

זרקור שבועי

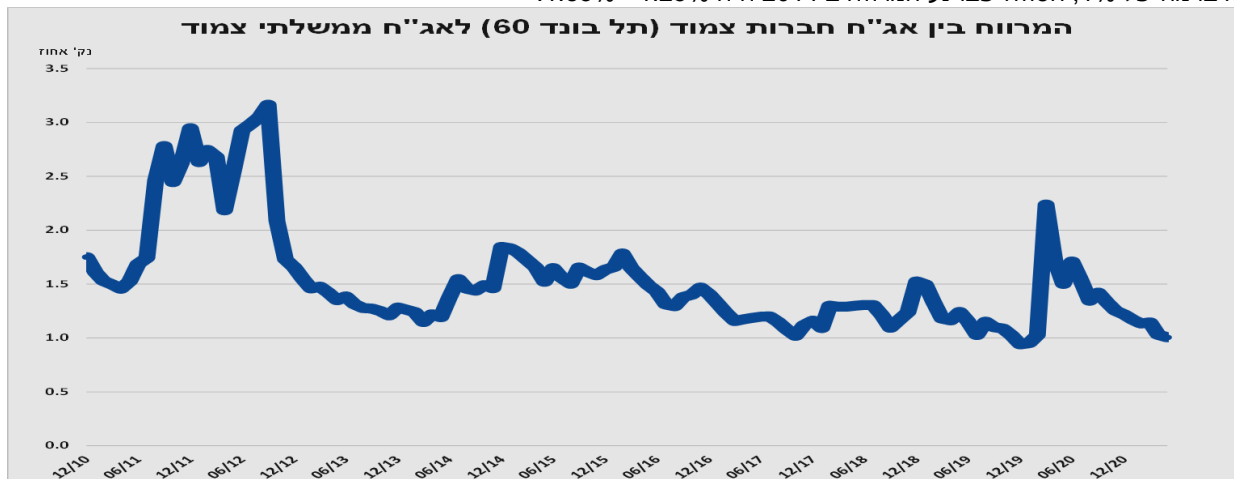
27.06.2021

אג"ח קונצרני – טוב לחברות, פחות למשקיעים

הדיון המרכזי היום בעולם הכלכלי נוגע לעיתוי של שינוי המדיניות המוניטרית. הציפיה היא שעתה, כאשר מרבית הכלכלות חוזרות לשגרה, גם המדיניות המוניטרית תשוב לשגרה. ובכן, כנראה שלא כל כך מהר. כך משתמע מהצהרותיהם של רוב הבנקים המרכזיים בעולם, כולל בנק ישראל. מאחר וכנראה שיחלוף עוד זמן מה עד שהמדיניות המוניטרית תתאים את עצמה למציאות החדשה – ישנה, אפשר לצפות שהחגיגה בשווקים תימשך. אחת ה"חגיגות" הגדולות מתרחשת בתחום של האג"ח הקונצרני. השוק הקונצרני נתפש תמיד כאלטרנטיבה לשוק הממשלתי וכאשר אלו נושאים תשואה עודפת על פני הממשלתי, לא מפליא שהאפיק הזה זוכה לביקושים באופן קבוע. תמחורי היתר שהריבית האפסית גורמת לרוב הענפים אינם פוסחים גם על השוק הקונצרני. המרווח שבין אגרות החוב הקונצרני (לצורך העניין נשתמש בתל בונד 60) ירד לרמת השפל של כל הזמנים, אחוז אחד, 1%. התשואה הכוללת היא אמנם כ-0.25%, אך מאחר והתמחור נבחן באופן יחסי לאגרות חוב ממשלתיות, הרי שתוספת של 1% בתקופה של ריבית אפסית היא נכבדה. אולם הסוגיה המרכזית בעניין של האג"ח הקונצרני נוגעת להאם מרווח של אחוז אחד משקף את פרמיית הסיכון הראויה? האם על המשקיעים להניח שמאחר ו"אין אלטרנטיבה", גם מרווח מצומצם ככל שיהיה הוא ראוי?

