

למה לפעמים עדיף לוותר על השתתפות בהנפקת אג"ח

מאת ארז אסיף, מנהל תחום אג"ח חו"ל בהראל פיא

הריבית האפסית והמרדף אחר הנפקות אג"ח בעולם מביא לתמחור בעייתי של סיכונים בחלק מההנפקות ■ אם היינו רגילים שמי שמשתתף בהנפקה מקבל תשואה גבוהה יותר מאשר באג"ח קיים, יותר ויותר גיוסים באחרונה נסגרים בתשואות נמוכות יותר מאלה של אג"ח קיימים ■ למה זה קורה ואיך אפשר להתמודד עם זה?

המשקיעים בשוק האג"ח הקונצרני העולמי הגיעו בחודש האחרון למסקנה ברורה: הריבית באף מקום בעולם לא עומדת לעלות מתישהו בקרוב. אין שום הסבר אחר להתנהלות שלהם מאז ה-Brexit, למרדף אחר תשואות, להסתערות על כל הנפקה ולהגדלת רמות הסיכון באמצעות ירידה בדירוגים והארכת המח"מ.

במבט ראשון, מי שלא חי את השוק ברמה היומיומית עשוי להתרשם כי דווקא בחודש האחרון חלה האטה מסוימת בשוק הקונצרני. שכן המרווחים הפסיקו לרדת וקצב ההנפקות מאט, לכאורה. ואולם המרווחים כבר לא יורדים לאור התשואות האבסולוטיות המאוד נמוכות באג"ח ובשל העובדה שהתשואות הממשלתיות – שירידתן משכה את הקונצרני בתקופה האחרונה – הפסיקו לרדת. בתחום ההנפקות אמנם חודש יולי הסתיים עם גיוסים בקצב הנמוך ביותר מאז פברואר (769 מיליארד דולר), אך זאת בשל הקיפאון בשוק בשבוע שאחרי ה-Brexit. בשבוע האחרון של יולי קצב ההנפקות כבר היה גבוה ב-20% מהקצב השבועי הממוצע מאז תחילת השנה וקצב דומה נרשם גם בשבוע הראשון של אוגוסט.

הנהירה של המשקיעים להנפקות יוצרת במקרים רבים עיוותים שראוי לבחון לנצל אותם. כך למשל היה בהנפקת האג"ח של חברת הטלקום האמריקאית וריזון שהתקיימה בסוף יולי. וריזון גייסה 6 מיליארד דולר באג"ח לטווחי פדיון שונים שבין 5 שנים ועד 30 שנה. האג"ח ל-30 שנה לפדיון ב-15 באוגוסט 2046 והוא הונפק במרווח של 1.9% מעל אג"ח ממשלתי דומה. ההפתעה הגדולה היא שלירזון יש כבר כיום אג"ח ל-30 שנה שמועד הפדיון שלו הוא שבוע מאוחר יותר (21 באוגוסט 2046) אבל הוא נסחר במחיר נמוך יותר ובתשואה גבוהה יותר, המגלמת מרווח מעל ממשלתי גבוה יותר (1.99%).

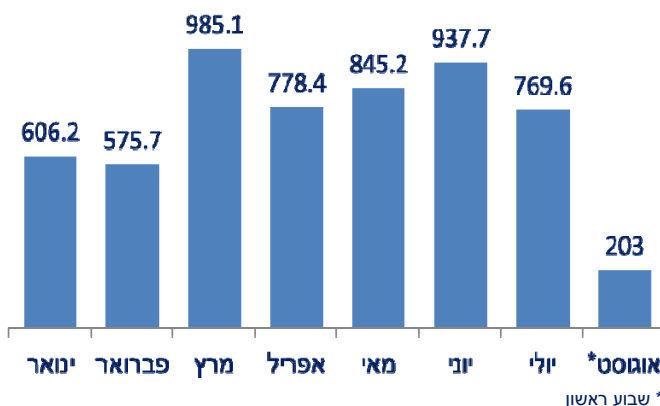
העיוות הזה לא נסגר גם בימים שאחרי ההנפקה, כאשר מחיר האג"ח החדש עלה והמרווח מעל ממשלתי ירד ל-1.86%, בעוד שמחיר האג"ח הישן אמנם עלה גם, אך הוא עדיין נמוך יותר והמרווח מעל ממשלתי עומד על 1.96%. פער של 0.1% במרווח באג"ח ל-30 שנה הוא משמעותי.

היוצא מן הכלל מעיד על הכל?

אפשר למצוא הסברים שונים לפערים האלה. אחד מהם, למשל, הוא אופן המסחר באג"ח חו"ל. בעוד שבהנפקה כל המשתתפים מקבלים את האג"ח במחיר דומה, בשוק המשני צריך כל משקיע "להילחם" על מחיר ולא פעם הוא מרגיש שהמוכר מנסה "לעבוד" עליו. זאת בשל העובדה שהמסחר באג"ח בעולם – בניגוד לשוק המקומי – מתקיים מעבר לדלפק (OTC), כלומר רק במפגש בין קונה למוכר כאשר אין "ספר פקודות" פתוח.

