

PLUS Invest Nyt



Indhold

Status på sikkerhedsobligationer	s. 1
Udløb af PLUS Japan 2009	s. 4
Et kig - Japansk økonomi	s. 4
Østeuropas økonomi	s. 5

Status på sikkerhedsobligationer - for PLUS-obligationer udstedt af BIG

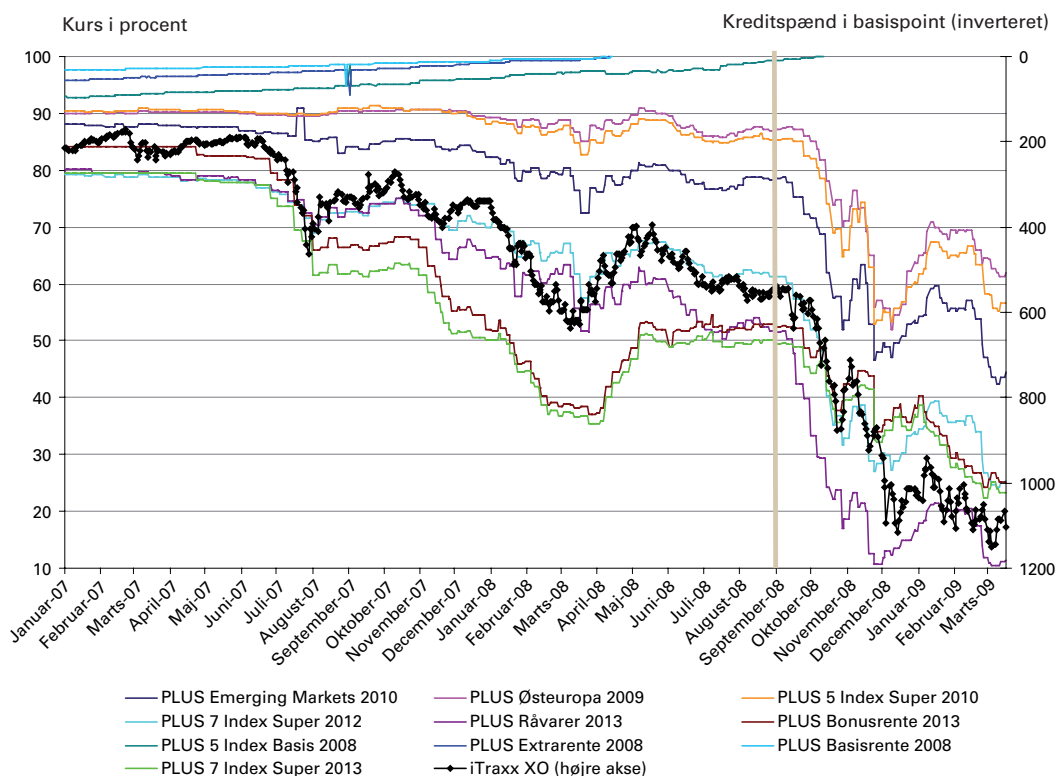
Første kvartal var en blandet affære for de finansielle markeder. Aktiemarkederne fortsatte markant ned frem til 9. marts, hvorefter kraftige stigninger betød, at marts blev den bedste måned på aktiemarkederne siden oktober 2002. Den begivenhed, som om nogen markerede vendingen på aktiemarkedet, var et internt notat fra Citigroups øverste direktør til medarbejderne, hvori han understregede, at de to første måneder af 2009 havde været de bedste i flere år, og at han undrede sig over Citigroups lave aktiekurs. Men markederne var præget af fortsat svage makroøkonomiske nøgletal frem til starten af marts. Herefter har der været forholdsvis tydelige tegn på, at den usædvanlige økonomiske vækstnedtur er ved at bremse op, og virksomhedernes forventninger er tilmed blevet styrket. Desuden har der været en række positive tendenser på det amerikanske boligmarked, det var jo netop faldende boligpriser som i 2007 startede hele kreditkrisen. Hertil kommer en række markante penge - og finanspolitiske initiativer. På den pengepolitiske front var det ikke mindst de såkaldte kvantitative lempelser fra Federal Reserve og Bank of England. På den finanspolitiske front var det ikke mindst USA's program for opkøb af dårlige kreditaktiver i bankerne, som gav næring til stigende optimisme.

