

Coupon Corner

28 settembre 2015

Le basi del metodo

In questi giorni ho pensato a lungo alla scelta dei contenuti per iniziare questa nuova rubrica, e le strade erano potenzialmente due:

1. Partire di gran carriera nello snocciolare schede di valutazione delle obbligazioni, dando per scontati una serie di elementi di base
2. Prendere a pretesto un tritico di esempi e spiegare sin da subito le basi del metodo che sarà utilizzato nel proporre i confronti e la valutazione dei bond ritenuti interessanti

Ho optato, alla fine, per la seconda soluzione, poiché mettendomi dalla parte del lettore ho immaginato che essere "scaraventati in mezzo ai turchi" senza conoscere un rudimento della lingua, avrebbe potuto essere poco simpatico. Senza aggiungere che, in assenza di una base comune sia le schede di valutazione sia i ragionamenti proposti avrebbero potuto davvero apparire come turco...

Pertanto, in questo primo appuntamento vedremo i rudimenti (leggasi parametri importanti da leggere quando si valuta un bond) della metodologia basata sul modello ASW (Asset Swap Spread). Lasciamo da parte, per ora la parte più tecnica riferita alla matematica finanziaria sottostante al modello, e concentriamoci sui numeri importanti che escono dalle schede di valutazione dei bond.

L'assunto iniziale è il seguente: guardare solo al rendimento (YTM, Yield To Maturity) di un bond può essere molto pericoloso. Vediamo perché.

Retaggio del passato, il confronto e la valutazione delle obbligazioni spesso viene ancora fatta considerando esclusivamente il rendimento a scadenza; nei casi più "evoluti" il rendimento viene "spannometricamente" relazionato al rischio dell'emittente, ma nulla di più.

Eppure la pratica insegna che, proprio volendo spaccare il capello in quattro, il rendimento - paradossalmente - è l'ultima cosa da guardare...

Poiché un grafico è meglio di mille parole (in questo caso bisognerebbe dire una tabella di valutazione...) osserviamo questi tre esempi, che rendono lampante il concetto.

BANK OF AMERICA 5,25% 31.01.2026 XS0584356942

MOT: XS0584356942 | 116,3

116,60 - 117,25 | 3,323% - 3,255%

Settlement: 25/09/2015

Mkt.Price: 116,60% | L

Expeded Yield: 3,32%

DV 01: -0,110%

Credit Risk: -0,10%

CDS 5y bps: 82 | SNR | COR | TF

ASW bps: 224,35 | 124 | CDS Curve | EUR

Outstanding: 100.000.000

Yr Cpn Freq: 1 | UNDERVALUED

Lst Cpn.Date: 31/01/2015

Maturity: 31/01/2026 | Cpn.Sum: 55,671%

Redemp.Prx: 100,00% | Cap.Sum: 89,460%

Clean.Prx Qt: 5,250% | Credit Sprd: 22,662%

Dirty.Prx Qt: 0,000% | Fair Price: 119,060%

Accrued: 3,409% | Yld @ Fair.Prx: 3,068%

Note: Callable from 31.01.2021 @ 100

Spread bps	Term (Yr)	Yield	Bck Curve
224,27	10,36	1,080%	ZC-Curve
248,71	10,36		ASW

Bid	Ask	BYld	AYld	Bid Size	Ask Size
116,60	117,25	3,323%	3,255%	62.000	25.000
116,60	117,40	3,386%	3,230%	8.000	32.000
115,81	117,50	3,406%	3,229%	4.000	10.000
115,80	118,50	3,408%	3,126%	20.000	1.000
115,11	0,00	3,481%	0,000%	4.000	0

Date	Cpn	Prs.Cpn	Prs.Cr.Sprd
31/01/2016	5,250%	5,250%	0,798%
31/01/2017	5,250%	5,241%	2,277%
31/01/2018	5,250%	5,238%	2,269%
31/01/2019	5,250%	5,216%	2,260%
31/01/2020	5,250%	5,179%	2,244%
31/01/2021	5,250%	5,126%	2,227%
31/01/2022	5,250%	5,059%	2,192%
31/01/2023	5,250%	4,980%	2,157%
31/01/2024	5,250%	4,898%	2,119%
31/01/2025	5,250%	4,795%	2,083%
31/01/2026	5,250%	4,697%	2,035%
31/01/2026	100,000%	89,460%	0,000%

