



# Marknadsbrev

## Oroliga tider för krediter

3 juni 2019

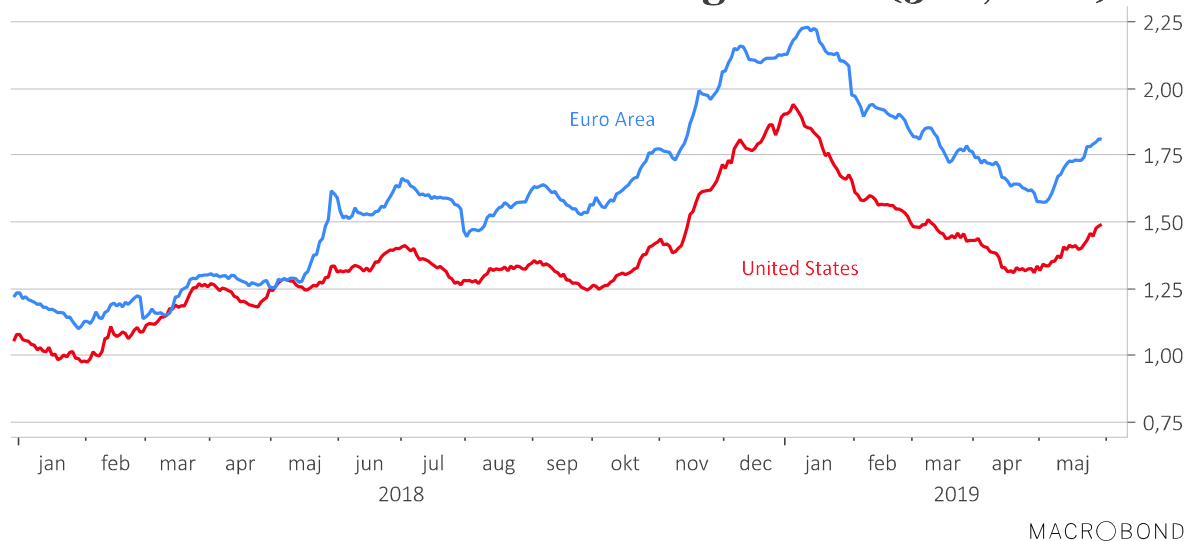
De senaste veckornas aktieoro, i kombination med fallande obligationsräntor, bör innebära att ränteskillnaden mellan företags- och obligationsräntor ökar med 25–35 räntepunkter. Med tanke på att kreditmarknaden dessförinnan inte verkar ha tagit någon större notis om signalerna om sämre konjunkturutsikter finns det en påtaglig risk att skillnaden ökar betydligt mer än så, kanske mer än 50 räntepunkter ytterligare, enligt våra statistiska modeller.

## Kreditmarknaderna har inte tagit notis om den sämre konjunkturen

I början av mars konstaterade vi i ett tidigare marknadsbrev (<https://www.reconpatrol.com/wp-content/uploads/2019/05/Krediter.pdf>), att skillnaden i ränta mellan en 5-årig företagsobligation med rating BBB och en motsvarande statsobligation då var korrekt värderad, på det hela taget. Detta givet den konjunktur- och kreditstatistik som vi använde för att värdera den generella kreditrisken för företagsobligationer i USA och Europa. Slutsatsen var då att en konjunkturavmattning skulle driva upp ränteskillnaden med mellan 60 och 200 räntepunkter, beroende på hur stor avmattningen blir.

Från årsskiftet 2018/19 har skillnaden mellan amerikanska och europeiska företags- och statsobligationer minskat med som mest med drygt 60 räntepunkter till början av maj, för att sedan öka med ca 15–20 punkter, under resten av månaden. Se figuren nedan. För närvarande är de något lägre än när vi gjorde vår analys i början av mars.