USA's nye præsident lagde i sin åbningstale ikke skjul på, at krisen bliver langstrakt. Økonomisk stimulus er ikke kun på vej i USA, men også i store dele af resten af verden. Udover USA overvejer flere lande at købe dårlige aktiver fra bankerne. Flere europæiske lande har mistet deres AAA-rating. Den britiske bank RBS annoncerede et rekordstort tab på 28 milliarder pund (cirka 222 milliarder kroner), og flere banker offentliggjorde resultater for 2008 med meget store tab. Citibank fik sin tredje statsredningspakke, og Verdensbanken, Den Europæiske Bank for Genopbygning og Udvikling (EBRD) og Den Europæiske Investeringsbank (EIB) vil give de østeuropæiske lande lån for 25 milliarder dollar.

Kursudvikling

Siden lanceringen af CDO-sikkerhedsobligationerne har der været fire udløb. Obligationsudstedelserne er forløbet som antaget og har gennem deres femårige levetid sikret et tilfredsstillende afkast for investorerne via en højere deltagelsesgrad. Som forventet er CDO-sikkerhedsobligationerne udløbet til kurs 100 uden de store kursudsving undervejs.

Der er fortsat 11 udestående obligationsudstedelser med CDO-sikkerhedsobligationer med udløb fra 2009 til og med 2013. Kursudviklingen for disse kan observeres i nedenstående graf, der på venstre akse angiver kursen på CDO-sikkerhedsobligationen, mens højre akse angiver udviklingen på det generelle kreditmarked angivet ved iTraxx XO-indekset.



Udviklingen i kreditspænd (iTraxx XO er målt i basispunkter på en inverteret akse (1 basispunkt = 0,01 procent)).

Det ses af grafen, at der er en stor sammenhæng mellem udviklingen i kreditspænd udtrykt ved den fede sorte linje og kursen på CDO-sikkerhedsobligationerne i de angivne PLUS-obligationer. Frem til første kvartal 2007 oplevede CDO-sikkerhedsobligationerne et forventelig beskedent kursudsving. Ved begyndelsen af kreditkrisen i august 2007 begyndte kreditmarkedet at komme under pres, hvorefter kursudsvingene på CDO-sikkerhedsobligationerne er blevet øget betydeligt.

Yderligere ser man, at jo kortere restløbetiden er, jo mindre falder kursen på CDO-sikkerhedsobligationerne, når kreditrenterne kommer under pres og kreditspænd udvides. Tidspunktet, hvor den kraftigt forværrede markedssituation begyndte at medføre konkurser blandt virksomheder, som indgår i grundlaget for CDO-sikkerhedsobligationerne, er angivet ved den lodrette bjælke i grafen. Frem til denne dato i september havde der kun været en konkurs i de underliggende porteføljer til CDO-sikkerhedsobligationerne siden 2003.

Alle de anvendte CDO-sikkerhedsobligationer har en buffer til at absorbere et antal konkurser i de tilhørende underliggende referenceporteføljer. Det er størrelsen af denne buffer, der fastsættes af ratingbureauerne under deres tildeling af den påkrævede maksimale AAA-rating ved udstedelsen.

Der har siden ultimo december været en betalingsstandsning i følgende selskab, der indgår i to af de underliggende referenceporteføljer:

- Smurfit Stone Container Corp. (Januar 2009)

Følgende PLUS-obligationers sikkerhedsobligationer er blevet påvirket af ovenstående betalingsstandsning:

- PLUS 7 Index Super 2013
- PLUS Bonusrente 2013

Status

Nedenfor ses en tabel over status på de anvendte CDO-sikkerhedsobligationer. Af denne tabel fremgår blandt andet antallet af konkurser, som de enkelte CDO-sikkerhedsobligationer kan tåle uden at lide tab på sikkerheden ud fra en antaget konkursdividende (se note 2).