הסבר אחר לתופעה הזו עשוי להיות פעילותם של ה"פליפרים", שחקני נוסטרו (לרוב) שמשתתפים בהנפקות ומוכרים מיד אחריהן את האג"ח, – בתקווה שעליית מחיר ברגע שהאג"ח יתחיל להיסחר תניב להם רווח מהיר. הפעילות של השחקנים האלה מהירה כל כך, שלעתים הם מוכרים את האג"ח עוד לפני הסליקה הכספית שלאחר ההנפקה – כך שהם יכולים להרוויח מבלי שהשקיעו בפועל את הכסף.

הנפקות אג"ח קונצרני בעולם ב-2016 (במיליארדי דולרים)



העובדה שהתופעה הזו חוזרת בתקופה האחרונה ביותר ויותר הנפקות, מעידה כי לא מדובר באנומליה נקודתית שאפשר לפתור אותה בהסבר יצרתי כזה או אחר. הסקטור המגייס הגדול ביותר בחודש יולי היה הפיננסים, שבו גויסו אג"ח בתיקף כולל של כ-500 מיליארד דולר וראינו כאן לא מעט תופעות כאלה. כך למשל בגיוס אג"ח ל-5 שנים של סיטי (+BBB) בסוף יולי נסגרה ההנפקה במרווח של 1.23% מעל אג"ח ממשלתי, בעוד שאג"ח קיים של הבנק לאותה תקופת זמן נסחר בשוק במרווח של 1.32%.

אנו רואים זאת גם בהנפקות במטבעות שאינם דולר. הנפקה ביורו של אג"ח נחות של קבוצת הבנקאות הצרפתית BNP בשבוע שעבר ל-10.5 שנים נסגרה במרווח של 1.95% מעל אג"ח ממשלתי. לשם השוואה, ל-BNP אג"ח בדרגת נחיתות זהה ל-10 שנים הנסחר במרווח של 1.88% ואג"ח ל-11 שנה הנסחר במרווח של 2.04%.

מעניין לשים לב כי בהנפקה של ג"פ מורגן ביום רביעי לא ראינו תופעה כזו – וכאן ההנפקה נסגרה בתשואה קצת יותר גבוהה – כמו שהיינו מצפים לראות, כך שמי שמוכן להשקיע בהנפקה אמור להרוויח. הבנק הנפיק אג"ח לאוגוסט 2021 במרווח של 1.23% על אג"ח ממשלתי לעומת מרווח של 1.15% באג"ח קיים של הבנק באותו לאותו תאריך. בימים שלאחר ההנפקה הפער הזה נסגר וכיום שני האג"חים נסחרים באותה תשואה.

אז למה כאן זה עבד כמו שצריך? אולי בגלל שההנפקה הזו יצאה מאוחר בערב (אחרי שהשווקים באירופה היו סגורים) אולי לפליפרים לא היה זמן להיערך או שאולי זה דווקא היוצא מן הכלל שמעיד על מה שהפך בתקופה האחרונה להיות הכלל.

התופעות האלה בולטות לא רק באג"ח קונצרני אלא גם בהנפקות ממשלתיות. באחרונה, למשל, הנפיקה ממשלת ברזיל אג"ח ל-30 שנה בדולר אמריקאי במרווח של 3.57% מעל אג"ח ממשלתי – מרווח זהה לזה של אג"ח ממשלתי ברזילאי לתקופה קצרה יותר בשנתיים. כאן הפער הזה נגרם כנראה גם מהנהירה לאג"ח בשווקים מתעוררים בחודש האחרון, שגרמה להסתערות על הסדרה שהיקפה 1.5 מיליארד דולר. לכן הנייר נפתח בירידה של 1%, אך המשקיעים הנחושים מיהרו לקנות והעלו את הנייר בקרוב ל 4% בשבוע שלאחר מכן. כעת נסחר האג"ח ל 2047 בתשואה של 5.67% בעוד זה ל 2045 נסחר בתשואה של 5.50%.

השורה התחתונה היא שבתקופה האחרונה אנו עדים לתמחור בעייתי של הסיכונים בחלק מההנפקות. זה מחייב אותנו כמשקיעים לזהירות גדולה יותר, לבררנות גדולה וגם לעבודה נכונה של בדיקת רמות התשואה הנאותות באג"חים קיימים או דומים. בעוד שעד היום היינו רגילים שדווקא המשקיעים בהנפקות יכולים לגזור רווח מהיר, נראה שבמצב הנוכחי ובהסתכלות לטווח בינוני ניתן לעתים להרוויח יותר דווקא מהצמדות לאג"חים קיימים הנסחרים בתשואה גבוהה יותר, או לקנות מיד לאחר ההנפקה, כאשר יש מחזור גדול של "פליפרים", המחויבים למכור, גם אם זה בהפסד. וכן, לפעמים זה אומר לוותר על הנפקה חזקה במטרה להימנע מהפסד אפשרי.

הכותב הוא מנהל תחום אג"ח חו"ל בהראל פינ. הכותב ו/או חברות בקבוצת הראל ו/או בעלי עניין בהן ו/או בעלי השליטה בקבוצה, עשויים להחזיק ו/או לסחור, בעבור עצמם ו/או בעבור אחרים, בניירות הערך והנכסים הפיננסיים המצוינים בכתבה זו. אין לראות בכתבה משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות המתחשב בצרכי האישיים והמיוחדים של כל משקיע.