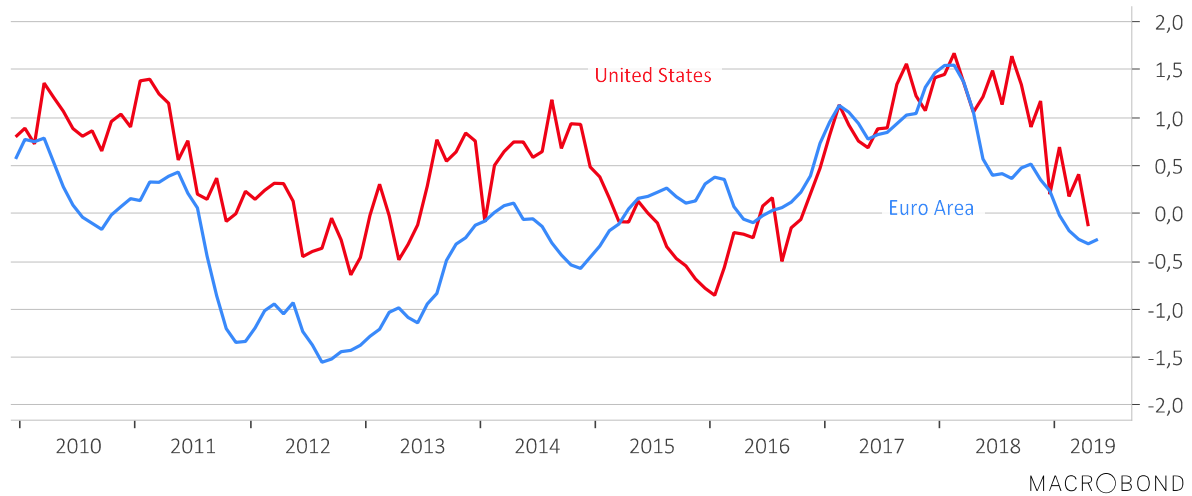
### Ränteskillnad kredit- och statsobligationer (5 år, BBB)



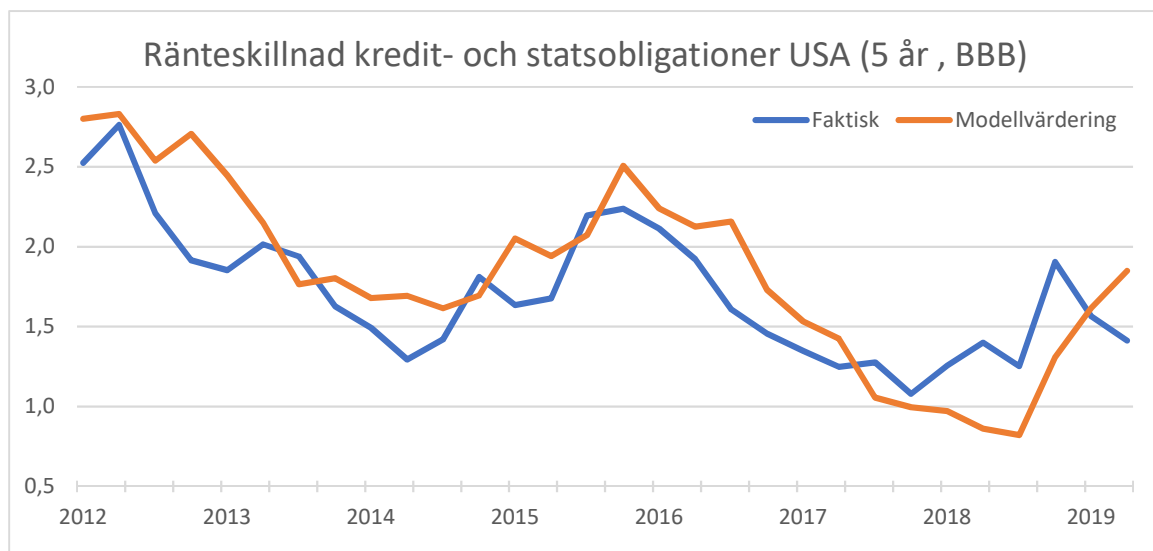
Samtidigt som ränteskillnaden mellan företags- och statsobligationer fortsatte att minska kom det nya konjunkturbarometerdata för andra kvartalet som pekade på en avmattning av konjunkturen i både USA och Europa. Se figuren nedan. Det har en negativ effekt på värderingen av ränteskillnaden, samtidigt som ny statistik visade att banksystemets kreditvillkor ytterligare lättats upp något i både USA och Europa, vilket om något har motsatt effekt (Senior Loan Officer Survey respektive Euro Area Bank Lending Survey).