Herudover oplyses det, hvor mange konkurser, der er observeret siden start samt det forventede resterende antal konkurser, der kan tåles inden for restløbetiden. Endeligt oplyses det, hvor robust CDO-sikkerhedsobligationen er målt på de historiske gennemsnit af konkurser samt de historiske værste konkursperioder, målt tilbage til 1970.

Der har siden sidste nyhedsbrev, som blev publiceret ved årsskiftet, udelukkende været et tilfælde af virksomhedskonkurs/betalingsstandsning i referenceporteføljen til PLUS Bonusrente 2013 samt PLUS 7 Index Super 2013 (begge PLUS-obligationer anvender samme sikkerhedsobligation).

Noter:

- 1 Tallet i parentes angiver antal konkurser der kan tåles uden tab på sikkerhedsobligationer (Buffer) før Lehman Brothers Holding Inc., Washington Mutual Inc., Landsbanki Islands, Masonite International Corp, Smurfit Stone Container Corp. og Tribune gik i betalingsstandsning.
- 2 Beregnet ud fra buffer samt skønnede konkursdividender. I oversigten er Washington Mutual medregnet med en skønnet konkursdividende på 73,625 procent, Lehman Brothers' konkurs er medregnet med en konkursdividende på 7,5 procent, Freddie Mac og Fannie Maes tekniske konkurser er medregnet med en konkursdividende på 88,55 procent, Landsbankis konkurs er medregnet med en konkursdividende på 0,75 procent og Tribunes med en konkursdividende på 1,5 procent. For Masonite International Corp. og Smurfit Stone Container Corp. er konkursdividenden kontraktligt fastsat til 70 procent. Faktorerne er beregnet på baggrund af data fra Moody's – se note 4. Til beregning af resterende antal konkurser, der kan tåles, er der antaget konkursdividender på 30 procent.
- 3 Nej = Statisk portefølje, Forvaltet = BankInvest forvalter.
- 4 Med faktor menes antal gange værre end henholdsvis det værste historiske fortillfælde og gennemsnittet set siden 1970 for en periode, der svarer til CDO-sikkerhedsobligationens restløbetid. Der er en antaget konkursdividende på 30 procent. Den gennemsnitlige historiske udstedervægtede konkursdividende på senior-usikrede obligationer er 37 procent (kilde: Moody's, 2008). Faktorerne er beregnet på baggrund af CDO-sikkerhedsobligationens vægtede gennemsnitlige rating og restløbetid, som er opnået på baggrund af data fra Moody's.

Tabel 2: Status på CDO-sikkerhedsobligationer, pr. 17. marts 2009

Obligation	Udstedelses-/Udløbår	Udstedelseskurs	Dækning ift. værste historiske fortillfælde med samme restløbetid (1970) (faktor) ⁴	Dækning ift. gennemsnit af alle historiske fortillfælde med samme restløbetid (faktor)	Buffer	Forventet resterende antal konkurser, der kan tåles uden tab på sikkerhedsobligationer ²	Antal konkurser der er observeret siden start	Underliggende portefølje forvaltet af BankInvest ³
5 Index Super 2009	2004/2009	110,00	3,6	12,3	4,02	12 (ændret fra 16) ¹	3	Nej
5 Vækst Index 2009	2004/2009	110,00	3,4	12,2	5,42	7 (ændret fra 9)	2	Forvaltet
Østeuropa 2009	2004/2009	110,00	3,4	12,2	5,42	7 (ændret fra 9)	2	Forvaltet
5 Index Super 2010	2005/2010	110,00	4,4	13,1	5,31	7 (ændret fra 9)	2	Forvaltet
Emerging Markets 2010	2005/2010	115,00	2,9	8,0	4,68	6 (ændret fra 7)	1	Forvaltet
7 Index Super 2012	2005/2012	110,00	1,4	3,3	5,69	8 (ændret fra 8)	1	Forvaltet
Råvarer 2013	2006/2013	105,00	0,7	1,7	4,35	5 (ændret fra 7) ¹	2	Forvaltet
Råvarer Super 2013	2006/2013	110,00	0,7	1,7	4,35	5 (ændret fra 7) ¹	2	Forvaltet
7 Index Super 2013	2006/2013	110,00	1,1	2,0	13,83	22 (ændret fra 24)	2	Forvaltet
5 Index Rente 2009	2004/2009	100,00	3,6	12,3	4,02	12 (ændret fra 16) ¹	3	Nej
Bonusrente 2013	2006/2013	100,00	1,1	2,0	13,83	22 (ændret fra 24)	2	Forvaltet
Udløbet								
Global 2007	2002/2007	105,00						
Basisrente 2008	2003/2008	100,00					1	
Extrarente 2008	2003/2008	100,00					1	
5 Index Basis 2008	2003/2008	100,00	9,9	53,9			2	
5 Index Super 2008	2003/2008	110,00	9,9	53,9			2	

