

Havi elemzés – Július

Hevér Judit: Árazzuk be a 15/B-t!

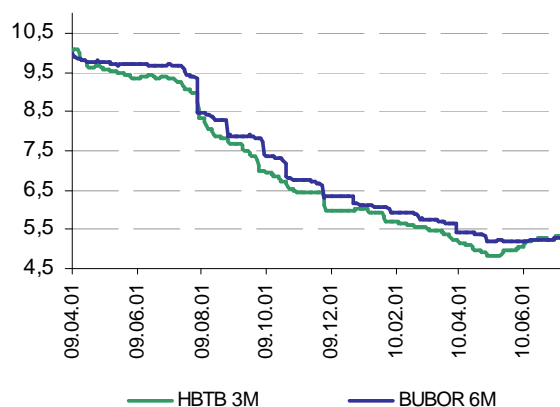
A július elsejei 15/B aukció eredménye meglepetésként érte a piaci szereplők egy részét. A 2015-ben lejáró, félévente fizető, változó kamatozású kötvényt korábban jellemzően 99 feletti árfolyamon jegyezték, sőt márciusban az első aukción az átlagár 100 közelében volt. A legutóbbi kibocsátáskor azonban az átlagár már 98,06, a legalacsonyabb befogadott ajánlat pedig 95,5 lett. Szokatlanul nagy mind az átlagár és a legalacsonyabb elfogadott ár különbsége, mind az eltérés a korábbi aukció eredményétől.

Itt az ideje, hogy rendesen beárazzuk ezt a kötvényt!

A változó kamatozású kötvények jellemzésének egyik leghasznosabb módja a discount margin, a fixing fölött elvárt prémium számszerűsítése. Általában az árfolyam és a discount margin közötti átváltást nem kell kiszámolnunk, megteszi helyettünk a Bloomberg vagy a Reuters, most viszont segítség nélkül kell megoldanunk a problémát, mert egyik szolgáltatónak sincs 15/B hozamkalkulátora. Ezért meghatározzuk, hogy a piacon megfigyelhető ár milyen diszkontfaktort implikál az utoljára megállapított, következő kifizetési kúponnal számolva. Ha összevetjük a diszkontfaktort a kúponnal, megkapjuk a beárazott fixing (itt a három utolsó 3 hónapos DKJ aukció átlaga) feletti felár értékét.

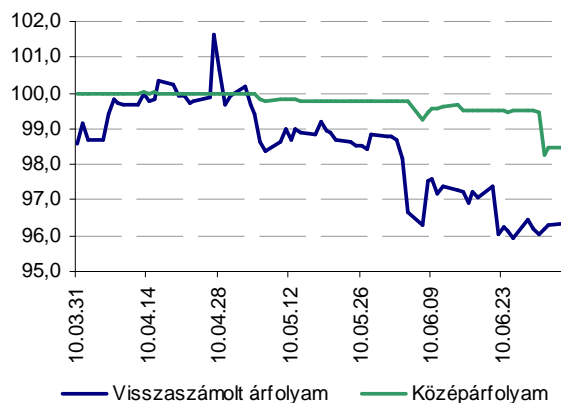
Mekkora lehet ez az elvárt felár a 15/B esetében? Egy olyan felárat keresünk, melynek értékét ismerjük, és feltételezhető a 15/B elvárt felarával való szoros kapcsolat. A 15/B-hez futamidő tekintetében a 16/C esik legközelebb. Ahhoz, hogy a változó és a fix kamatozású kötvény összevethető legyen, a 16/C fix kifizetéseit elcseréljük egy 5 éves swap segítségével. A megfeleltetés elég jó, hiszen a 16/C + kamatswap kombinációval olyan pénzáramlást kapunk, amely félévente változó kamatot fizet körülbelül 2015 végéig. Az összevetés két okból nem tökéletes: egyrészt a 16/C évente fizet kamatot, míg a 15/B félévente, másrészt az asset swap felár értéke a 6 hónapos BUBOR felett értendő, nem pedig a 3 hónapos DKJ aukció eredményéhez van kötve.

Az utolsó három 3 hónapos aukció átlaga és a 6 hónapos BUBOR



Forrás: Bloomberg

A 15/B-re jegyzett és a visszaszámolt árfolyam



Forrás: Aegon Alapkezelő

E két különbség nem igazán lényeges. Hosszabb időszakot vizsgálva (2009.04.01-től) a 3 hónapos DKJ aukciók átlaga és a 6 hónapos BUBOR közötti korreláció magasabb, mint 0,99, az átlagos eltérés pedig 26 bázispont. Az átlagos különbség 2010.06.01-től csak 0,2 bázispont, így az aukció időpontjában a fixingek különbözősége miatti torzítás kicsi. Ezért a 16/C BUBOR feletti asset swap felárából kiindulva meghatározott ár irányadónak tekinthető a 15/B értékelésekor. Mivel a BUBOR és a DKJ közötti különbség pozitív, a 15/B reális árfolyamát ezzel a módszerrel kicsit felül is becsüljük.

A kibocsátás óta néhány outlier értéktől eltekintve a fentebb leírt módszerrel visszaszámolt fair árfolyam jóval kisebb a piaci árfolyamnál, amit az első kibocsátás után sokáig a névérték közelében jegyeztek. Ha egy változó kamatozású papír ára a névértékkel egyezik meg, az azt jelenti, hogy a hozama megegyezik a kupon mértékével. A discount margin mértéke ekkor nulla, nem tartalmaz semmiféle lejárat, illikviditási vagy nemfizetési prémiumot, amit fix papíroknál körülbelül az asset-swap különbség jelenít meg. A piac tehát nagyjából úgy árazta a papírt, mintha egy hathónapos lejáratú papír lenne, nem pedig egy hathónapos kamatkockázattal bíró, de ötéves lejáratú instrumentum.

Ha az utóbbiként tekintünk rá, a legutóbbi aukció napján reális értéke 96 körül, tehát az aukciós átlagár alatt, és csak kevéssel a legalacsonyabb elfogadott ajánlat felett lehetett. Az aukció eredménye nem okozhatott volna tehát nagy meglepetést. Bár azóta az árjegyzés lejjebb került, még a jelenlegi szint mellett sem szívesen vennénk 15/B-t.

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Hevér Judit – junior makroelemző

Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Global Asset Management / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.