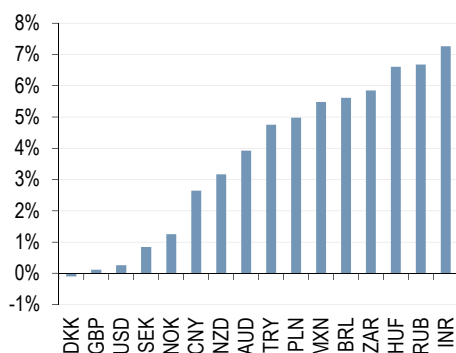


**Ved investering i udenlandske obligationer kan man få stor fordel af fornuftig risikospredning.**

### Spredning reducerer risikoen markant

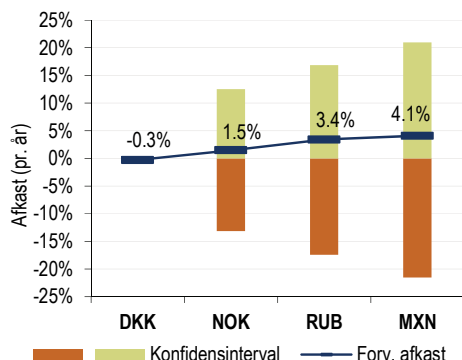
- Investering i enkelte udenlandske obligationer med høj rente giver mulighed for høje afkast, men indebærer også risiko for store tab
- Risikoen kan reduceres markant ved at sprede porteføljen på forskellige lande
- Ved fornuftig sammensætning af porteføljen kan man reducere risikoen uden at sætte de gode afkastmuligheder over styr

#### Høje renter i udenlandske obligationer



Figuren viser aktuell effektiv rente på obligationer med eksponering mod de pågældende valutaer. Anvender statsobligationer, 'euro-bonds' eller syntetiske udenlandske obligationer med løbetid på op til 2 år. Kilde: Nordea.

#### Risikointervaller for forskellige valutaer



Konfidensintervallet viser højeste og laveste afkast med 95% sandsynlighed. Modellen bygger på aktuelle renteniveauer, inflationsforventninger (IMF-prognoser) og historiske udsving i valutakurser. Kilde: Nordea.

#### Udenlandske papirer frister med høje renter...

En lang årrække med rentefald i Tyskland og Danmark har sendt de effektive renter på danske stats- og realkreditobligationer ned på meget lave niveauer. Senest har finanskrisen og statsgældskrisen i euroområdet fået ECB og Nationalbanken til at give styringsrenterne endnu et tryk, og det har kombineret med ekstrem efterspørgsel efter sikre placeringer sendt de korte danske obligationsrenter helt ned omkring nul. Samtidig ligger de lange renter på rekordlave niveauer. Det betyder meget begrænsede afkastudsigter for sikre danske obligationer.

Et godt supplement kan derfor være obligationer i udenlandsk valuta. Mange udenlandske obligationer tilbyder væsentligt højere renter end danske. Ved køb af udenlandske obligationer har man samtidig mulighed for at få en ekstra gevinst via valutakursbevægelser. Dette kan forfølges ved at investere i lande, hvor man tror på en styrkelse af den lokale valuta.

#### ...men indebærer også betydelig risiko

Valutakursudviklingen er dog altid svær at forudsige. Man påtager sig derfor også en betydelig risiko for, at valutakursbevægelsen går én imod.

Figuren her til venstre illustrerer afkastmuligheder og risiko ved investering i udenlandske obligationer. Usikkerheden på afkastet er illustreret ved et 95%-konfidensinterval – det interval, som afkastet med 95% sandsynlighed vil ligge indenfor.

Det forventede afkast, som er anvendt her, er beregnet ud fra forskelle i renter og forventet inflation mellem landene. Dette kan betragtes som en form for neutralt skøn, som forudsætter, at alle valutakurser er tæt på deres ligevægt. Nordeas valutaprognoser kan afvige fra dette i større eller mindre grad, og det vil ofte være baggrunden for specifikke anbefalinger om køb af obligationer fra bestemte lande.

