

הבנקים בעולם צומחים פחות, אז למה משקיעי האג"ח מרוצים

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

בשנים האחרונות הוגברה משמעותית הרגולציה על הבנקים בעולם ■ התוצאה היתה שפוטנציאל הצמיחה שלהם אמנם נפגע, אך הם הפכו לגופים פיננסיים יציבים יותר ■ מה מחפשים משקיעי האג"ח בבנקים ובמה כדאי להם להתמקד?

אחת האחזקות הגדולות ביותר של המשקיעים המוסדיים הישראלים כיום היא באג"ח בנקים בעולם ובעיקר בארה"ב. המבחר עצום, הסחירות טובה מאוד גם בהשוואה לסקטורים אחרים, הדירוגים גבוהים יחסית, המסלולים רבים (ריבית קבועה, משתנה, חוב בכיר, נחות וכו') וטווחי הפדיון רחבים מאוד – מחודשים ספורים ועד אג"חים צמיתים ללא מגבלת זמן.

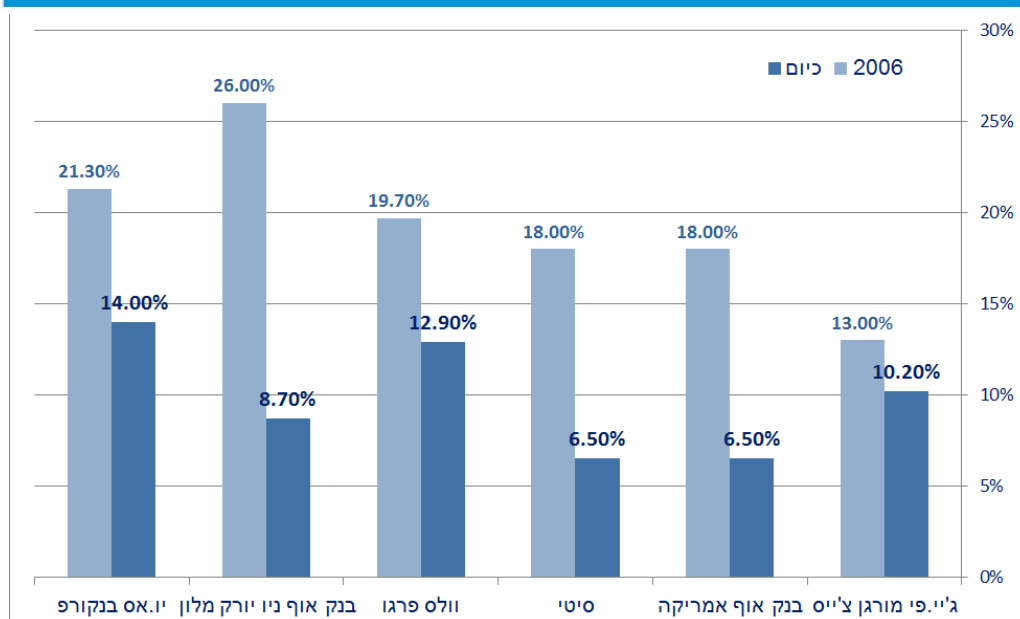
בשוק הישראלי משקיעים רבים מתייחסים לעתים לאג"ח בנקים מקומי כמעין חלופה לאג"ח ממשלתי, אך ההסתכלות על אג"ח בנקים בעולם שונה. האמת היא שדווקא בשנים האחרונות נראה כי הבנקים בעולם מקבלים יותר ויותר מאפיינים פיננסיים דומים לאלה של הבנקים הישראליים. אם לפני המשבר של 2008 נחשבו הבנקים בעולם ליצרתיים יותר והפגינו יכולות צמיחה מרשימות עם תשואה דו ספרתית גבוהה על ההון, הרי שבשנים האחרונות הם הופכים לגופים שמרנים יותר, יציבים מבעבר ופחות תזזיתיים.

המשבר של 2008 חשף מצד אחד רבות מהבעיות של הבנקים הגדולים, כאשר מהצד השני הוא דרבן את המוחקקים להגביר את הרגולציה על הסקטור הפיננסי כולו. ב-2010 אישר הקונגרס בארה"ב את חוק דוד-פרנק שאמור היה ליצור תשתית רגולטורית מקיפה שהכניסה (או לפחות היתה אמורה להכניס) לפיקוח תחומים אפורים רבים בתעשיית הפיננסים, קרנות הגידור, שוקי הנגזרים והפרייבט אקוויטי. בהמשך נכנס לתוקף גם חוק וולקר, אשר בין היתר, היתה לו השלכה משמעותית על ניהול ההון העצמי של הבנקים. אם עד עתה יכלו הבנקים לכלול במרכיב ההון העצמי שלהם מגוון גדול של נכסים, כולל למשל תיק האג"ח הקונצרני שלהם, הרי שמעתה רשימת הנכסים הזו התכווצה דרמטית. לכל החוקים הפדרליים בארה"ב הצטרפו בשנים האחרונות גם הוראות באזל 3 שמשיפיעות על סקטור הבנקאות בכל העולם ואשר קבעו קריטריונים מחמירים יותר לגבי הרכב ההון העצמי של הבנקים.

