

Fixed Income Research

Betragtninger om F1-floater og RTL F

Nordea Research, 20. juni 2014

Anders Skytte Aalund
Chief Analyst
+45 3333 1969
anders.aalund@nordea.com

- Danske investorers perception af BRF's F1-floater vil afvige fra den teoretiske *korrekte* måde at prisfastsætte den på.
- Vil kræve højere spænd end tilsvarende alternativer.
- Flade spændstrukturer i øjeblikket begrænser denne effekt, men effekten vil vokse, når spændkurven stejler evt. som følge af lang udstedelse.
- RTL F er ikke omfattet af rentetriggeren, hvorfor succes for RTL F går i mod Nationalbankens ønske om at have frit spillerum i en kronekrise. Hvad siger Nationalbanken til det?
- Undgår RTL F at blive ramt af begrænsninger i den kommende tilsynsdiament?

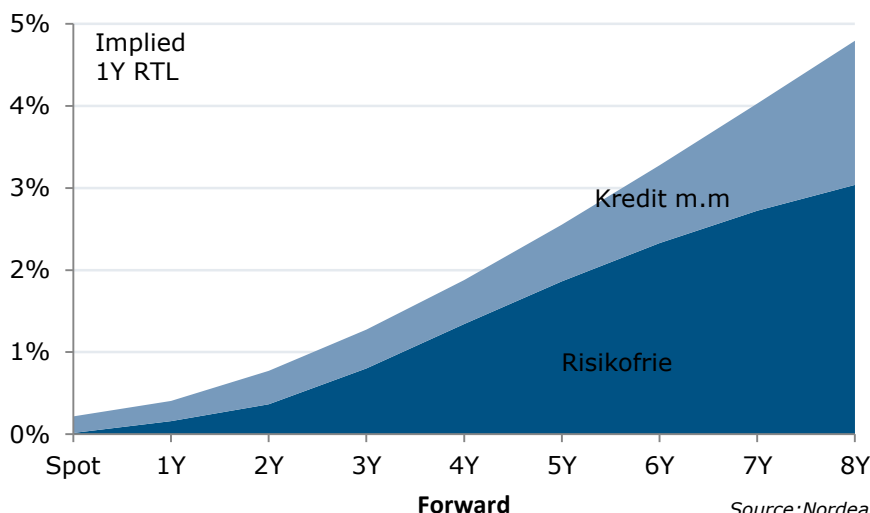
I denne analyse kigger vi på, hvordan vi forventer investorerne vil tage imod den nye F1-floater. Vi tror, den *korrekte* måde at prisfastsætte denne obligation på vil afvige fra den måde, som de danske investorer vil se den på, hvilket vil få en effekt på de beregnede spænd.

Vi forventer, at investorerne vil kræve højere spænd end tilsvarende alternativer.

Hvad skal BRF's F1-floater koste?

En del af RTL-rentekurven består af en kreditdel, som er stigende med løbetiden, og en (stor) del består af renteforventninger (under q-mål). Dette er illustreret på figuren nedenfor, hvor den risikofrie del er den danske statskurve.

Figur. 1-årige implied forwards på RTL-kurven dekomponeret i den risikofrie rente (statsobligationer) og i kredit.



Forventede høje spænd på nye F1-floater

RTL-kurven indeholder både renteforventninger samt en kreditkomponent

Antagelserne omkring denne del af forward fixingerne vil være i uoverensstemmelse med investorerne

Permanente bidrag til kreditpræmien realiseres ikke

Svenske tilbagekøb i den korte ende er et eksempel herpå

Investorerne vil synes, at implied RTL-forwards er for høje

Når der er gået ét år, antages det i forward-fixingerne, at renteforventningen samt kreditforventningen er blevet realiseret. Dermed er der indpriset, at spændene på obligationerne kører ud. Det er imidlertid vores opfattelse, at investorerne ikke har samme opfattelse og dermed, at dette vil påvirke den måde, obligationerne bliver prisfastsat på.

Hvorfor har investorerne en pointe i, at forward-fixingerne er for høje?

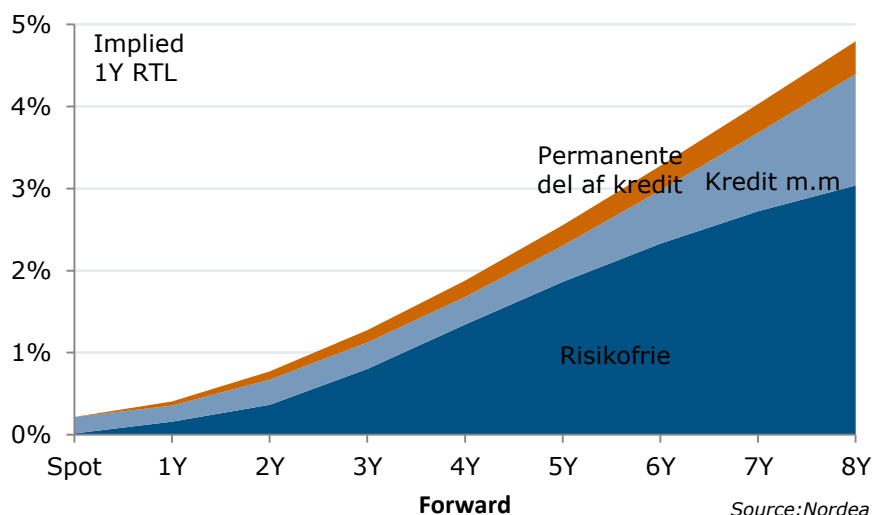
En del af de faktorer, der ligger bag den stigende merrente på RTL'er, er af mere permanent karakter. Bidraget fra disse faktorer vil, i takt med at tiden går, således **ikke** blive realiseret.

