

איזו קבלת פנים צפויה למדד תל בונד תשואות שקלי?

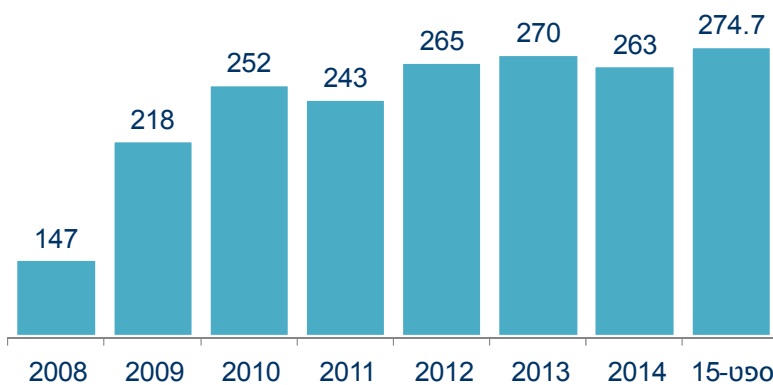
מאת דורון מולקנדוב

בעוד כחודש תשיק הבורסה את מדד התל בונד ה-11 ■ ההשקות האחרונות של מדדי תל בונד עשויות לרמז לא מעט על הדרך שבה יקבלו משקיעים את המדד החדש

בעוד כחודש תשיק הבורסה את מדד התל בונד ה-11, תל בונד תשואות שקלי. המדד החדש יהיה המקבילה של מדד התל בונד תשואות הצמוד (הקיים) והוא יאפשר בין היתר חשיפה גם לאג"חיים שקליים שעד כה לא נכללו באף מדד.

בשנים האחרונות הרכיבה הבורסה לא מעט את קטגוריית מדדי האג"ח הקונצרני בתל אביב. מאז הושק המדד הראשון, תל בונד 20, בפברואר 2007 גדל גם הנפח של שוק האג"ח הקונצרני. אם ב-2008 נסחרו בתל אביב אג"חיים קונצרנים בהיקף של 147 מיליארד ₪, השנה הם כבר עברו את רף 270 מיליארד ₪.

איך גדל השוק הקונצרני המקומי (במיליארדי ₪)



במידה רבה, הצירוף של מדדי תל בונד נוספים, יחד עם השקה של תעודות סל עליהן שיפרו את היקפי המסחר והנזילות. הדבר בולט במיוחד באג"חיים בדירוגים נמוכים, כמו אלה שנכללים במדד תל בונד תשואות הצמוד והצפי הוא שהדבר יסייע גם לאג"חיים שצפויים להיכלל בתל בונד תשואות השקלי החדש.

תל בונד תשואות השקלי שיושק ב-15 בנובמבר ישלים את האפשרות של משקיעים להיחשף לכל הסוגים של אג"חיים קונצרנים שקליים, בדומה לזו הקיימת באג"חיים הצמודים (כמו תל בונד 20 לדירוגים הגבוהים ביותר ועד תל בונד תשואות לדירוגים הנמוכים יותר). אחרי השקתו יהיה למשקיעים אפשרות להיחשף לסוגים שונים של קונצרני שקלי: החל מתל בונד שקלי, תל בונד לא צמודות, תל בונד ריבית משתנה ותל בונד תשואות שקלי.

מניתוח שנערך במחלקת המחקר בהראל פיננסים עולה כי נכון להיום צפוי המדד החדש לכלול 25 סדרות אג"ח, רובן כלולות כבר היום בתל בונד השקלי (17), סדרות שצפויות להיכנס למדד בעדכון הקרוב (3) וסדרות שאינן נכללות במדד התל בונד השקלי (5) בגלל מגבלת הדירוג המינימלי בו.

רוב האג"חיים במדד החדש (78% מהסדרות) יהיו מדורגות בקבוצת ה-A, כאשר 55% מדורגות A, כולל 3 מ-4 האחזקות הגדולות ביותר במדד (שלכל אחת מהן צפוי להיות המשקל המקסימלי של 6% - דלק קבוצה אג"ח 31, אקסטל אג"ח א' ואשטרום קבוצה אג"ח 2). 23% מהאג"חיים במדד יהיו מדורגים A מינוס והיתר בקבוצת ה-B.

מבחינת ענפי הפעילות, המדד החדש צפוי להיות מוטה לחברות הנדל"ן (39%), כמחציתן חברות אמריקאיות שהנפיקו בישראל – סך המשקל של 5 הסדרות של חברות הנדל"ן האמריקאיות שצפויים להיכלל במדד החדש יהיה כ-20%, נכון להיום.

איזו קבלת פנים צפויה למדד החדש? בתקופה האחרונה ראינו באפיק הקונצרני בעולם ירידה בהיקפי ההנפקות, פתיחת מרווחים וגם ירידה בהיקפי הנזילות והסחירות בעיקר בגלל כניסתם לתוקף של מגבלות חדשות (כמו חוק וולקר שמונע מהבנקים להכיר באג"חיים קונצרני בנוסטרו שלהם כחלק מההון העצמי).

