en række makroøkonomiske og eksterne chok som blandt andet den græske gældskrise, frygt for ▶▶

## KEY WORDS for emerging markets-obligationer:

- Kan give et attraktivt forventet merafkast i forhold til statsobligationer fra udviklede markeder.
- Kan øge risikospredningen i en portefølje og bidrage til et højere risikojusteret afkast.
- Stor forskel på obligationer i lokal valuta og hård valuta, der giver forskellige grader af valutarisiko og kreditrisiko.
- Stor følsomhed overfor kriser og uro på de finansielle markeder.

►► pengepolitiske stramninger i USA, store fald i råvarepriserne, der især har ramt emerging markets, samt usikkerhed om de kinesiske vækstudsigtter.

### Risici ved obligationerne

Prisen for det forventede merafkast på obligationer fra emerging markets er en række risici, der kan variere fra land til land og fra obligation til obligation. Der kan blandt andet være enorm forskel på graden af politisk og økonomisk usikkerhed. Nogle lande er præget af stor politisk uforudsigelighed, mens andre lande fx kan være meget sårbare over for udviklingen i de globale råvarepriser – og hvor nogle lande bliver negativt ramt af faldende priser på råvarer, kan det være positivt for andre lande.



*Målt i forhold til de udviklede markeder har mange emerging markets-lande relativt sunde nøgletal for økonomisk vækst og offentlige finanser.*

De væsentligste overordnede risici ved emerging markets-obligationer er:

**KREDITRISIKO:** Ultimativt er investorer bange for, at obligationsudstederne skal defaulte – dvs. at de ikke vil være i stand til at betale de løbende renter samt at indfri obligationerne ved udløb.

**LIKVIDITETSRISIKO:** Mange emerging markets-obligationer bliver ikke handlet i særlig stort omfang, og det betyder, at kurserne er mindre skarpe, ligesom den lave likviditet kan blive et stort problem ved en større krise, hvor det praktisk talt kan være umuligt at sælge obligationerne.

**MARKEDSRISIKO:** Under kriser og uro på de finansielle markeder er det normalt, at rentespændet mellem de mest sikre og de mindre sikre obligationer udvider sig. Det vil sige, at ejerne af de obligationer, der betragtes som mindre sikre, i en kortere eller læn- ►►

## EMERGING MARKETS-OBLIGATIONER VS. AMERIKANSKE STATSOBLIGATIONER

Fig. 01

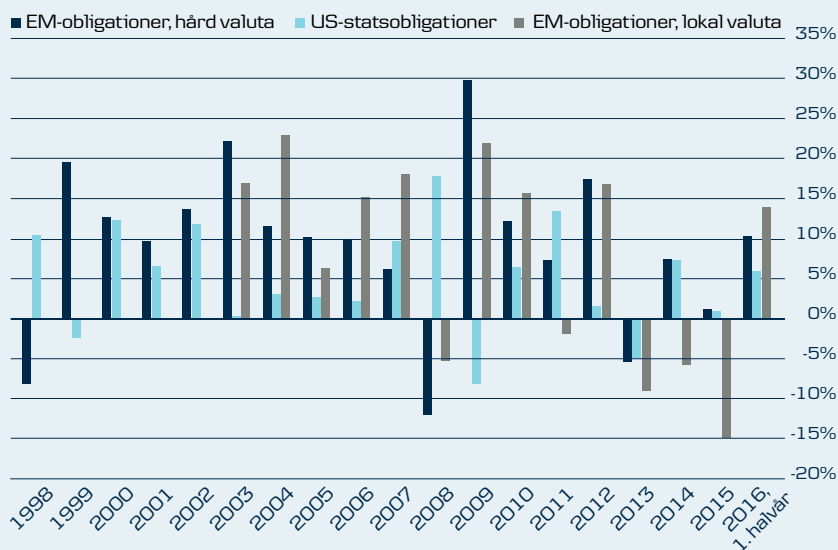
Gennemsnitlige årlige afkast (annualiseret) og risiko, opgjort i dollar. De seneste år har merafkastet fra emerging markets-obligationer været mindre end tidligere, men til gengæld har risikoen også været lavere.

		EM-obligationer, hård valuta (USD)	EM-obligationer, lokal valuta (USD)	Amerikanske statsobligationer (USD)
31.12.1997-30.06.2016	Årligt afkast (i gennemsnit)	9,1%	-	5,1%
	Risiko (volatilitet)	10,8%	-	5,4%
31.12.2002-30.06.2016	Årligt afkast (i gennemsnit)	9,0%	7,5%	4,1%
	Risiko (volatilitet)	8,4%	12,1%	5,6%
30.06.2011-30.06.2016	Årligt afkast (i gennemsnit)	6,5%	-2,2%	4,2%
	Risiko (volatilitet)	6,8%	12,8%	4,9%

## ÅRLIGE AFKAST FOR EMERGING MARKETS-OBLIGATIONER VS. AMERIKANSKE STATSOBLIGATIONER

Fig. 02

Årlige afkast i USD. Emerging markets-obligationer i hård valuta blev ramt hårdt af krisen i Asien i 1998 og finanskrisen i 2008. Perioden 2013-2015 gav store tab for emerging markets-obligationer i lokal valuta som følge af svækkede lokale valutakurser over for dollar.