מבחינת החברות מדובר כמובן במצב אופטימלי. מגייסים חוב בעלויות נמוכות מאוד, מה שמאפשר למנף את עסקי החברה ולבצע השקעות ובכך לתרום לרווחיות העתידית. במספר רב של מקרים, חברות ממונפות מגייסות חוב שמהווה למעשה חוב מזנין בעלויות שעד לפני כשנה נשמרו לחברות בעלות דירוג גבוה. אולם המרווח המצומצם מגלם פרמיית סיכון נמוכה מאוד אשר מתעלמת תקלות עתידיות ברמת החברה או המשק. אם כבר, עלות הגיוס הנמוכה עשויה לתרום למניותיה של החברה בעוד שמחזיקי האג"ח יצטרכו להסתפק בפיצוי צנוע מאוד.

ראשית, הנתונים. החוב של המגזר העסקי ביחס לתוצר אמנם עלה בשנה האחרונה, מ 68% ל 71%, אך זו אינה עלייה דרמטית בהשוואה בינלאומית. שיעור העלייה החציוני של החוב של המגזר העסקי ביחס לתוצר בקרב מדינות ה OECD עלה בשנה האחרונה מ 96% ל 105%. כך שבהשוואה בינלאומית, הנתון המקומי נראה סביר בהחלט. זו הנקודה שבה הריבית האפסית גורמת לעיוות. ניתן היה לצפות שעלייה בשיעור החוב תגרום גם לעלייה בפרמיית הסיכון, היינו, המרווח לעומת אגרות חוב ממשלתיות. כידוע, קרה הפוך מסיבות מובנות. אלא שהשוואה ראוייה יותר צריכה להיעשות בהשוואה למצבים דומים שהיו בעבר. בשנת 2014, יחס החוב של המגזר העסקי לתוצר עמד על רמה זהה לזו ששוררת כיום, 71%. אלא שבעוד שהיום המרווח של תל בונד 60 לשוק הממשלתי נמצא ברמה של 1%, הטווח שבו נע המרווח ב 2014 היה 1.25% - 1.85%.



נקודה הזו ראוי לציין שגם ב 2014 המשקיעים נאלצו לתור אחר כל פיסת תשואה מאחר וגם אז הריבית היתה אפסית, 0.25% למען הדיוק. המשמעות היא שהמשקיעים מוכנים להסתפק היום בתוספת תשואה צנועה בהרבה מזו שבה הסתפקו בעבר. נראה שהלהיטות לרכוש אג"ח קונצרני נובעת מכך שההנחה הרווחת היא שהעלאת ריבית אינה עומדת על הפרק וככל הנראה אם תתרחש, זה יהיה בעוד זמן רב. ההבדל לעומת 2014 טמון ככל הנראה בכך שאז הקונצנוס היה שהעלאת ריבית קרובה יותר. למען האמת, טיעון קלוש. אך בהינתן העובדה שכל ההסברים ההגיוניים כבר לא רלוונטיים, גם זו יכולה להיות סיבה.

בהחלט יתכן שיחלוף עוד זמן רב עד שתשואות האג"ח הקונצרני והמרווחים יישארו ברמתם הנוכחית. עם זאת, אי אפשר להתעלם מכך שיחסי הסיכון-סיכוי של האפיק הקונצרני הורעו לאור צמצום המרווחים ועליית המינוף.

בשל כך אנו סבורים שהתיק הקונצרני כיום צריך להתרכז בדירוגים הגבוהים ובמח"מ בינוני לכל היותר. הטיעון לפיו "אין אלטרנטיבות" אינו מצדיק נטילת סיכון שאינו מפוצה בסיכוי. לאלו שסבורים שיחלוף עוד זמן רב עד שפרמיית הסיכון תשוב להיות אטרקטיבית מזכיר שהזדמנויות אף פעם אינן נגמרות, הן פשוט מתעכבות לפעמים.