גם בשוק המקומי ראינו פתיחת מרווחים וירידה בהיקפי ההנפקות. זה בלט במיוחד בגזרה הלוהטת של השנה האחרונה – הנפקות של חברות נדל"ן מארה"ב. כך למשל הנפקת הענק של וורטון פרופרטיס, שתכננה לגייס בתל אביב אג"ח ב-2 מיליארד ₪, בוטלה בשל ביקושים נמוכים. הנפקה נוספת של קופרליין בוטלה גם כן, אם במקרה זה החברה מתכננת לנסות להנפיק שוב, הפעם אג"ח במח"מ קצר יותר. ואולם, ההתאוששות שנרשמת בשווקים בעולם בשבועיים האחרונים עשויה לשנות לחיוב את המגמות האלה (הדבר בולט במיוחד בדירוגים הנמוכים, כאשר, לדוגמה, קרן הסל HYG לאג"ח ה-יילד עלתה בשבועיים האחרונים ביותר מ-3%).

כדי לנסות ולהעריך איך יגיבו בשווקים למדד החדש, ננסה לבחון איך הם הגיבו להשקות קודמות של מדדי תל בונד. 7 מ-11 מדדי התל בונד הושקו בשלוש השנים האחרונות ותגובת השוק להשקתם עשויה להשליך גם על המדד הנוכחי. מבדיקה כללית קצרה שערכנו, עולה כי רוב המדדים הניבו בחודש הראשון להשקתם ביצועי חסר בהשוואה למדדים ממשלתיים רלוונטיים או למדדים קונצרניים קיימים – אך התוצאה הזו התהפכה בתקופה של 6 חודשים אחרי השקת המדדים.

מה התשואות של המדדים הקונצרניים לאחר השקתם ו-6 חודשים לאחר מכן?

המדד הקונצרני			ממשלתי להשוואה			מדד קונצרני להשוואה		
תאריך השקת	תשואה חודש אחרי	תשואה 6 חודשים אחרי	ממשלתי להשוואה	תשואה חודש אחרי	תשואה 6 חודשים אחרי	קונצרני להשוואה	תשואה חודש אחרי	תשואה 6 חודשים אחרי
1.5.12	-1.60%	3.30%	ממשלתי צמוד 2-5	0.80%	3.12%	תל בונד 20	-1.38%	2.95%
1.5.12	-2.40%	2.40%	ממשלתי צמוד 2-5	0.80%	3.12%	תל בונד 20	-1.38%	2.95%
18.2.13	-2.10%	4.90%	ממשלתי צמוד 2-5	0.35%	1.63%	תל בונד 20	0.51%	4.10%
1.5.12	0.50%	5.30%	ממשלתי צמוד 2-5	0.80%	3.12%	תל בונד 20	-1.38%	2.95%
2.11.14	0.70%	0.40%	ממשלתי שקלי ריבית משתנה	0.20%	0.30%	-	-	-
20.1.15	1.30%	2.30%	ממשלתי שקלי 2-5	-0.11%	0.13%	תל בונד שקלי	1.4%	1.90%
9.3.14	0.50%	1.80%	קונצרני כללי	0.90%	2.50%	קונצרני כללי	0.9%	2.50%

כך לדוגמה מדד תל בונד צמודות שהושק ב-1 במאי 2012. בחודש הראשון להשקתו ירד המדד ב-1.6%, בעוד שמדד ממשלתי צמוד-2 שנים (בדומה למח"מ של המדד) עלה 0.8% ואילו תל בונד 20 ירד ב-1.38%. ואולם, 6 חודשים לאחר השקת המדד עלה תל בונד תשואות ב-3.3%, לעומת עלייה של 2.95% במדד תל בונד 20. ההשוואה הזו מתבקשת, שכן בהחלט סביר להניח כי משקיע שהחליט להיחשף למדד החדש עשה זאת על חשבון חשיפה קיימת כלשהי לאפיק הקונצרני.

המצב הזה חזר על עצמו גם עם מדד תל בונד צמודות בנקים ואף ביתר שאת, שכן במקרה הזה גם הביצועים בחודש הראשון להשקת המדד היו חזקים יותר וגם הביצועים 6 חודשים לאחר מכן. גם בתל בונד תשואות, שהושק כמה חודשים מאוחר יותר (פברואר 2013) הביצועים היו חזקים משמעותית 6 חודשים לאחר השקת המדד. התוצאות האלה עשויות ללמדנו כי עיתוי הנפקת המדדים הקונצרניים היה פחות חשוב, שכן תגובת השוק להשקתם הייתה דומה.

הבדיקה הזו רלוונטית גם למדדים הלא צמודים. כך למשל תל בונד לא צמודות שהושק רק השנה (ינואר 2015) עלה בחודש הראשון להשקתו ב-1.3%, לעומת עלייה של 1.4% במדד התל בונד השקלי הוותיק. ששה חודשים אחרי ההשקעה הייתה תשואת מדד התל בונד לא צמודות 2.3%, לעומת 1.9% לתל בונד השקלי הוותיק. אגב, בשני המקרים הביצועים של המדד החדש היו טובים יותר מהביצועים של האג"ח הממשלתי השקלי במח"מ 2-5 (ראו טבלה).

קשה להסיק מבדיקה קצרה כזו מסקנות חותכות לגבי הסיבות שגרמו לביצועים העודפים לאחר כמה חודשים. אחת הסיבות לכך עשויה להיות למשל השקת תעודות סל על המדדים החדשים (לרוב זה מתאפשר שלושה חודשים לאחר השקת המדד). אך לא משנה מה הסיבה שגרמה לכך, העובדה שהדבר בולט ברוב המדדים שהושקו בשנים האחרונות עשויה לסייע בקבלת החלטת השקעה למי שמתעניין גם בחשיפה למדד החדש.

הכותב הוא מנהל השקעות בהראל פיא. 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 המצוינים בכתבה זו. אין לראות בכתבה משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות המתחשב בצרכי האישים והמיוחדים של כל משקיע.