Udstedelsesrating for samtlige obligationer var AAA

Med baggrund i den historisk voldsomme finansielle krise kan det være svært at kvantificere robustheden af CDO-sikkerhedsobligationerne ud fra traditionelle mål. Dette skyldes blandt andet, at gængse finansielle modeller til at kvantificere kreditrisiko delvist er sat ud af spil af de ekstreme markedsforhold. Eksempelvis er den historiske gennemsnitlige årlige sandsynlighed for, at en virksomhed med en AA-rating (som Washington Mutual, der blev historiens største bankkrak) går konkurs mindre end 0,01 procent, mens den gennemsnitlige årlige sandsynlighed for, at en virksomhed med en A-rating (som Lehman Brothers) går konkurs, er 0,1 procent.

Herudover er en række sektorer i økonomien pt. afhængige af offentlig støtte for at klare sig igennem den finansielle krise. Dette gælder blandt andet flere banker, nogle typer af forsikringselskaber, herunder verdens største forsikringselskab AIG, nogle realkreditselskaber samt senest også bilindustrien både i Skandinavien, Europa og USA. Også her er det vanskeligt at kvantificere kreditrisikoen, da den i mange tilfælde er afhængig af politisk velvilje frem for traditionelle finansielle kreditvurderingsmodeller.

Det kan for tiden være svært at vurdere, hvilke scenarier, der venter i 2009 og frem, men det er sikkert, at der fortsat vil være særdeles vanskelige forhold for kreditmarkedet generelt. Det afgørende spørgsmål er, hvor dyb den økonomiske krise vil blive. Sammen med omfanget og virkningen af de penge- og finanspolitiske indgreb vil dette være retningsgivende for udviklingen i konkurshyppigheden og dermed sikkerheden i CDO-sikkerhedsobligationerne.

I den nuværende situation kan man blot konstatere, at CDO-sikkerhedsobligationerne pt. kan modstå mellem 5 og 22 konkurser ud fra de antagede konkursdividender i de underliggende selskaber, før der opleves tab af sikkerheden, alt efter hvilken udstedelse, man ser på (se Tabel 2 ovenfor).

Dette kan sammenlignes med traditionelle sikkerhedsobligationer, der typisk er udstedt af én enkelt virksomhed, og dermed kun kan modstå en enkelt konkurs før hele sikkerhedsobligationens værdi er tabt.

Udløb af PLUS Japan 2009 i marts

PLUS-obligationen PLUS Japan 2009 udløb den 26. marts 2009. Desværre har det japanske aktiemarked ikke klaret sig så godt, som vi havde en forventning om, da obligationen blev lanceret for to år siden. Det underliggende aktieindeks TOPIX er faldet cirka 57,59 procent siden obligationens udstedelse, og obligationen er derfor blevet indfriet til kurs 100. Det har givet investorerne en årlig forretning på -1,47 procent (afrundet til to decimaler).

