



Markedskommentar

JT, 3. januar 2009

Særlige obligationer på udsalg

- 2008** 2008 blev et spændende år. MSCI World faldt med 42 procent, renten på 30-årige amerikanske statsobligationer faldt fra 4,5 til 2,7 procent, og S&P GSCI (et bredt råvareprisindeks) faldt med 43 procent fra niveauet ved indgangen til året.
- Nogle af de største ændringer var dog strukturelle og vedrørte de relative priser.
- Kreditkrisen** Krisen begyndte så småt i sub prime markedet, hvor kreditgivning var nået ud i områder af økonomien, hvor lån normalt ikke færdes.
- Aktiviteten var et eksempel på, at aktiver – i dette tilfælde lån – blev opkøbt, og ydelserne solgt videre som strukturerede obligationer til en højere pris.
- At det førte til problemer skyldtes i første omgang, at mange strukturerede obligationer blev forkert prisfastsat, samt i anden omgang, at de blev købt af investorer, der finansierede sig kort for at udnytte den lave rente.
- Da markedet fik et mere realistisk forhold til værdien af obligationerne, havde køberne ikke egenkapital til at absorbere prisfaldet, og den udstedte volumen (omkring USD 2.500 mia.) oversteg langt efterspørgslen.
- Det var ikke til at overse, at der var noget galt. I de tre første kvartaler af 2008 nedjusterede Moody's kreditvurderingen af 7.318 strukturerede obligationer (CDO's) og opjusterede 150.
- Virksomhedsobligationer** Misere har påvirket virksomhedsobligationer, da de er snævert forbundet med banklån, og da bankerne har været tvunget til at slanke deres balancer. En del CDO's har samtidig været baseret på netop banklån (leveraged loans).
- Udviklingen på markedet for erhvervs lån er illustreret i vedhæftede graf og svarer til, at værdien af et 5-årigt lån er faldet godt 15 procent siden begyndelse af september, og en typisk renten er steget til omkring 15 procent p.a.
- Korrigeret for de historiske "recovery rates" på 45 procent, svarer priserne på erhvervs lån nu til, at 18 procent vil blive misligholdt hvert år. Det historiske gennemsnit for sammenlignelige (Ba3-ratede) lån er omkring 2,5 procent.
- Konklusion** Selv om de faktiske recovery rates sandsynligvis vil falde de næste par år (og antallet af misligholdelser stige), mener vi derfor, at virksomhedsobligationer vil give et godt afkast de næste par år.
- Hvis de faktiske misligholdelser bliver 10 procent p.a. de første 3 år og 6 procent p.a. derefter – hvilket vil være et højt niveau – er 5-årige virksomhedsobligationer (men en rating omkring Ba3) 8-15 kurspoint for billige i øjeblikket.
- De bedste tilbud i øjeblikket er dog stadig væk strukturerede obligationer, der sælges af nødlidende hedgefonde, "special investment vehicles" og banker.
- Breeze-obligationen, som Accunia købte til sine kapitalforvaltningskunder, var et eksempel, hvor vi forventer et afkast på 50-75 procent over 6-12 måneder med en særdeles lille risiko for tab.

Risikotillægget på erhvervslån