Date	Cash Flow
25/09/2015	-116,600%
25/09/2015	-3,409%
31/01/2016	5,250%
31/01/2017	5,250%
31/01/2018	5,250%
31/01/2019	5,250%
31/01/2020	5,250%
31/01/2021	5,250%
31/01/2022	5,250%
31/01/2023	5,250%
31/01/2024	5,250%
31/01/2025	5,250%
31/01/2026	5,250%
31/01/2026	100,000%
IRR	3,32%

Nom. Value: 20.000,00

Invested: 23.320,00 | Repayment: 20.000,00

Accrued: 681,78 | Cpn.Sum: 11.550,00

Total: 24.001,78 | Total: 31.550,00

P&L: 7.548,22

Scheda di valutazione in ASW del bond Bank Of America 5,25% 31.01.2026

Il bond illustrato nella scheda sopra ha un YTM del 3,32% ed è evidentemente sottovalutato, poiché a fronte di un prezzo di mercato in area poco sotto 117,00 ha un "fair" price in area 119,00. Cioè il bond (in terminologia tecnica) gira ad Eur+248,71 bps mentre dovrebbe girare a Eur+224,35 bps. Siamo di fronte ad una sottovalutazione di ben 200 bps potenziali.

Ci sarà in giro qualcosa che rende di più, con una scadenza simile...?

GAZPROM CAP 4.364% 21.03.2025 XS0906949523 92,10 - 92,40 5,444% - 5,401%

Settlement: 25/09/2015
 Mkt. Price: 92,22% L
 Expeted Yield: 5,43%
 DV 01: -0,085%
 Credit Risk: -0,09%
 CDS 5y bps: 454 SNR COR TF
 ASW bps: 478,81 479 CDS Curve EUR
 Outstanding: 500.000.000 BCK

Yr Cpn Freq: 1 OVER ESTIMATED
 Lst Cpn. Date: 21/03/2015
 Maturity: 21/03/2025 Cpn. Sum: 42,315%
 Redemp. Prx: 100,00% Cap. Sum: 91,088%
 Clean. Prx Qt: 4,364% Credit Sprd: 44,610%
 Dirty. Prx Qt: 0,000% Fair Price: 86,551%
 Accrued: 2,242% Yld @ Fair. Prx: 6,280%

Min Lot Size 100K

Spread bps	Term (Yr)	Yield	Bck Curve
443,95	9,49	0,988%	ZC-Curve
417,96	9,49		ASW

Date	Cpn	Prs. Cpn	Prs. Cr. Sprd
21/03/2016	4,364%	4,363%	2,367%
21/03/2017	4,364%	4,357%	4,846%
21/03/2018	4,364%	4,352%	4,841%
21/03/2019	4,364%	4,333%	4,820%
21/03/2020	4,364%	4,300%	4,796%
21/03/2021	4,364%	4,254%	4,732%
21/03/2022	4,364%	4,197%	4,669%
21/03/2023	4,364%	4,130%	4,594%
21/03/2024	4,364%	4,055%	4,523%
21/03/2025	4,364%	3,975%	4,422%
21/03/2025	100,000%	91,088%	0,000%
			IRR 5,43%

Bid	Ask	BYld	AYld	Bid Size	Ask Size
92,10	92,40	5,444%	5,401%	100.000	100.000
91,80	92,50	5,488%	5,387%	100.000	100.000
91,66	92,64	5,508%	5,367%	100.000	100.000
91,00	92,97	5,605%	5,319%	100.000	100.000
0,00	95,10	0,000%	5,019%	0	100.000

Nom. Value: 100.000,00
 Invested: 92.220,00 Repayment: 100.000,00
 Accrued: 2.241,62 Cpn. Sum: 43.640,00
 Total: 94.461,62 Total: 143.640,00
 P&L: 49.178,38

Scheda di valutazione in ASW del bond Gazprom 4,364% 21.03.2025

Sì, c'è, ed è un bond della Gazprom con scadenza dieci mesi prima della Bank Of America. La nostra Gazprom rende ben il 5,43%. Pertanto se guardassimo solo il rendimento, saremmo tentati di comprare Gazprom e non Bank Of America. Anche se Gazprom è evidentemente sopravvalutata poiché quota in area 92,20 e ha invece un "fair" price in area 86,50.