#### Fornuftig spredning reducerer risikoen

Som det fremgår, kan der være høje afkast at hente ved køb af obligationer fra lande som Rusland og Mexico – men også risiko for at løbe ind i et betydeligt tab. En

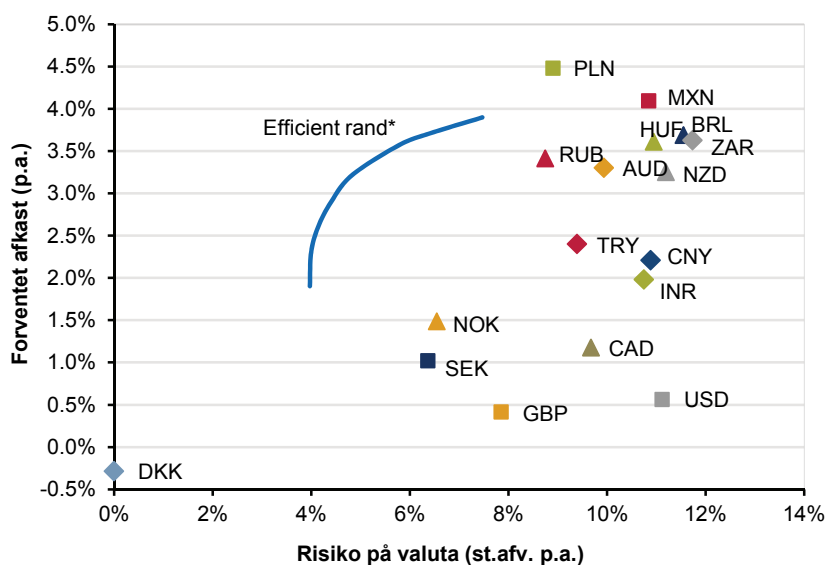
pæn del af denne risiko kan elimineres, hvis man spreder sine investeringer på forskellige lande, hvor valutakurserne over for danske kroner ikke følger hinanden tæt.

Figuren herunder viser, hvilket afkast man kan forvente at få ved investering i korte obligationer fra en række forskellige lande, og hvor meget risiko man samtidig påtager sig (baseret på historiske udsving i valutakurserne).

Som det ses i figuren, er der flere lande – fx Tyrkiet (TRY), Australien (AUD) og Polen (PLN) – som tilbyder et væsentligt højere forventet afkast end korte danske statsobligationer, men de er hver især forbundet med ganske stor risiko. NB: Til sammenligning kan nævnes, at risikoen (standardafvigelse p.a.) på en 10-årig dansk statsobligation er ca. 7% målt over de seneste to år, og risikoen for brede aktieindeks er typisk ca. 20%.

Hvis man i stedet fordeler sine investeringer på flere forskellige lande, kan man reducere risikoen – uden at sætte muligheden for et højt afkast over styr. Den blå linje i figuren (den *efficiente rand*) viser, hvilke kombinationer af risiko og forventet afkast man kan opnå ved et fornuftigt mix af investeringer i udenlandske obligationer.

#### Afkast/risiko-forhold forbedres ved diversifikation



Figuren viser estimeret risiko og forventet afkast på korte obligationer i forskellige valutaer (de forventede afkast i emerging markets er lavere end renterne i disse lande, da vi lader inflationsforskelle indgå i estimaterne). Ved optimal sammensætning af porteføljen kan man bevæge sig mod venstre helt ud til den *efficiente rand*. Her har vi beregnet den *efficiente rand* under forudsætning af maksimalt 20% af hvert land/valuta i porteføljen.

Note: De *forventede afkast* er beregnet ud fra effektive renter på korte obligationer i de pågældende valutaer korrigeret for forskelle i forventet inflation (IMF-prognoser). Nordeas valutaprognoser indgår ikke her. *Risiko på valuta* er beregnet ud fra de seneste to års udsving i valutakurserne (standardafvigelse på daglige kursændringer). Resultaterne bygger på en klassisk porteføljemodel, som bl.a. forudsætter normalfordelte valutakursudsving og stabile kovarianser. Historisk udvikling er ingen garanti for fremtidig udvikling. \*Den *efficiente rand* er optimeret med en begrænsning om maksimalt 20% andel af hver enkelt valuta. Kilde: Nordea.

For eksempel ses det, at en investering i korte russiske obligationer (RUB) giver et forventet afkast på 3,4% p.a. med en risiko (standardafvigelse) på 8,8%. Men hvis man kombinerer investeringen med andele i andre lande/valutaer, kan man bevæge sig mod venstre i grafen ud til den *efficiente rand*, så man reducerer risikoen betragteligt – uden at reducere det forventede afkast.

### Den "optimale portefølje"

Dette 'trick' kræver, at man sammensætter porteføljen på den rigtige måde, hvilket ikke er helt lige til, da det udover forventet afkast og risiko på de enkelte valutaer også afhænger af samvariationen (korrelationen) mellem dem. Et eksempel på en portefølje, som aktuelt befinder sig på den *efficiente rand*, består af andele i PLN, CNY, HUF, RUB, NOK, BRL og MXN.