כל אלה אולי הפכו את המוסדות הפיננסיים ליציבים יותר, אך בהשוואה לעבר הם הגבילו גם את אפשרויות הצמיחה של הבנקים. ניתן ללמוד על כך ממבט מהיר בדו"חות הכספיים לרבעון השלישי המתפרסמים בימים אלה. התשואה על ההון של של בנק אופ אמריקה כיום היא 6.5%, לעומת 18% ב-2006 לפני המשבר. בסיטי היא ירדה ל-6.5%, לעומת 18% לפני שמונה שנים. בג'יי.פי מורגן כיום התשואה על ההון היא 10.2%, לעומת כ-13% ב-2006 ו-2007 ובולס פרגו התשואה על ההון היא 12.9%, לעומת 19.7%.

וולס פרגו וג'יי.פי מורגן נהנים כיום מפעילות משכנתאות חזקה יותר מאחרים, אך ככלל נראה כי התוצאות של הבנקים בדו"חות הכספיים האחרונים בינוניות. החולשה העיקרית בולטת בתחום ההכנסות משוק ההון ומרווחי האשראי – שני נתונים שלא הולכים להשתפר בקרוב, מה שכל הנראה יגרום לבנקים לחזור לתוכניות התייעלות.

מה קרה לתשואה על ההון בבנקים הגדולים בארה"ב בשנים האחרונות?



אלה אולי חדשות מאתגרות יותר למשקיעי המניות בבנקים, אך עבור משקיעי האג"ח אלה דווקא חדשות טובות. הן מעניינות עוד יותר בהתחשב בעובדה שבחצי השנה האחרונה המרווחים באג"ח הבנקים בעולם רק נפתחו, ועל רקע המגמה החיובית בימים האחרונים בשוק הקונצרני העולמי זו השקעה מעניינת.

כך למשל אג"ח של בנק אופ אמריקה (דירוג S&P של A-) לפדיון באפריל 2020 נסחר כיום בתשואה של 2.48% ובמרווח של 1.16% מעל אג"ח ממשלת ארה"ב, לעומת מרווח של 1.0% ביוני השנה ומרווח של 0.95% באפריל. אג"ח של סיטי (A-) לפדיון בפברואר 2020 נסחר כיום בתשואה של 2.5% ובמרווח של 1.14% מעל אג"ח ממשלת ארה"ב לעומת 1.01% בסוף יוני או 0.89% באפריל. כך גם בג'יי.פי מורגן ליוני 2020 שנסחר כיום במרווחים דומים.

מה קרה למרווחים באג"ח בנקים ל-5 שנים - דוגמאות				
אג"ח	דירוג (S&P)	טווח פדיון	מרווח מעל ממשלתי כיום	מרווח ביוני
בנק אופ אמריקה	A-	אפריל 2020	1.16%	1%
סיטי	A-	פברואר 2020	1.14%	1.01%
ג'יי.פי מורגן	A	יוני 2020	1.11%	1.07%
מורגן סטנלי	A-	יוני 2020	1.19%	1.14%
קפיטל וואן	BBB+	יולי 2021	1.58%	1.63%

בניהול ההשקעות השוטף באג"ח חו"ל אחד הדברים החשובים ביותר – לצד בחינת התשואות והמרווחים – הוא הפיזור. לפיכך, אחד הצעדים המעניינים יותר שבחנתי בתקופה האחרונה הוא הגיוון של החשיפה לאג"ח בנקים דווקא לגופים מסדר גודל בינוניים, שאולי קצת פחות מוכרים לחלק מהמשקיעים הישראלים, אך במונחים ישראליים עדיין מדובר בחברות ענק. בלא מעט מקרים, האג"חים של גופים כאלה לאותו טווח פדיון נסחרים במרווחים גדולים יותר מול האג"ח הממשלתי.

קחו לדוגמה את מורגן סטנלי. שווי השוק שלו הוא "רק" 63 מיליארד דולר, לעומת 172 מיליארד דולר לבנק אופ אמריקה או 230 מיליארד דולר לג'יי.פי מורגן. באג"ח של מורגן סטנלי (דירוג A-) לפדיון ביוני 2020 המרווח הוא 1.19%. בקפיטל וואן, בנק עם שווי שוק של כ-40 מיליארד דולר בלבד ודירוג של BBB+, אג"ח ליוני 2021 נסחר במרווח של 1.58% מעל אג"ח ממשלתי.

בשורה התחתונה, רמת התשואות כיום וההערכה כי הריביות לא עומדות לעלות בקרוב וגם כשיעלו הקצב יהיה איטי מאוד (מה שאומר שהתשואות לא הולכות להיות גבוהות הרבה יותר בקרוב) מחייבת אותנו כמנהלי השקעות להתמחות גדולה יותר מבעבר. לא די בבחירת האג"חים הפופולאריים או הסדרות הגדולות ביותר מסקטור מסוים אלא ראוי לחפש הזדמנויות לאורך ולרוחב.

הכותב הוא מנהל תחום אג"ח חו"ל 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 הפיננסיים המצוינים בכתבה זו. אין לראות בכתבה משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות המתחשב בצרכיו האישיים והמיוחדים של כל משקיע.