

התחפוש השקלית של האג"ח הצמודים

מאת דורון מולקנדוב

אג"ח קונצרנים צמודים רבים, שהונפקו לפי מדד בסיס נמוך יותר, נסחרים כיום במסלול השקלי שלהם ■ קשה לזהות אותם כי במערכות מסחר מסוימות מופיעה תשואה שקלית שלהם, בעוד שבמערכות אחרות התשואה המופיעה היא צמודה ■ לפיכך, המרווח עשוי להטעות, כי לא תמיד ברור האם זה מרווח מעל ממשלתי שקלי או צמוד

המדד השלילי של חודש מרץ שפורסם בסוף השבוע לא הפתיע, שכן האינפלציה בישראל שלילית כבר מעל שנתיים. עם זאת, ירידה של 0.2% במדד העמיקה את אחד הקשיים שעומדים כיום הרבה מנהלי השקעות: מה עושים כשאג"ח קונצרנים צמודים רבים נסחרים במסלול השקלי שלהם?

הבעיה האמיתית נובעת מעצם העניין שיש אג"ח צמודים עם רצפת הצמדה למדד. במקרים האלה, האג"ח הצמוד אינו מספק הגנה ישירה מפני עליית המדד – אלא רק מעל רף מסוים (אותו מדד בסיס שבו הם הונפקו). במקרים רבים, קשה לזהות את האג"ח האלה, מאחר שכל מערכת מסחר מתייחסת אליהם אחרת. במערכות מסוימות מופיעה תשואה שקלית לאג"ח האלה, בעוד שבמערכות אחרות התשואה המופיעה היא צמודה. לפיכך, המרווח מעל ממשלתי עשוי להטעות – כי לא תמיד ברור האם זה מרווח מעל ממשלתי צמוד או שקלי.

לעתים הפערים האלה עלולים לגרום למשקיע לקבל החלטת השקעה שאינה מבוססת על פרמטרים נכונים. קחו לדוגמה את מזרחי הנפקות 38. מדובר באג"ח צמוד עם מח"מ קצר יחסית של 2.90. האג"ח נסחר בתשואה צמודה של -0.17% בפער של 0.33% מאג"ח ממשלתי צמוד. ואולם, מכיוון שהאג"ח עם רצפת מדד והוא הונפק במדד גבוה יותר, כיום הוא נסחר במסלול השקלי ולפיכך התשואה השקלית שלו היא 0.6%, למרות שהוא מוגדר כקונצרני צמוד מדד.

זה עוד לא הסוף. מאחר שהאג"ח הונפק במדד בסיס הנמוך ב-2.34% מהמדד הקיים (מדד בסיס 100.39 ומדד ידוע 98.1), המשמעות היא שכל עוד האינפלציה לא תעלה בשיעור זה, המשקיע כלל לא יקבל הצמדה למדד.

הבעיה הזו מתעוררת דווקא כעת, לאור העובדה שהציפייה לסדרת מדדים חיוביים בשלושת החודשים הקרובים גרמה למנהלי השקעות ויועצים פיננסיים רבים להגדיל את חלקם של הצמודים בתיק ההשקעות. אחרי ש-2014 ו-2015 הסתיימו באינפלציה שלילית, הגענו למצב שרבים מהאג"ח הצמודים שהונפקו בשנים אלה נסחרים למעשה במסלול השקלי שלהם (בהנחה שהדבר נכתב בתשקיף).