**Kilder:** J.P. Morgan EMBI Global Diversified UST index, J.P. Morgan EMBI Global Diversified index og J.P. Morgan GBI-EM GD index. Data for perioden 31.12.1997-30.06.2016. For EM-obligationer i lokal valuta går data tilbage til 31.12.2002. Data for US-statsobligationer viser afkastet for obligationer med en varighed, der matcher varigheden for EM-obligationer i hård valuta. EM-obligationer i lokal valuta har en lavere varighed. Indexet for EM-obligationer i hård valuta omfatter statsobligationer og obligationer udstedt af 100 pct. stats-ejede virksomheder. Indexet for EM-obligationer i lokal valuta omfatter statsobligationer. Gennemsnitlige årlige afkast er annualiserede. Risiko er beregnet som annualiserede standardafvigelse på baggrund af månedsaftast. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast, der også kan blive negative.

►► gere periode lider et forholdsmevsigt større kurstab, som vi fx oplevede med emerging markets-obligationer under finanskrisen.

**VALUTARISIKO:** Dertil kommer valutarisikoen ved obligationer fra emerging markets udstedt i landenes egne valutaer, hvor udsving i valutakurserne ofte kan få en meget stor effekt på det samlede afkast for en europæisk investor. Det er dog muligt at reducere eller eliminere valutarisikoen ved i stedet at investere i emerging markets-obligationer udstedt i hård valuta.

#### Forskellen på lokal og hård valuta

Set med investoreøjne er der markant forskel på emerging markets-obligationer i lokal og hård valuta:

*Ved obligationer i hård valuta er valutarisikoen overskuelig og begrænset,*



*Ved obligationer i hård valuta er valutarisikoen overskuelig og begrænset, da man får sine betalinger i hårde valutaer som euro og dollar.”*

da man får sine betalinger i hårde valutaer som euro eller dollar, der yderligere relativt let og billigt kan valutaafdekkes i forhold til andre valutaer som fx svenske, norske eller danske kroner. Til gengæld påtager investorer sig en kreditrisiko, der forklarer en stor del af merrenten i forhold til fx amerikanske eller tyske statsobligationer med samme løbetid og udstedt i samme valuta. For investorer er det derfor helt centralt med en stor risikospredning på tværs af lande, så en potentiel default i et enkelt land – eller et enkelt

#### RENTESPÆND MELLEM EMERGING MARKETS-OBLIGATIONER OG AMERIKANSKE STATSOBLIGATIONER

Fig. 03

Merrenten fra emerging markets-obligationer i hård valuta har de senere år ligget i niveauet 3-4 procentpoint i forhold til amerikanske statsobligationer. Under finanskrisen i 2008-2009 blev dette rentespænd på kort tid mere end fordoblet, da ængstelige investorer solgte ud af emerging markets-obligationer og pressede kurserne ned – og dermed renten op. Investorer i emerging markets-obligationer indkasserede store kurstab, men i løbet af 2009 rettede kurserne sig igen.

#### Rentspænd i procent



Kilde: J.P. Morgan EMBI Global Diversified Spread Index. Data for perioden 31.12.1997-31.08.2016.

selskab – kun får begrænset effekt på porteføljens samlede afkast.

*Ved obligationer i lokal valuta er det i vid udstrækning meningsløst at tale om kreditrisiko, fordi et land, der har sin egen valuta, i princippet altid kan betale sin gæld udstedt i landets egen valuta tilbage blot ved at lade seddelpressen rulle og udstede flere penge. Til gengæld påtager investorer sig en væsentlig valutarisiko, hvor faldende lokale valutakurser kan udhule afkastet for europæiske investorer og i værste fald give store tab. Et godt eksempel er russiske statsobligationer udstedt i rubler, hvor udenlandske investorer led store tab i løbet af efteråret 2014. Som følge af konflikten i Ukraine og især de kraftigt faldende oliepriser dykkede rubelkursen på få måneder*

med omkring 40 pct. i forhold til euro.

Renteniveauet på emerging markets-obligationer i lokal valuta vil derfor også i høj grad afspejle markedets forventninger til valutakursudviklingen for de pågældende valutaer. Selv om der kan være meget store udsving i de enkelte valutakurser, kan valutakursudsvingene dog have en tendens til delvis at udligne hinanden i en bred portefølje af obligationer udstedt i mange forskellige emerging markets-valutaer.

En yderligere forskel på lokal og hård valuta er selve investeringsuniverset, hvor markant flere lande har udstedt obligationer i hård valuta end i lokal valuta. Der er således mulighed for en noget mere lande-diversificeret investering i hård valuta end i lokal valuta.

#### Disclaimer:

Det er forbundet med risiko at investere i emerging markets-obligationer, og man kan i værste fald tabe hele sin investerede kapital. Tal altid med en rådgiver, inden du foretager en investering, og få afdækket, om en given investering passer til din investeringsprofil, herunder din risikovillighed, tidshorisont og tabsevne. Danske Invest har alene udarbejdet dette materiale til orientering, og det udgør ikke investeringsrådgivning. Du opfordres til at drøfte eventuelle dispositioner på baggrund af materialet med din investeringsrådgiver.