

## Markedskommentar

JT, 6. juli 2010

### Gode investeringsmuligheder på kreditmarkedet

#### Adgangen til kredit

Som børn har investorer altid fået fortalt historier om Philip II.

I 1500-tallet blev den castilianske regent den første "serie-misligholder" af statsgæld, da han opdagede, at man ikke kan betale sine regninger med mursten eller forventninger til fremtiden, hvis låne markedet ikke samarbejder.

Dengang var baggrunden blandt andet problemer med at flytte sølv over Atlanterhavet, omkring årsskiftet 2008/2009 var det solvensen i den finansielle sektor.

Når der er knas på låne markedet, falder prisen på mindre likvide aktiver og ofte langt mere end det, der ville svare til stigningen i den reelle risiko.

#### Udviklingen i indtjeningen

På kreditmarkedet er risiko knyttet til misligholdelser, hvilket – som det fremgår af grafen nedenfor – historisk har afhængt af virksomhedernes indtjening.

I den periode på 35 år, som grafen dækker, ville man – justeret for udviklingen i BNP – have deltaget i en indtjening på USD 70 per år (+/- 25), hvis man i perioden havde investeret et dollarbeløb i S&P-500 svarende til indeksets værdi.

Aktieanalytikere forventer nu en stigning i dette tal ("index earnings") til USD 109 over de næste to år – det højeste niveau i over 50 år – og ikke overraskende forventer Moody's tilsvarende, at misligholdelser falder brat – for "speculative grade" fra 13,0 procent i 2009 til 3,3 procent allerede i år.

#### Implicitte forventninger

Indtjeningen stiger af en god grund, da der er store underskud på de offentlige finanser (opsparing i den private sektor = offentlig nedsparring + løbende poster + investeringer), og renten er lav.

Alligevel er merrenten på BBB-ratede erhvervsobligationer (iBoxx EUR Non-Financials) i forhold til statsobligationer steget fra 1,22 procent den 12. januar i år til 1,76 procent i dag (i årene op til krisen var niveauet omkring 0,6 procent, og det højeste, forskellen nåede op i, var 4,05 procent den 3. december 2008).

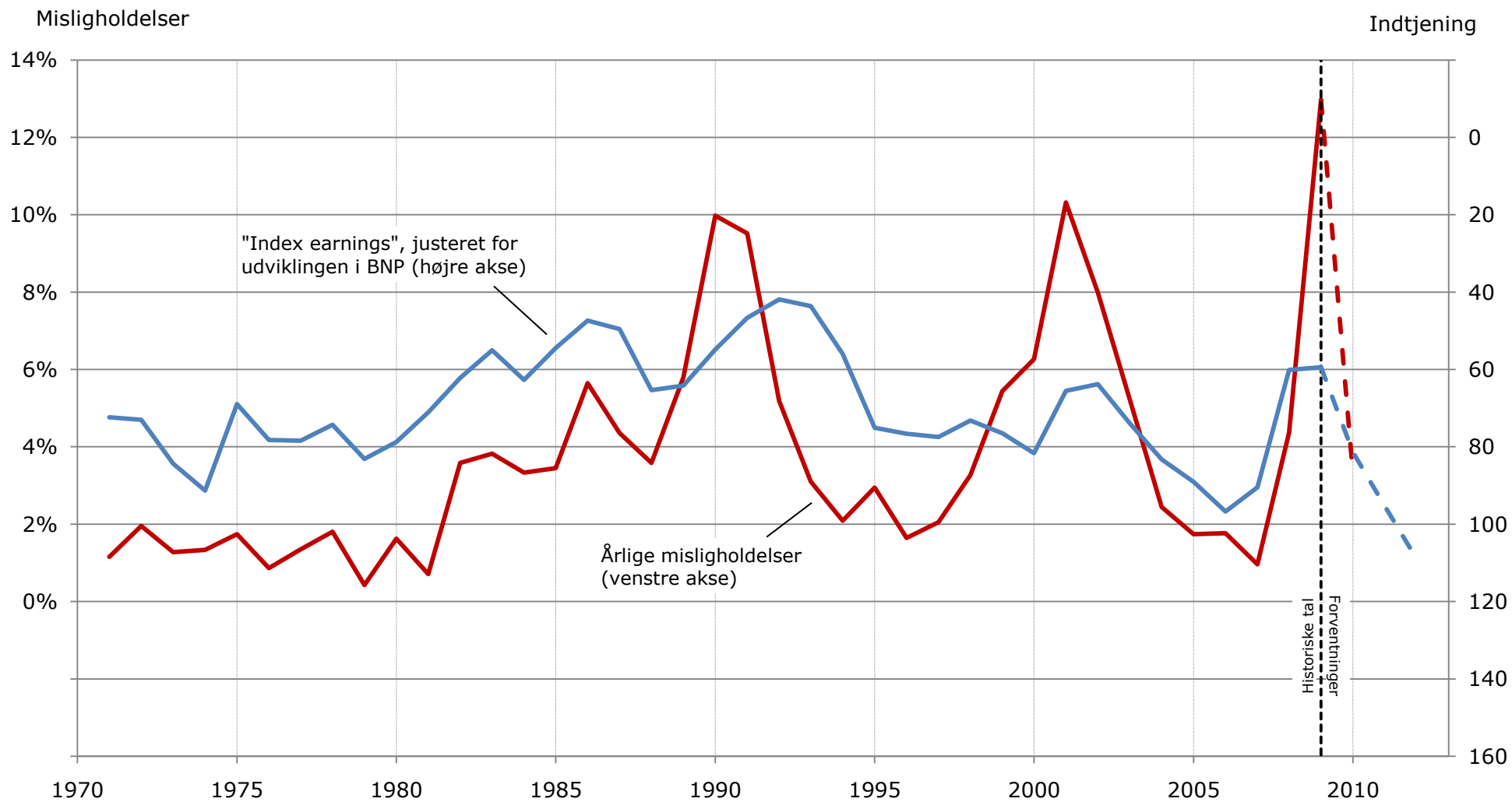
Hvis man regner med recovery rates på 40 procent, svarer niveauet i dag til misligholdelser over en 5-årig periode på omkring 13,5 procent, selvom der i den værste 5-årige periode de seneste 40 år (1986-1990) "kun" var misligholdelser på 5,8 procent, og gennemsnittet har været 2,0 procent.

#### What to do...

Priserne på kreditobligationer hænger derfor hverken sammen med de historiske tab eller rimelige forventninger til kommende tab, og i et vist omfang skal forholdene ses i lyset af muligheden for, at verden kommer til at fungere på en fundamental anderledes måde fremover ("tunge haler").

Da priserne på CLO'er og credit linked notes afspejler de høje renter på de underliggende lån, men i relation til den implicitte rente på den indbyggede "lånefinansiering" hverken afspejler vanskeligheder på kreditmarkedet eller tunge haler, giver disse værdipapirer i øjeblikket langt det bedste forhold mellem risiko og forventet afkast.

## Indtjening og misligholdelser S&P 500-virksomheder og BBB-ratede lån



Note: De anførte forventninger til misligholdelser er taget fra Moody's, "Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2009", februar 2010, mens forventningerne til selskabernes indtjening er fra Deutsche Bank, "Global Market Research", Ingo Schmitz, 22. juni 2010.