

Markedsanalyse

1. juli 2014

Emerging Markets Debt eller High Yield?

Af Peter Rixen

| Portfolio Manager | peter.rixen@skandia.dk |

Aktiver fra Emerging Markets har i mange år stået øverst på investorenes favoritliste, men har i de senere år stået i skyggen af andre aktivklasser. Det gælder ikke mindst efter Den Amerikanske Centralbank sidste år begyndte at tale om en nedtrapning af deres kvantitative lempelser i pengepolitikken. I stedet er virksomhedsobligationer og ikke mindst High Yield rykket højt op på investorenes prioriteringsliste. Spørgsmålet er imidlertid, om det er ved at være tid til at kigge denne prioriteringsliste efter i sømmene?

Det er almindelig lærdom, at man ikke umiddelbart kan sammenligne æbler med pærer. På de finansielle markeder er man dog ofte nødt til at trods denne lærdom, når man skal prioritere mellem forskellige aktivtyper.

Hvad er renten nu?

Emerging Markets Debt (udstedt i dollar) og High Yield er dog ikke mere forskellige, end at begge aktiver er obligationer og dermed som udgangspunkt kan sammenlignes på deres renter. I graf 1 har vi illustreret den historiske udvikling i renterne på de to aktivklasser.

Graf 1 | Historisk renteudvikling på EM Debt og US High Yield

Kilde: Markit og JP Morgan

Markedsanalyse

1. juli 2014

Det er ret tydeligt, at der er sket et skift i stemningen omkring de to aktivklasser. Frem til foråret 2013 lå High Yield renten pænt over renten på Emerging Market Debt, men siden da har renterne på de to aktivklasser været mere eller mindre identisk.

Dermed kan man selvfølgelig argumentere for, at de to aktivklasser er lige attraktive. Det argument tager imidlertid ikke højde for, at kreditvurderingerne af de to aktivklasser er forskellige. High Yield obligationer hører per definition til i kategorien "speculative grade", mens Emerging Markets Debt i dag i gennemsnit er "investment grade" om end i den tungere ende af skalaen.

Det vil derfor også være mere relevant at sammenligne Emerging Markets Debt med virksomhedsobligationer med en tilsvarende kreditvurdering. Det har vi gjort i graf 2.

Graf 2 | Historisk renteutvikling på EM Debt og virksomhedsobligationer med samme rating



Kilde: JP Morgan, Global Financial Data og egne beregninger

Graf 2 viser, at renten på Emerging Markets Debt har været på niveau med virksomhedsobligationer med tilsvarende rating frem til finanskrisen og i de første år efter finanskrisen. Under finanskrisen var renten på virksomhedsobligationer væsentligt højere, hvilket givetvis skyldtes en meget større usikkerhed om virksomhedernes evne til at håndtere den daværende krise.

Siden midten af 2010 har renten på Emerging Market Debt imidlertid udviklet sig dårligere end renten på virksomhedsobligationer med tilsvarende rating. Det er faktisk også på det tidspunkt, at aktier fra Emerging Markets begyndte at underperforme globale aktier.

I dag er renteforskellen meget stor. En del af forklaringen kommer fra, at løbetiden på High Yield er noget kortere (varighed 3-4) end på Emerging Markets Debt (varighed 7-8). Derfor skal der retfærdigvis være en renteforskel i favør af High Yield obligationer. Den nuværende renteforskel virker imidlertid for høj.

Det kan illustreres med et lille eksempel. Varigheden på Emerging Markets Debt er omkring syv år. Spreadet til amerikanske statsobligationer er omkring 275 bp. Den gennemsnitlige kreditvurdering er BBB-. Til sammenligning er spreadet mellem portugisiske syvårige statsobligationer og tyske statsobligationer kun 230 bp. Portugal har en kreditvurdering på BB-.

Hvad burde renten være?