Una giusta obiezione, valutando lo YTM dei due bond in rapporto al Credit Risk, potrebbe essere che è normale che la Gazprom renda di più, poiché i due emittenti hanno una rischiosità ben differente. E questo è corretto, e probabilmente un investitore poco avvezzo al rischio acquisterebbe la Bank Of America pur con un rendimento più basso. E quindi, altra legittima obiezione potrebbe essere che questo confronto è del tutto pretestuoso, e che non dimostra nulla poiché BofA e Gazprom non son certo confrontabili come Credit Risk...

Tuttavia, rischio per rischio, se desidero acquistare una Gazprom, quella vista sopra non è sicuramente da acquistare. Diamo uno sguardo alla scheda qui sotto...

EUROTLX X94600 92,75

GAZPROM CAP 3,389% 20.03.2020 **XS0906946008** **0,00 - 0,00** **-**

Settlement	25/09/2015	Monitor Update	Yr Cpn Freq	1	UNDERVALUED	
Mkt.Price	92,77% L		Lst Cpn.Date	20/03/2015		
Expeted Yield	5,23%	D.Base Update	Maturity	20/03/2020	Cpn.Sum	16,855%
DV 01	-0,043%		Redemp.Prx	100,00%	Cap.Sum	98,529%
Credit Risk	-0,05%		Clean.Prx Qt	3,389%	Credit Sprd	20,099%
CDS 5y bps	454	SNR COR TF	Dirty.Prx Qt	0,000%	Fair Price	93,535%
ASW bps	444,36	444 CDS Curve EUR	Accrued	1,750%	Yld @ Fair.Prx	5,026%
Outstanding	1.000.000.000	BCK	Min Lot Size 100K			

Spread bps	Term (Yr)	Yield	Bck Curve
489,91	4,49	0,330%	ZC-Curve
461,27	4,49		ASW

Date	Cpn	Prs.Cpn	Prs.Cr.Sprd
20/03/2016	3,389%	3,388%	2,184%
20/03/2017	3,389%	3,383%	4,498%
20/03/2018	3,389%	3,380%	4,493%
20/03/2019	3,389%	3,365%	4,473%
20/03/2020	3,389%	3,339%	4,451%
20/03/2020	100,000%	98,529%	0,000%

Date	Cash Flow
25/09/2015	-92,770%
25/09/2015	-1,750%
20/03/2016	3,389%
20/03/2017	3,389%
20/03/2018	3,389%
20/03/2019	3,389%
20/03/2020	3,389%
20/03/2020	100,000%
IRR	5,23%

Bid	Ask	BYld	AYld	Bid Size	Ask Size
-DDESXTI	-DDESXTI			JROTLX;XS0906946	UROTLX;XS0906946
-DDESXTI	-DDESXTI			JROTLX;XS0906946	UROTLX;XS0906946
-DDESXTI	-DDESXTI			JROTLX;XS0906946	UROTLX;XS0906946
-DDESXTI	-DDESXTI			JROTLX;XS0906946	UROTLX;XS0906946
-DDESXTI	-DDESXTI			JROTLX;XS0906946	UROTLX;XS0906946

Nom.Value	100.000,00		
Invested	92.770,00	Repayement	100.000,00
Accrued	1.750,06	Cpn.Sum	16.945,00
Total	94.520,06	Total	116.945,00
P&L	22.424,94		

Scheda di valutazione in ASW del bond Gazprom 3,389% 21.03.2020

Questa emissione Gazprom ha un YTM del 5,23% (per cui inferiore a quella vista prima di 20 bps), e a parità di rischio emittente, se guardassimo solo il rendimento acquireremo la prima, commettendo però un bell'errore. Infatti, come si evince dalla scheda di valutazione, questa Gazprom è sottovalutata di circa 80 bps e, non di meno, scade ben cinque anni prima.

Di fatto, questa emissione ha un rischio tasso nettamente inferiore rispetto alla scadenza 2025, lo stesso Credit Risk, e un potenziale di upside di prezzo di circa 80 bps.

A questo punto dovrebbe essere chiaro che la scadenza 2020 è nettamente migliore della scadenza 2025, e che se volessimo inserire una Gazprom in portafoglio sarebbe decisamente preferibile acquistare la 2020, pur a fronte di un YTM leggermente inferiore.