נכתב על ידי:

עידן אזולאי, מנהל השקעות ראשי,
סיגמא בית השקעות





סיגמא בית השקעות בע"מ ו/או חברות קשורות אליה (להלן: "קבוצת סיגמא") עוסקת בעצמה ו/או באמצעות חברות קשורות בפעילויות בשוק ההון ומשכך הינה תאגיד קשור לגופים המוסדיים ו/או למשוקים (להלן יחד: "גופים קשורים") ומתוקף כך, בין השאר, בעלת זיקה לנכסים פיננסיים המונפקים ו/או המנוהלים ו/או המשווקים על ידם. מסמך זה, לרבות הסקירה, המידע, הנתונים, ידיעות, ניתוחים, הערכות, דעות, תחזיות, טקסט ו/או תמונות המתפרסמים בו (להלן: "המידע" או "הסקירה" לפי העניין) מסופקים כשירות לקוראים. אין בסקירה זו אלא הבעת דעה בלבד מתוך מטרת הבאת מידע כללי המתבסס על הידוע ביום פרסום הסקירה הגלוי והציבורי ו/או מקורות מידע אחרים אשר בעיני כותבי הסקירה ניתן להתייחס אליהם כאמינים אך המידע לא אומת בדרך עצמאית על ידי עורכי הסקירה ומשכך לא ניתן להיות ערבים לדיוק הפרטים שנכללו בה ו/או לשלמותה ובכלל זה לא ניתן להתחייב שבמידע לא ייכללו טעויות או שגיאות ויש לראות את הדברים הכתובים באופן מתאים וכמובן בכפוף לשינויים שחלו בזמן ממועד עריכת הסקירה ובכל מקרה אינה מהווה תחליף למידע המופיע בתשקיפי ההנפקה של הנכסים הרלוונטיים ו/או בדיווחים הנוגעים אליהם מכל מין וסוג שהוא, ככל שמוזכרים. מבלי לגרוע מכלליות האמור, המידע ו/או מצב השוק ו/או האנליזות עשויים להשתנות ואין לראות במידע ו/או בסקירה כשלמים וכממצים, ובין השאר, בקשר לכל ההיבטים הנוגעים לני"ע ו/או לנכסים פיננסיים כלליים ו/או ספציפיים המוזכרים בו, ככל שמוזכרים, במישרין ו/או בעקיפין ו/או על דרך ההפניה ואין לראות במידע המלצה או תחליף לשיקול דעתו של הקורא, או הצעה, או הזמנה לקבלת הצעות, או שיווק השקעות, בין באופן כללי ובין בהתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל קורא, לרכישה ו/או ביצוע השקעות ו/או פעולות ו/או או עסקאות כלשהן ואין לראות בה כייעוץ בדבר כדאיות ההשקעה ו/או כהצעה או כשידול, במישרין ו/או בעקיפין, כהתייעצות עם יועצים חיצוניים ובכלל זה יועץ השקעות מוסמך ויועץ מס. מבלי לגרוע מן האמור, ולמען הסר ספק, הנכסים המוזכרים בסקירה עשויים שלא להתאים לקורא הסקירה ומודגש שהסקירה אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע. קבוצת סיגמא אינה מחויבת להודיע לקוראים בדרך כלשהי על שינויים ו/או עדכונים במידע ו/או בסקירה מראש או בדיעבד. קבוצת סיגמא לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק או הפסד, ישיר או נסיבתי, הנובע מהסתמכות על המידע, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע זה עשוי ליצור רווחים בידי הקורא או המשתמש. קבוצת סיגמא ו/או בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהם ו/או מי מטעם כל אלה, עשויים בהתאם למגבלות החוק, עבור עצמה ו/או עבור לקוחותיה ו/או באופן אחר, להחזיק, למכור, לרכוש ו/או להתעניין מעת לעת במידע ו/או במסחר הקשור לניירות ערך ו/או לנכסים לרבות הנכסים הפיננסיים הנזכרים במסמך זה בצורה ישירה ועקיפה. כן עשויה קבוצת סיגמא להתקשר בעסקאות ו/או להעניק שירותים לחברות הנזכרות במידע או חברות הקשורות אליהן, בין במישרין ובין בעקיפין. אין לעשות שימוש בסקירה זו ללא רשות מפורשת בכתב מקבוצת סיגמא והיא אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו על ידי קבוצת סיגמא. ככל שמוזכרות תשואות ו/או דירוגים ו/או ביצועים אחרים של נכסים פיננסיים ו/או מדדים וכיוצ"ב בסקירה, אין בכך בכדי להבטיח תשואות/ דירוגים/ ביצועים דומים בעתיד.