I Skandia Asset Management arbejder vi med modeller for de "teoretiske" renter på både Emerging Markets Debt og High Yield. Aktuelt fortæller vores modeller, at High Yield renten er knap 100 bp for lav, mens renten på Emerging Markets Debt er omkring 30 bp for høj. I bilaget til denne analyse har vi illustreret vores modeller for renterne på Emerging Markets Debt og High Yield obligationer.

Hvis renterne tilpasses til "fair value" uden ændringer i statsrenterne vil Emerging Markets Debt overperforme High Yield med omkring 6%.

Det kan derfor lyde som en "no brainer" at sætte Emerging Markets Debt øverst på prioriteringslisten på bekostning af High Yield obligationer. Desværre er der stadig for meget æbler og pærer i denne konklusion. Derfor er vi nødt til at gå et spadestik dybere før vi kan komme til en konklusion.

Vores model for amerikanske renter vurderer, at den tiårige amerikanske rente er undervurderet med omkring 90 bp. Det taler alt andet lige for en sandsynlig stigning i renten – også på Emerging Markets Debt og High Yield.

Vores model vurderer, at en stigning på 90 bp i den tiårige amerikanske statsrente vil resultere i en stigning i renten på 55 bp på Emerging Markets Debt og 70 bp på High Yield. En eventuelt stigende amerikansk statsrente vurderes dermed at ramme renten på High Yield obligationer hårdest. Kursfølsomheden på High Yield er imidlertid væsentligt lavere end Emerging Markets Debt. Faktisk er den kun omkring det halve.

Ud fra de historiske sammenhænge mellem afkast og ændringer i renterne, så vil en stigning i tiårige amerikanske statsobligationer på 90 bp resultere i et afkast på -1,3% på High Yield og -4% på Emerging Markets Debt. Emerging Markets Debt er altså betydeligt mere følsom over for en stigning i den amerikanske rente.

Vores model viser, at renten på både Emerging Markets Debt og High Yield påvirkes af udviklingen i VIX indekset. Vores model viser også, at renten på High Yield er dobbelt så følsom overfor ændringer i VIX'en. Dermed kan high yield virke mere sårbar overfor ændringer i VIX'en, der aktuelt handler 35% under sin medianværdi. Den større følsomhed over for VIX'en neutraliseres dog af den lavere rentefølsomhed.

Timing

Et væsentligt element i de fleste investeringsbeslutninger er timing. Der er fortsat en vis skepsis omkring aktiver fra Emerging Markets. Denne skepsis udspringer af en udpræget usikkerhed omkring konsekvenserne af en strammere amerikansk pengepolitik samt usikkerheden omkring den økonomiske udvikling i Kina.

Den aktuelle uro omkring Ukraine og Irak har også en klart mere negativ implikation for Emerging Markets Debt end for High Yield. Dette afspejles også i, at vores risikoindikatorer signalerer større usikkerhed omkring Emerging Markets Debt end High Yield.

Vi mener imidlertid, at den lidt højere risiko mere end rigeligt opvejes gennem en mere attraktiv værdiansættelse.

Konklusion

Vores analyse viser klart, at Emerging Markets Debt er mere attraktivt prissat end High Yield. Analysen viser dog samtidig, at de to aktivklasser ikke naivt kan subsidiæres med hinanden på grund af en forskellig følsomhed overfor generelle renteændringer.