Eksempler herpå kan være fortsat udstedelse i længere løbetider, forskel i investorsegmenter, bedre tidsværdi i korte frem for lange RTL'er, bedre likviditet i korte RTL'er m.m.

Et andet eksempel, hvor de permanente faktorer ses meget tydeligt, er på det svenske covered bond-marked, hvor institutterne typisk udsteder længere Bostäder og køber mere end halvdelen af disse tilbage, når de nærmer sig 1-års løbetid. Dette har historisk været tilfældet, og spændkurven har været stejl. I dette tilfælde vil en del af kreditelementet indeholde denne faktor, og det vil være fair at antage, at dette ikke bliver realiseret.

Dermed mener vi, at der er faktorer, der retfærdiggør, at investorerne vil mene, at de implied forward-fixinger er for høje.

Eksempel (arbitrært sat) på den permanente del af implied forwards. Investorenes forventning vil sandsynligvis ligge tættere på den øvre kant på den lyseblå kurve, og marked implied vil ligge på den øvre kant af den orange kurve.



Markedet vil synes, at forward-fixingerne er for høje => høje ASW

Som beskrevet ovenfor forventer vi, at danske investorer ikke regner med, at hele kreditdelen af de implied fixinger bliver fuldt realiseret og dermed, at de implied fixinger er for høje.

Investorerne vil kræve lavere priser ...

Derfor er det vores forventning, at investorerne vil kræve priser, der er lavere, end hvad implied forwards indikerer. Da de underliggende fixinger i

... hvilket vil resultere i lavere spænd

investorerne vil være for høje jf. ovenstående, vil de kræve højere spænd end tilsvarende alternativer.

Spændkurverne er flade i øjeblikket, hvilket begrænser den beskrevne effekt

Derfor vil spænd på de nye obligationer nok se højere ud, end man kunne forvente. Dette vil jf. ovenstående ikke alene være en præmie for, at det er en ny obligation, men også afspejle, at danske investorer sandsynligvis vil være uenige med de implied forwards.

Men dette vil ændres i fremtiden, når spændkurven stejler

ASW-kurven er relativt flad i øjeblikket ud til fem år, specielt mod statsobligationer, hvor den er decideret invers. Dermed begrænses effekten af ovenstående på nuværende tidspunkt, da BRF ikke udsteder længere F1-floater end fem år.

Spændkurven vil dog stejle før eller siden, hvilket vil påvirke prisfastsættelsen på dette tidspunkt, så det er vigtigt at være bevidst om de beskrevne effekter. Dette kan tænkes at ske nu, når institutterne skal til at accelerere udstedelsen af længere obligationer som følge af S&P's manglende anerkendelse af L89.

Begrænset prisudsving

Prisudsving i de nye serier vil være begrænset og påvirkes primært af ændringer i ASW-kurvehældningen samt indirekte markedsforhold, såsom udbud i den konkrete fondskode samt repoændringer m.m. Dette er alt andet lige positivt da det sikrer lav empirisk prisvolatilitet.

RTL F undgår rentetriggeren. Hvad siger Nationalbanken til det?

RTL F undgår rentetrigger, og der er god mulighed for, at andre kopierer ideen

BRF's RTL F kommer uden om rentetriggeren i L89, da den har legal udløbsår, der er længere end to år. Dette på trods af at den de facto vil være et 1-årigt papir. Vi forventer som beskrevet tidligere, at der er en god sandsynlighed for, at andre institutter følger trop og kopierer denne løsning.

Problematisk, at RTL F potentielt kan gå i mod en af de væsentlige ideer med L89

Får vi ret i dette, vil det gå i mod en central del af Nationalbankens intention med L89, nemlig at have frit spillerum til at forsvare kronen i meget stressede perioder uden at slå bunden helt væk under husholdningernes økonomi.

Hvad siger Nationalbanken til det?

RTL F er foran fra start

Det faktum, at RTL F ikke er omfattet af rentetriggeren, betyder, at den får et forspring til 1-årige RTL'er. Dette skyldes, at en del af merrenten på 4 bp på de 1-årige skyldes rentetriggeren. Omvendt er der investorer, der har begrænsning på, hvor lange obligationer de må købe, og dermed er afholdt fra den qua den lange legale.

Undgår RTL F begrænsninger i tilsynsdiamanten?

RTL F er en smartere konstruktion end L89

Egenskaberne i RTL F og L89 ligner på overfladen hinanden, men RTL F er i vores øjne en smartere konstruktion, hvilket bl.a. S&P også anerkender.

RTL F er pr. konstruktion lang stabil funding

L89 forsøger både at blæse og at have mel i munden, da den skal opfylde at være lang stabil funding, samtidig med at den skal ses som en kort placering for investorerne. Her er RTL F i vores optik en mere klar konstruktion; den lover at være lang stabil funding, men hvis alt går godt (auktionen gennemføres), så bliver den kort, og dermed er den jo pr. definition lang funding (3Y-5Y), hvilket netop er hvad S&P også anerkender.

Undgår RTL F at blive ramt af tilsynsdiamanten?

Men vil den også undgå at blive ramt af begrænsninger i den kommende tilsynsdiamant – det er jo en lang (3Y-5Y) obligation? Det vil i vores øjne være mod intentionen med tilsynsdiamanten, men spørgsmålet er om konstruktionen er så snedig, at det bliver svært at ramme den. På den del der vil omhandle refinansieringsrisiko vil den i vores øjne gå fri, men det er mere usikkert om den vil gå uden om begrænsninger mht. låntagernes renterisiko.