Denne teoretisk set optimale portefølje svarer dog ikke nødvendigvis til det, vi anbefaler kunder at købe. De konkrete anbefalinger vil også afhænge af vores forventninger til udviklingen i valutakurser og renter i den nærmeste fremtid, samt en løbende vurdering af risikoen i hvert enkelt land/valuta.

### Diversifikation forbedrer afkast/risiko-forholdet

Frem for at investere i en enkelt udenlandsk obligation kan man sammensætte en portefølje af udenlandske obligationer, som har lavere tabsrisiko uden at reducere det forventede afkast. Alternativt kan man sammensætte en mere aggressiv portefølje, som giver højere forventet afkast med samme risiko som på en enkeltstående udenlandsk obligation.

### Begræns den samlede eksponering...

Generelt bør man begrænse den samlede andel af udenlandske obligationer i porteføljen til et vist niveau – afhængig af risikovillighed. Ellers risikerer man et stort tab, hvis der sker en kraftig samtidig svækkelse af mange valutaer over for den danske krone. Det gælder især ved investering i udviklingslande (emerging markets), da disse landes valutaer ofte kan komme i modvind på samme tid. Det ses fx typisk, når der sker et markant fald i risikovilligheden blandt globale investorer.

### ...og pas på med omkostningerne

Spredning på forskellige udenlandske obligationer kræver, at der investeres for et relativt stort beløb, da handelsomkostninger ellers kan blive for stor en belastning.

Investering i obligationer fra højrentelande som Rusland, Tyrkiet, Brasilien og Mexico kan med fordel foretages ved køb af Nordeas syntetiske udenlandske obligationer. De handles på Københavns Fondsbørs, opbevares i dansk depot og afregnes i danske kroner.

Hvis der investeres for mindre beløb, kan det være en fordel at investere via en investeringsforening, hvor man kan opnå god spredning med færre omkostninger. Dette kan eventuelt kombineres med enkelte af de syntetiske udenlandske obligationer.

### Konklusion

Med de beskedne renter på danske stats- og realkreditobligationer er det fristende at sætte penge i udenlandske obligationer med højere renter. En sådan investering indebærer, at man påtager sig en betydelig valutakursrisiko. Men hvis man spreder sine udenlandske investeringer på fornuftig vis, kan man reducere risikoen markant uden at sætte de gode afkastmuligheder over styr.

*Syntetiske udenlandske obligationer er en let måde at opnå eksponering mod udenlandsk valuta og rente.*

## Oplysninger og ansvarsfraskrivelse

### **Materialets oprindelse**

Dette materiale er udarbejdet af:

Nordea Bank AB (publ)  
Nordea Bank Danmark A/S  
Nordea Bank Finland Abp  
Nordea Bank Norge ASA (under et "Koncernselskaberne")

der opererer via enheden Nordea Investment Strategy & Advice ("Investment Strategy & Advice").

Koncernselskaberne er underlagt tilsynsmyndighederne i deres respektive hjemlande.

Investment Strategy & Advice rådgiver Nordeas privatkunder samt små og mellemstore virksomheder om investeringsstrategi og konkrete generiske investeringsanbefalinger. Rådgivningen omfatter allokering af kundens aktiver såvel som konkrete investeringer i danske, nordiske og internationale aktier og obligationer samt lignende værdipapirer. For at yde den bedst mulige rådgivning har vi samlet alle vores kompetencer inden for analyse og strategi i én enhed - Investment Strategy & Advice.

Investment Strategy & Advice består af *Asset Allocation, Equities & Fixed Income*.

### **Materialets indhold**

Materialet er udelukkende udarbejdet af Investment Strategy & Advice.

Vurderinger eller forslag fra Investment Strategy & Advice kan afvige fra anbefalinger eller vurderinger fra Nordea Markets (en enhed i Koncernselskaberne) eller andre afdelinger/enheder/selskaber i Nordea koncernen eller fra Standard & Poor's. Årsagen er typisk forskelle i tidshorisont, metoder, sammenhænge, risikovurderinger, porteføljetragtninger eller andre faktorer.

Vurderinger, kursmål og beregninger er baseret på en eller flere prisfastsættelsesmetoder, eksempelvis pengestrømsanalyse, brug af multipler og adfærdsmæssige tekniske analyser af underliggende bevægelser i markedet i kombination med overvejelser om markedsforholdene, rente- og valutaprognooser samt tidshorisonten.

Væsentlige forudsætninger, der ligger til grund for prognoser, kursmål og fremskrivninger i refererede eller gengivne analyser, fremgår af analysedataet fra de respektive navngivne kilder. Dato for frigivelse fremgår af det refererede eller gengivne analysedata. Vurderinger og estimater kan være opdateret i efterfølgende udgaver af materialet, forudsat at det relevante selskab/den relevante udsteder behandles på ny i sådant materiale.