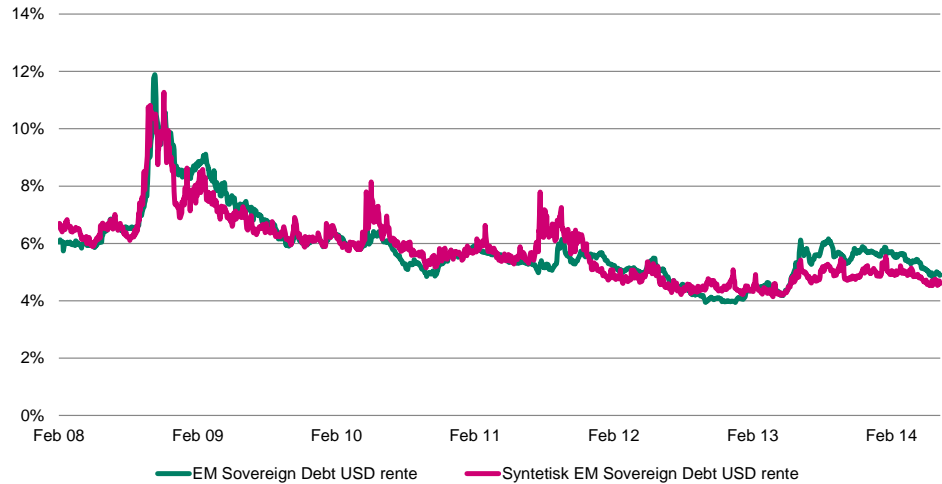
Skandia Asset Management anbefaler, at investorer reducerer deres allokering til High Yield og øger deres allokering til Emerging Markets Debt.

På grund af en højere rentefølsomhed på Emerging Markets Debt bør man dog samtidig reducere rentefølsomheden på de øvrige renteaktiver som compensation for den øgede rentefølsomhed, der opstår ved omlægningen fra High Yield til Emerging Markets Debt. Her er det væsentligt, at det er rentefølsomheden over for ændringer i den amerikanske rente, der skal reduceres. Har man ikke andre amerikanske renteaktiver, hvor varigheden kan reduceres, kan man eventuelt reducere varigheden ved hjælp af finansielle instrumenter.

Du er velkommen til at kontakte Skandia Asset Management for at høre nærmere om, hvordan I bedst kan implementere dette i jeres portefølje.

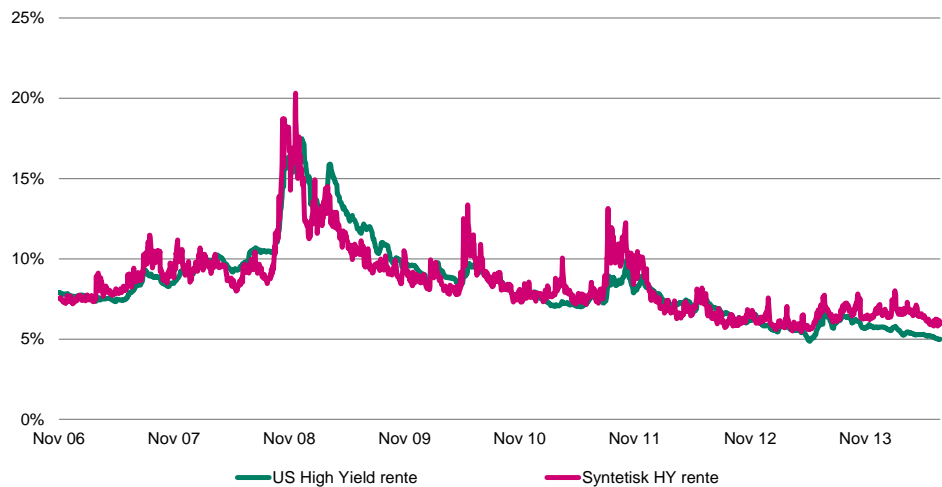
Bilag

Graf 3 | Historisk udvikling i EM Debt



Kilde: JP Morgan og egne beregninger

Graf 4 | Historisk udvikling i US High Yield



Kilde: Markit og egne beregninger

Dette materiale er udarbejdet af Skandia Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (i det følgende "Skandia").

Materialet er til personlig orientering for de investorer, som Skandia har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå. Skandia påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Skandia påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om historiske afkast, simulerede historiske afkast, fremtidige afkast eller kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Skandia og/eller andre selskaber i Skandia koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.