## Konjunkturbarometrar

ISM resp. COIN, normaliserade



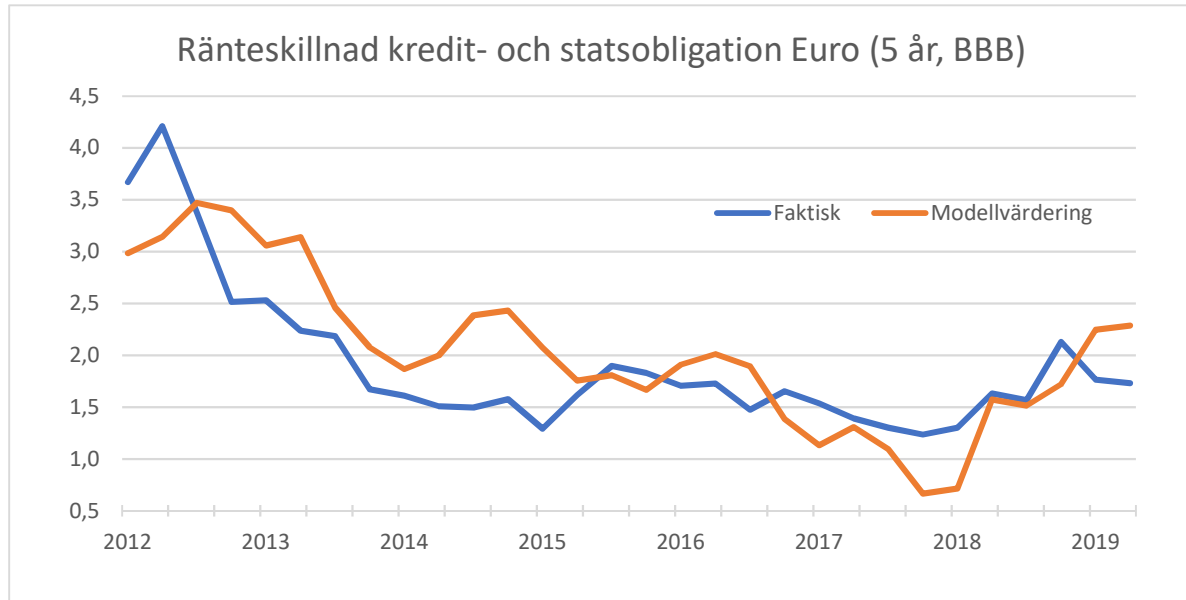
Vår statistiska modell visar att konjunkturen är en viktigare faktor för värderingen av ränteskillnaden mellan företags- och statsobligationer än bankernas kreditvillkor och när vi nu har uppdaterat modellerna med den nya statistiken blir resultatet följaktligen att ränteskillnaden borde vara högre än om data hade varit oförändrade. Skillnaden mellan amerikanska företags- och statsobligationer "borde" i själva verket vara 190 räntepunkter i 5-årsegmentet, jämfört med de 160 punkter som modellen visade föregående kvartal. Samtidigt har den faktiska ränteskillnaden minskat sen årsskiftet och är nu mellan 140 och 150 räntepunkter. Se figuren nedan.



Situationen är densamma i euroområdet. Modellerna, uppdaterade med den nya konjunktur- och kreditstatistiken, visar på en rimlig värdering för ränteskillnaden mellan europeiska 5-åriga företags- och statsobligationer på ca 230 räntepunkter, jämfört med 220 punkter föregående kvartal. Den

faktiska ränteskillnaden har minskat även i Europa under året och är i skrivande stund kring 180 punkter. Se figuren nedan.

Sammanfattningsvis är således räntan på såväl amerikanska som europeiska 5-åriga företagsobligationer, med rating BBB, 40-50 räntepunkter för låg i förhållande till statsobligationer, om man tar hänsyn till den senaste statistiken för konjunkturläget och banksystemens kreditvillkor.



## Hur påverkar börsoron kreditmarknaderna?

Tar man dessutom hänsyn till den skakiga börsutvecklingen och de fallande obligationsräntorna finns det ytterligare anledning till oro för investerare i kreditobligationer. På samma sätt som i *FX-Lathunden*, som vi skickade ut för några veckor sedan, har vi tittat på vad som händer med ränteskillnaden mellan företags- och statsobligationer, när det har skett större rörelser på de globala aktiemarknaderna (MSCI i lokal valuta) och obligationsmarknaderna (ett genomsnitt av räntan på nio olika 10-åriga statsobligationer). En större rörelse under en månad har definierats som en halv standardavvikelse, vilket innebär +/-2% på aktiemarknaden och +/- 8 räntepunkter på räntemarknaden.