Materialet har ikke været forelagt udstederne af de relevante finansielle instrumenter omtalt i materialet forud for offentliggørelsen.

### **Materialets gyldighed**

Alle vurderinger og estimater i materialet er, uanset kilde, givet i god tro og gælder kun pr. den anførte dato og kan uden videre ændres.

### **Ingen personlig investerings- eller skatterådgivning**

Materialet skal alene ses som generelt og foreløbigt informationsmateriale til investorer og skal ikke opfattes som det eneste grundlag for en investeringsbeslutning. Materialet er udarbejdet af Investment Strategy & Advice som generelt informationsmateriale til personlig brug for de investorer, for hvem det er gjort tilgængeligt. Materialet skal ikke opfattes som en personlig anbefaling af bestemte finansielle instrumenter eller strategier og indeholder således ikke investeringsrådgivning tilpasset den enkelte investor. Der er ikke taget hensyn til den enkelte investors økonomiske situation, nuværende aktiver eller forpligtelser, investeringskendskab og -erfaring, investeringsmål og -horisont eller risikoprofil og præferencer. Investor skal især sikre sig, at investeringen er i overensstemmelse med egne økonomiske og skattemæssige forhold samt investeringsmål. Investor bærer hele risikoen for tab i forbindelse med en investering.

Før investor handler på baggrund af oplysningerne i dette materiale, anbefales det, at man rådfører sig med sin rådgiver.

Oplysningerne i materialet skal ikke opfattes som rådgivning om de skattemæssige konsekvenser ved givne investeringsbeslutninger. Den enkelte investor må selv vurdere de skattemæssige og andre økonomiske fordele og ulemper ved investeringen.

### **Kilder**

Materialet kan være baseret på og indeholde oplysninger som eksempelvis vurderinger, anbefalinger, estimater, kursmål og prisfastsættelser fra:

- rådgivere og strategier fra Investment Strategy & Advice
- offentligt tilgængeligt materiale
- Nordea Markets
- oplysninger fra andre enheder i Koncernselskaberne eller andre selskaber i Nordea koncernen
- Standard & Poor's
- andre navngivne kilder.

I den udstrækning materialet er baseret på eller indeholder oplysninger fra andre kilder ("Andre Kilder") end Investment Strategy & Advice ("Eksterne Oplysninger"), har Investment Strategy & Advice fundet de Andre Kilder pålidelige, men selskaberne i Nordea koncernen, Nordea Markets, Standard & Poor's og andre associerede eller tilknyttede selskaber eller personer garanterer ikke nøjagtigheden eller fuldstændigheden af de Eksterne Oplysninger.

Forståelsen af vurderinger eller anbefalinger som eksempelvis Køb eller Sælg eller sammenlignelige udtryk kan variere bl.a. afhængigt af hvilket finansielt instrument der er tale om, og definitionen fremgår derfor i givet fald af analysedataet fra den enkelte navngivne kilde eller af denne kildes hjemmeside på internettet. Oplysninger om struktur, tidshorisont, distribution mv. for anbefalinger udarbejdet af Standard & Poor's er tilgængelige på [http://www.nordea.dk/sitomod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20dk/SAM\\_equity/SAM\\_Discloser/SPStarDistribution.PDF](http://www.nordea.dk/sitomod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20dk/SAM_equity/SAM_Discloser/SPStarDistribution.PDF). Oplysninger om struktur, tidshorisont, distribution mv. for anbefalinger udarbejdet af Nordea Markets er tilgængelige på [www.nordea.com/mifid](http://www.nordea.com/mifid).

### **Ansvarsbegrænsning**

Enheder i Nordea koncernen, Nordea Markets, Standard & Poor's eller andre associerede og tilknyttede selskaber kan ikke gøres ansvarlige for beslutninger om investering, salg eller fastholdelse foretaget af investor på grundlag af dette materiale. Enheder i Nordea koncernen, Nordea Markets, Standard & Poor's og andre associerede og tilknyttede selskaber er ikke ansvarlige for hverken direkte eller indirekte tab, utilsigtede tab eller særlige tab eller følgeskader som følge af oplysningerne i materialet, uanset om sådanne tab kunne forudses eller ej.