Et kig på den japanske økonomi

PLUS Japan 2009, der netop er udløbet, har været hårdt ramt af store fald i det underliggende aktieindeks TOPIX. Indekset er faldet markant siden obligationens lancering, og det betød, at obligationen udløb i kurs 100. En eksportintensiv økonomi som Japans er hårdt ramt af den globale vækstafmatning i kølvandet på kreditkrisen. I 2009 oplevede Japan det første betalingsbalanceunderskud i 13 år, da den globale efterspørgsel efter japanske varer faldt og en stærk yen pressede konkurrenceevnen. De japanske aktier er faldet til det laveste niveau i over 25 år.

Der er fortsat en række PLUS-obligationer, der har eksponering til Japan. Det drejer sig om PLUS Emerging Markets 2010, PLUS 5 Vækst Index 2009, og PLUS 7 Index Super 2012. Den japanske økonomi er pt. i den situation, at det finansielle system forekommer mere stabilt end mange vestlige lande, og landet har heller ikke været udsat for den samme boligboble, som mange vestlige lande har. Desuden har Japan reduceret afhængigheden af USA og øget samhandlen med de omkringliggende asiatiske lande. Derfor håber Japan også meget på en positiv effekt af finanspolitiske stimuli i specielt Kina. Til gengæld er den politiske situation meget fastlåst, ligesom de pengepolitiske manøvrer muligheder er begrænsede, efter at landet har kæmpet med recession og deflation i mange år. Det er derfor ikke sandsynligt, at Japans økonomi vil vende tidligere end den vestlige verdens. For at imødekomme fremtidige demografiske problemer er det vigtigt for Japan, at landet igen får betalingsbalanceoverskud, og det kan blandt andet ske ved at svække valutaen for på den måde at øge konkurrenceevnen.

PLUS Invest Nyt udgives af BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, der arrangerer obligationsudstedelserne på vegne af BIG-selskaberne, og som fungerer som selskabernes finansielle rådgiver.

Disclaimer:

PLUS Invest Nyt indeholder oplysninger om historiske afkast, aktuelle markedsforhold og udvikling, hvilket ikke isoleret set kan anses som værende pålidelige indikatorer for fremtidige afkast og udvikling. Gevinster kan endvidere blive formindsket eller forøget som følge af udsving i markedsforholdene. Derfor anbefaler vi, at der altid søges professionel rådgivning om forhold, der kan påvirke den aktuelle investering. Der tages forbehold for trykfejl, fejl i priser, kurser og lignende. Der opfordres generelt til at investorer af PLUS-obligationer søger yderligere informationer samt rådgivning fra deres pengeinstitut.

Østeuropa afhængig af den globale økonomi

Der er ligeledes en række PLUS-obligationer med eksponering til Østeuropa. Det drejer sig om PLUS Emerging Markets 2010, PLUS Østeuropa 2009, og PLUS 7 Index Super 2012. Østeuropa oplevede i 2008 en faldende efterspørgsel på eksportmarkederne, mindre tilgængelige lånemuligheder og stigende risikoaversion. Flere børser faldt 75 procent, og adskillige lande måtte have finansiell hjælp. Spørgsmålet er, om de kommende år vil blive anderledes. Aktiemarkederne i Østeuropa er afhængige af den globale økonomi, da hovedparten af al produktion eksporteres. Det forekommer usandsynligt, at østeuropæiske aktier vil stige før den globale økonomi igen kommer i gang, og efterspørgslen stiger. Tilmed vil det tage noget tid før den tiltagende økonomiske aktivitet i vesten forplanter sig til de østeuropæiske økonomier, og yderligere noget tid inden der igen flyder risikovillig kapital til regionen. Muligvis kan et opsving bide sig fast i starten af 2010, men ikke uafhængigt af omverden.

Flere af de østeuropæiske økonomier har brugt deres valutakurs til at øge konkurrenceevnen, og hvis krisen forværres i Østeuropa, kan man forvente yderlige svækkelse af de lokale valutaer. Denne kortsigtede strategi kan medføre en strukturel krise i regionen, da både udenlandsgæld og international mistillid til regeringerne vil vokse.