Sedan januari 2010 har aktiemarknaderna fallit i snitt mer än 2% under 18 månader, medan obligationsräntorna föll med mer än 8 räntepunkter under 42 månader (se tabellen nedan). Det var dock bara under 12 månader, drygt 10% av tiden, som aktier och räntor föll under samma månad. Det är vanligare att aktier och räntor stiger och faller tillsammans än motsatsen. Det är dock trots allt vanligast att det sker större rörelser på aktie- eller räntemarknaden utan motsvarande rörelse på den andra marknaden. Under endast 19 av månaderna (17%) förekom ingen stor rörelse på varken aktie- eller räntemarknaden.

**Tabell. Större marknadsrörelser sedan 2010. Totalt 122 månader**

		Räntor upp	Räntor ned
		31 (28%)	42 (38%)
<b>Aktier upp</b>	38 (34%)	14 (12%)	8 ( 7%)
<b>Aktier ner</b>	18 (16%)	2 ( 2%)	12 (11%)

Föga förvånande minskar ränteskillnaden när aktiemarknaderna stiger eller räntorna går upp, oavsett vad som händer på den andra marknaden. Se tabellen nedan. När både aktiemarknaden och obligationsräntorna stiger blir effekten på kreditmarknaden i genomsnitt något större, än annars. I det motsatta fallet, när aktiemarknaderna eller räntorna går ner, ökar ränteskillnaderna mellan företags- och statsobligationer och effekten är dessutom större än när aktiemarknaderna och obligationsräntorna samtidigt stiger. Det är också värt att notera att effekterna på euromarknaden verkar vara i genomsnitt större än på den amerikanska marknaden för företagsobligationer. I det fall aktiemarknaderna stiger signifikant, samtidigt som räntorna faller är ränteskillnaderna på kreditobligationer på det hela taget stabila. Antalet observationer är dock få, som konstaterades ovan, liksom framför allt i det motsatta fallet då aktiemarknaden faller och räntorna stiger.

**Tabell. Ändrade ränteskillnader mellan kredit- och statsobligationer under större marknadsrörelser sedan 2010. USA resp. Euro.**

		Räntor upp	Räntor ned
		- 10 / -10	+ 10 / + 13
<b>Aktier upp</b>	- 12 / - 18	- 15 / - 21	+ 1 / - 6
<b>Aktier ner</b>	+ 22 / + 29	+ 15 / + 24	+ 25 / + 34

Summa summarum är det oroväckande tider för en kreditinvestorare. De senaste veckornas aktieoro i kombination med fallande obligationsräntor borde, med historiska mått mätt, innebära att ränteskillnaden mellan företags- och obligationsräntor stiger med 25–35 räntepunkter. Med tanke på att kreditmarknaden dessförinnan inte verkar ha tagit någon större notis om de sämre konjunkturutsikterna, så som de avspeglar sig i konjunkturbarometrar, finns det påtaglig risk att skillnaden ökar betydligt mer än så, kanske mer än 50 räntepunkter, enligt våra värderingsmodeller.

## **Recon Patrol**

Macro and Financial Research for Professional Investors

### **Disclaimer**

The information contained in this website is intended solely to provide general guidance on matters of interest for the personal use of the reader, who accepts full responsibility for its use. The application and impact of laws can vary widely based on the specific facts involved. Given the changing nature of laws, rules and regulations, and the inherent hazards of electronic communication, there may be delays, omissions or inaccuracies in information contained in this publication. The information is produced by the website and the opinions expressed are as of the date of writing and are subject to change. It does not constitute an offer or an invitation by or on behalf of Recon Patrol to any person to buy or sell any security or investment product. Any reference to past performance is not necessarily a guide to the future. The information and analysis contained in this publication have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable but Recon Patrol does not make any representation as to their accuracy or completeness and does not accept liability for any loss arising from the use hereof. All information in this website is provided "as is", with no guarantee of completeness, accuracy, timeliness or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, express or implied, including, but not limited to warranties of performance, merchantability and fitness for a particular purpose. Nothing herein shall to any extent substitute for the independent investigations and the sound technical and business judgment of the reader. In no event will the author be liable to you or anyone else for any decision made or action taken in reliance on the information in this publication or for any consequential, special or similar damages, even if advised of the possibility of such damages. This document may not be reproduced either in whole, or in part, without the written permission of the author.