### **Risikooplysninger**

Risikoen ved at investere i bestemte finansielle instrumenter, herunder de instrumenter, der er omtalt i materialet, er generelt høj, da markedsværdien afhænger af en lang række forskellige faktorer. Herunder kan nævnes det/det pågældende selskabs/udsteders driftsmæssige forhold og finansielle situation, vækstperspektiver, renteændringer, den økonomiske og politiske situation, valutakurser, ændringer i kreditvurderingen, likviditeten i markedet samt ændringer i markedsstemningen mv. I tilfælde af et selskabs/en udsteders betalingsstandsning eller lignende kan der være perioder, hvor visse finansielle instrumenter udstedt af selskabet/udstederen ikke kan handles. Når en investering eller et værdipapir er denomineret i en anden valuta end investors referencevaluta, kan ændringer i valutakurserne påvirke værdi, kurs eller afkast både positivt og negativt. Den historiske udvikling er ikke en indikation for den fremtidige udvikling. Estimer for den fremtidige udvikling er baseret på antagelser, der måske ikke bliver realiseret. Ved investering i enkeltpapirer kan investor helt eller delvist tabe det investerede beløb.

### **Interessekonflikter**

Selskaber i Nordea koncernen, tilknyttede selskaber eller medarbejdere i selskaber i Nordea koncernen kan udføre ydelser for, indgå forretning med, have lange eller korte positioner i eller på anden måde have interesser i værdipapirer (herunder derivater) i ethvert selskab, der omtales i materialet.

For at mindske mulige interessekonflikter og modvirke misbrug af fortrolig viden er rådgivere og strateger i Investment Strategy & Advice underlagt interne regler for god etisk adfærd, håndtering af intern information, håndtering af ikke-offentliggjort analysemateriale, kontakt med andre enheder i Koncernselskaberne og egne værdipapirhandlere. De interne regler er udarbejdet i overensstemmelse med gældende lovgivning samt relevante branchestandarder. Formålet med de interne regler er eksempelvis at sikre, at ingen rådgivere eller strateger misbruger eller foranlediger, at andre misbruger fortrolige oplysninger. I henhold til Investment Strategy & Advices politik er der ingen sammenhæng mellem indtjeningen fra kapitalmarkedsaktiviteter og aflønningen af den enkelte rådgiver eller strateg. Koncernselskaberne er medlem af nationale børsmæglerforeninger i hvert af de lande, hvor Koncernselskaberne har hovedkontor. Interne regler er blevet udarbejdet i overensstemmelse med børsmæglerforeningernes anbefalinger. Materialet er udarbejdet i henhold til Nordeas Politik for interessekonflikter, som kan ses på [www.nordea.com/mifid](http://www.nordea.com/mifid).

Vigtige oplysninger om interesser i forbindelse med materialet kan ses på [http://www.nordea.com/sitemod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20uk/AboutNordea/Markets\\_Discloser\\_Disclaimer.pdf](http://www.nordea.com/sitemod/upload/Root/www.nordea.com%20-%20uk/AboutNordea/Markets_Discloser_Disclaimer.pdf).

### **Distribution**

De værdipapirer, der omtales i materialet, er ikke nødvendigvis godkendt til salg i visse jurisdiktioner. Materialet henvender sig ikke til og må ikke distribueres til kunder i Storbritannien og USA.

Materialet kan distribueres af Nordea Bank Luxembourg S.A., 562, rue de Neudorf, L-2015 Luxembourg, som er underlagt tilsyn af Commission de Surveillance du Secteur Financier, [www.cssf.lu](http://www.cssf.lu).

Mekanisk, fotografisk eller anden gengivelse af hele materialet eller dele heraf er ikke tilladt ifølge gældende lov om ophavsret.

#### **Nordea Bank AB (publ)**

Smålandsgatan 17  
SE-105 71 Stockholm  
Sverige  
Tlf.: +46 8 614 7000  
Fax: +46 8 534 911 60  
Reg.nr. 516406-0120  
Stockholm

#### **Nordea Bank Danmark A/S**

Strandgade 3 (Postboks 850)  
DK-0900 København C  
Danmark  
Tlf.: +45 3333 3333  
Fax: +45 3333 1520  
Reg.nr. 2649 5903  
København

#### **Nordea Bank Finland Abp**

Fleminginkatu 27A, Helsinki  
FI-00020 Nordea  
Finland  
Tlf.: +358 9 1651  
Fax: +358 9 165 59710  
Reg.nr. 399.326  
Helsinki

#### **Nordea Bank Norge ASA**

Middelthuns gate 17  
N-0107 Oslo  
Norge  
Tlf.: +47 2248 5000  
Fax: +47 2256 8650  
Reg.nr. 983 952 291  
Oslo

**Redaktion afsluttet: 07-09-2012**

**Udgiver: Nordea Investment Strategy & Advice**