

26.89x36.35	1	14	עמוד	ההון	גלובס - שוק ההון	25/05/2017	58634251-4
ותעופר קליין מוסדיים - בנקים וחברות ביטוח - עקרוני - 85210							

תיק איש



היועץ היומי שלך להשקעות



(איור: מרינה מנקיאן)



הופעת אורח
עפר קליין

האג"ח של השכן ירוק יותר

משקיעים רבים בישראל, פרטיים ומוסדיים כאחד, כבר הגדילו בשנים האחרונות את רכיב איגרות החוב בחו"ל בתיק ההשקעות על חשבון האג"ח הקונצרניות המקומיות • הם יודעים למה, ומי שלא - הנה הסיבות

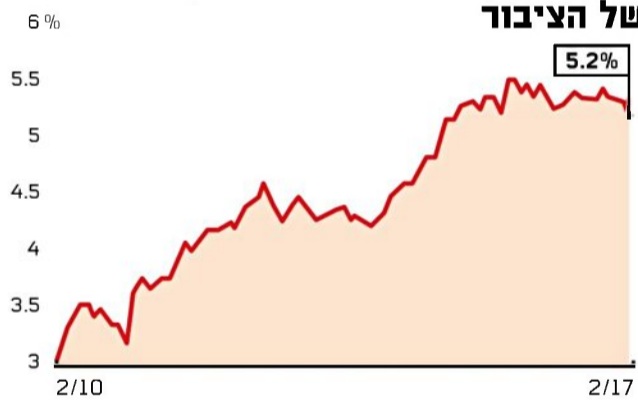
ה אם אג"ח של בזק איכותית יותר מאג"ח של AT&T? האם נעדיף בתיק שלנו אג"ח של שופרסל על פני ענקית הקמעונאות "Ahold"? והאם נבחר באג"ח של בנק הפועלים על פני אג"ח של HSBC? הכל עניין של סולם - השימוש בסולם דירוג מקומי מייצר אשליה של איכות אשראי גבוהה, ובכך מטשטש את העובדה שקיימות בחו"ל איגרות חוב רבות של תאגידים בטוחים בהרבה בהשוואה למקבילות הישראליות, אשר גם מציעות לא פעם תשואה עורפת על פני המקבילה הישראלית. כך למשל, אג"ח שמדרוגת BBB- בארה"ב, מקבילה למעשה לאג"ח שמדרוגת AA בישראל. אגב, הארביטראז' בסולמות הדירוג היה בין הגורמים שהקלו את כניסתן לישראל של חברות הנדל"ן האמריקאיות, אשר התקשו לגייס מימון בחו"ל בריביות סבירות ומנגד התקבלו באהדה בישראל והתממנו בעלויות זולות יחסית. אבל מדובר פה בסוד גלוי. על פי נתוני בנק ישראל, משקיעים רבים, פרטיים ומוסדיים כאחד, כבר הגדילו בשנים האחרונות את רכיב איגרות החוב בחו"ל בתיק ההשקעות שלהם על חשבון האג"ח הקונצרניות המקומיות. נכון, שוק אג"ח החברות המקומי הוכיח את עצמו לאחרונה כאפיק שמניב תשואות גבוהות. אבל כאשר מרימים את העיניים מהמיקרו למאקרו ובוחרים אפיק השקעה זה לעתיד במשקפיים מאקרו כלכליים, נראה שהוא סובל מנחיתות משמעותית ביחס לאפיק הקונצרני הבינלאומי.

יתרונות בחו"ל

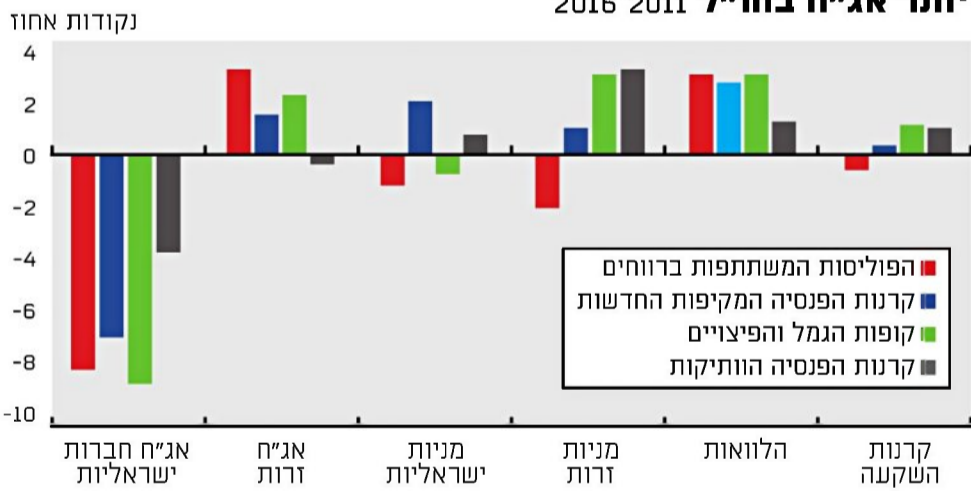
אז למה כדאי לגוון את תיק האג"ח הקונצרניות גם באיגרות קונצרניות מחו"ל? הנה הסיבות:

- **מגוון ענפי:** הכלכלה הישראלית, גדולה ומגוונת ככל שתהיה, עדיין סקרה מספר סקטורים משמעותיים. סקטורים כמו מכרות, רכב, תעשייה כבדה, תעופה וחקלאות, כמעט שלא ניתן למצוא במרדי האג"ח הישראלי שמוטים כלפי סקטור הנדל"ן. חשיפה לאג"ח חו"ל מאפשרת להיחשף לענפים נוספים, המתאימים לשלבי מחזורי העסקים השונים.
- **יתרון לגודל:** ישראל לא משופעת בחברות ענק. לכן תיק אג"ח ישראלי יהיה מוטה לחברות קטנות ובינוניות. יציאה לחו"ל מאפשרת לגוון את התיק, ולהעלות את גודל החברות שמשקיעים בהן. למה להסתפק רק בחברת טלפונייה ישראלית בעלת 4 מיליון לקוחות כשאפשר לרכוש גם אג"ח של חברת טלפונייה בינלאומית בעלת 300 מיליון לקוחות, הפזורים במספר יבשות?
- **תשואות ומרווחים:** על רקע עליית הריבית בארה"ב, תשואות האג"ח האמריקאיות כבר מגלמות

אחוז החזקות אג"ח חו"ל בתיק הנכסים של הציבור



השינוי בחשיפה בתיק הנכסים: פחות אג"ח ישראליות, יותר אג"ח בחו"ל 2011-2016



מקור: עיבודי בנק ישראל

מההתחזקות שמקורה בגורמים המבניים. בסיכומו של דבר, להערכתנו, גם השנה השקל צפוי לשמור על חוקו מול סל המטבעות ולכן יש טעם לגדר את התיק. יחד עם זאת, לא מומלץ לעשות גידור מלא של כל התיק, מאחר שלגידור יש כמובן גם עלות והחזקות מט"ח יכולה גם להגן עלינו מפני אירועי קיצוץ ומשברים מקומיים.

הכותב הוא ראש אנף כלכלה ומחקר בקבוצת הראל ביטוח ופיננסים. הכותב ו/או החברות בקבוצת הראל ביטוח ופיננסים ו/או בעלי עניין בהן ו/או בעלי השליטה בקבוצת הראל ביטוח ופיננסים, עשויים להחזיק ו/או לסחור, בעבור עצמם ו/או בעבור אחרים, בניירות הערך והנכסים הפיננסים המצוינים בכתבה זו. אין לראות בכתבה או תחליף לשיווק השקעות המתחשב בצרכי האישיים והמיוחדים של כל משקיע

בשל סכומי מינימום רכישה שקיימים באג"ח הזרות. לכן, בעבור משקיע פרטי, הדרך הפרקטית ביותר להשקיע באג"ח זרות, היא באופן ישיר דרך קרן נאמנות או באופן עקיף דרך המסלולים השונים בקרנות הפנסיה והגמל. וחץ מזה, כאמור, לגדר או לא לגדר - זו השאלה. בשנים האחרונות השקל היה המטבע החזק בעולם. להערכתנו, הגורמים המבניים שתמכו בהתחזקות השקל לא השתנו - היראליה הגבוהה יחסית, רכישת חברות ישראליות על ידי זרים, והיצוא האפשרי של גז טבעי בעתיד. מנגד, עלימת להשיג את יעד האינפלציה, בנק ישראל צפוי להמשיך ולרכוש מט"ח ולהשאיר את הריבית בארץ ללא שינוי עד לאמצע 2018 ובכך ליצור פערי ריבית משמעותיים בינינו לבין ארה"ב, שם הריבית צפויה לעלות עוד פעמיים השנה ושלוש פעמים בשנה הבאה. פערי ריבית אלו יקונו חלק

מול הדולר. בהקשר לזה, בדקנו 22 משברים מאז שנת 2000 - כאשר הגררנו משבר כירידה של 10% בתוך חודש בודד במדד תל אביב 100 (ז"ל). ב-17 מאירועים אלה החשיפה למט"ח סייעה לנו במשבר. כלומר במקרה של משבר, האג"ח בחו"ל ייתן לנו הגנה. אבל אפילו במקרה שנגדר את כל ההשקעה, עדיין תהיה לנו הגנה, מפני שרווחי החברות הזרות שנשקיע בהן הן בדולרים, ומכאן במשבר שמחזק את הדולר ייפגעו חברות אלה פחות מחברות ישראליות דומות.

הדרך לאג"ח חו"ל
טוב, אז החלטנו לגוון את התיק ולצאת לחו"ל. יש עוד שתי סוגיות שיש לדון בהן: הראשונה - איך נעשה את ההשקעה? והשנייה - האם לגדר את ההשקעה? או איך אפשר להשקיע באג"ח קונצרניות בחו"ל? בניגוד לאג"ח המקומיות הנסחרות בכורסה, למשקיע בודד יהיה קשה מאוד לרכוש אג"ח זרות, גם בשל מכנה המסחר וגם

חלק מעליית הריבית שם, בעוד שהתשואות בארץ עדיין לא מגלמות עליית ריבית בטוח בנוסף, בשל הבדלי שיטת הדירוג, אם נשווה את המרווח הממוצע בישראל לעומת המרווח הממוצע של האג"ח בעלות דירוג דומה בארה"ב, נגלה שהמרווח בישראל נמוך יחסית מאשר המרווח הקיים בארה"ב.

■ **ניזילות ומגוון המבשרים:** סדרות האג"ח בחו"ל יותר גדולות ויותר ניזילות, כך שביום פקודה, כשכולם ירצו למכור, יהיה יותר קל לצאת מההשקעה בחברה כמו קוקה קולה מאשר מכל חברה ישראלית. בנוסף, המגוון של האג"חים בעולם גדול הרבה יותר מאשר בארץ. למשל, בישראל יש היצע נמוך בהרבה של אג"ח קונצרניים בריבית משתנה, אג"חים היברדיים, שטרי הון של בנקים וכדומה.

■ **הבנקים המרכזיים בעולם:** בעת רכישת אג"ח זרה במדינות בהן הבנק המרכזי רוכש אג"ח קונצרניות (כמו באירופה,