10 סדרות האג"ח הצמודות הגדולות ביותר הנסחרות במסלול השקלי

תשואה צמודה	מרווח צמוד	תשואה כפי שמופיעה בחלק ממערכות המסחר (שקלית)	מרווח התשואה השקלית מאג"ח ממשלתי צמוד כפי שמופיעה בחלק ממערכות המסחר	מחמ	היקף סדרה (במיליארדי ₪)	כמה צריכה לעלות האינפלציה עד שיקבל המשקיע הצמדה
177 לאומי	0.32%	+0.76%	1.19%	4.15	5.34	1.83%
פועלים הנפקות 34	0.29%	+0.77%	0.85%	3.90	4.98	0.41%
פועלים הנפ 33	0.06%	+0.60%	1.27%	3.33	3.15	2.34%
גזית גלוב 12	3.68%	+3.53%	3.97%	8.09	2.96	2.24%
מזרחי הנפקות 38	-0.17%	+0.33%	1.09%	2.90	2.47	2.34%
מזרחי הנפקות 36	-0.75%	-0.26%	1.15%	1.38	1.84	2.04%
שיכון ובינוי 6	3.22%	+3.37%	3.53%	5.70	1.76	2.04%
חשמל 27	2.25%	+1.98%	2.39%	9.56	1.16	1.33%
עזריאלי 2	0.46%	+0.72%	0.86%	4.88	1.10	2.04%
סלקום 8	1.84%	+2.07%	3.37%	5.14	0.95	1.94%
מליסרון 8	1.25%	+1.50%	1.40%	5.02	0.93	0.84%

נקודת האור במצב הזה, היא כי דווקא מי שהחזיק באג"ח האלה בתקופה של ירידת האינפלציה נפגע פחות ממי שקנה אג"ח ללא רצפת אינפלציה. זאת מאחר שהאג"ח האלה גם ירדו פחות.

קיימים כיום מעל 70 אג"ח כאלה, מתוך כ-330 סדרות קונצרניות צמודות, כלומר לכ-20% מהאג"ח הצמודים הנסחרים בבורסה יש רצפת הצמדה. בחלק מהמקרים מדובר בסדרות גדולות ומוכרות מאוד כמו לאומי אג"ח 177 שהיקפה מעל 5 מיליארד ₪ או פועלים הנפקות 33 שהיקפה מעל 3 מיליארד ₪.

גם בשני המקרים האלה, התשואה השקלית רחוקה מאוד מהתשואה הצמודה. בלאומי 177 התשואה השקלית שבה נסחר כיום האג"ח היא 0.76%. לקוח עשוי לחשוב שמדובר במציאה שכן זו תשואה מפתה מאוד עבור אג"ח צמוד בדירוג AAA ל-4 שנים. אך בפועל התשואה הצמודה של האג"ח היא 0.32% וכל עוד האינפלציה לא תעלה ב-1.8% המשקיע כלל לא יקבל הצמדה למדד.

בפועלים 33 התשואה המוצגת היא 0.73% וגם כאן מדובר בתשואה שקלית, בעוד שהתשואה הצמודה היא רק 0.06%. כאן יידרש המשקיע להמתין עד עלייה של מדד המחירים לצרכן ב-2.34% לפני שיקבל הצמדה אמיתית.

בשורה התחתונה, במנגנון של האג"ח האלה יש מעין ביטוח. אם האינפלציה לא תעלה כפי שצופים החזאים – הרי שהאג"ח האלה ייהנו מתשואה שקלית, מינימלית אמנם, אך יפגעו פחות מהאג"ח הצמודים למדד. על הפרמיה הזו ניתן ללמוד מהשוואה בין אג"ח שקלי לאג"ח צמוד עם מנגנון רצפה. כך לדוגמה, אג"ח 6 הצמוד של שיוון ובינוי עם מנגנון הרצפה נסחר כיום בתשואה שקלית של 3.5% במחמ 5.7, בעוד שאג"ח 7 השקלי של שיוון ובינוי במחמ 5.35 נסחר בתשואה שקלית של 4%.

למי כדאי לשלם את הביטוח הזה? בעיקר מי שלא מעוניין להגדיל את החשיפה לצמודים בתיק ההשקעות שלו, אך בכל זאת רוצה לקבל הגנה ממקרה של עליית מדדים מעבר לצפי.

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 הפיננסיים המצוינים בכתבה זו. אין לראות בכתבה משום שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות המתחשב בצרכי האישיים והמיוחדים של כל משקיע.