

יוצאים יותר לנופש – והאג"ח מתחומי הפנאי מרוויחים

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

המחויבות המחודשת של הבנקים המרכזיים המובילים בחודש האחרון למדיניות מוניטארית מרחיבה במשך תקופה ארוכה, הובילה לירידת מרווחים דרמטית באג"ח מסקטור הצריכה הפרטית, במיוחד הנופש והפנאי ■ מה הלאה?

מתי בפעם האחרונה יצאתם לחופשה? בזמן שאתם מנסים להיזכר, ודאי שמתם לב שבשנים האחרונות נראה כי יותר ויותר אנשים יוצאים ליותר ויותר חופשות או מנצלים טוב יותר את שעות הפנאי שלהם. לפעמים נדמה לנו שאלה מחירי הטיסות שירדו, שיש יותר בתי מלון והתחרות גדולה יותר, שיש יותר מקומות חדשים לראות ויותר יעדים בהישג יד, שההורים שלנו מבילים הרבה יותר ממה שבילו הסבים והסבתות שלנו. כל הגורמים האלה אולי נכונים, אך במידה רבה מי שאיפשר את כל אלה, במיוחד בשנים האחרונות, הם לא אחרים מאשר הבנקים המרכזיים.

הבנקים המרכזיים הגדולים של המדינות המפותחות, שהורידו את הריביות לאפס כבר לפני כמה שנים ובחודש האחרון הפגינו שוב את נכונותם להמשיך ולהזרים כספים כדי לאושש את הכלכלה, אחראים במידה רבה לנכונות שלנו להגדיל עוד ועוד את הצריכה הפרטית וההשקעה שלנו בפנאי. בתחילת מרץ היה זה מריו דראגי, יו"ר הבנק המרכזי האירופי, שהרחיב והגדיל את תוכנית ההרחבה הכמותית באירופה ונתן זריקת עידוד לשווקים. אחריו בא הבנק המרכזי בארה"ב והוריד את התחזית שלו לקצב עליית הריבית בארה"ב ב-2016 וב-2017 ובחודשים הקרובים כנראה שגם הבנק המרכזי ביפן יגדיל שוב את תוכנית ההרחבה הכמותית שלו.

לא רק בארה"ב

למדיניות הזו חברה בשנה האחרונה ירידת מחירי הנפט ואחת התוצאות המרכזיות של שתיהן היא הגידול הדרמטי בצריכה הפרטית. בלא מעט מהשווקים בעולם (כולל ישראל), מובילה הצריכה הפרטית את הגידול בתמ"ג לפחות בשלוש השנים האחרונות. רק לפני שבוע פורסם תיקון לאומדן הצמיחה ברבעון הרביעי של 2015 בארה"ב, שהועלה ל-1.4%, לעומת אומדן ראשוני של 0.7%, כאשר מי שהיה האחראי המרכזי לשינוי הוא גידול גבוה מהצפי הראשוני של הצריכה הפרטית. הצרכן האמריקאי מהווה כ-70% מכלכלת ארה"ב.

למרות החולשה הכללית באירופה, גם הצריכה הפרטית בגוש היורו ממשיכה להשתפר בשנים האחרונות, בעקבות המדיניות המרחיבה של הבנק המרכזי, הירידה במחירי האנרגיה וכמובן גם הזמן שעבר מאז המשבר הפיננסי ומשבר גוש היורו. הגידול בצריכה ב-2015 עמד על 1.6%, הרמה הגבוהה ביותר מאז 2007. לפי תחזיות הבנק המרכזי, הצריכה הפרטית צפויה לעמוד על קצב די דומה בשנים הקרובות, אך לא להאיץ משמעותית. גם המכירות הקמעונאיות, שמהוות אינדיקציה לצריכה הפרטית המשיכו לעלות בחודשים האחרונים והם ברמתן הגבוהה ביותר מאז 2008.

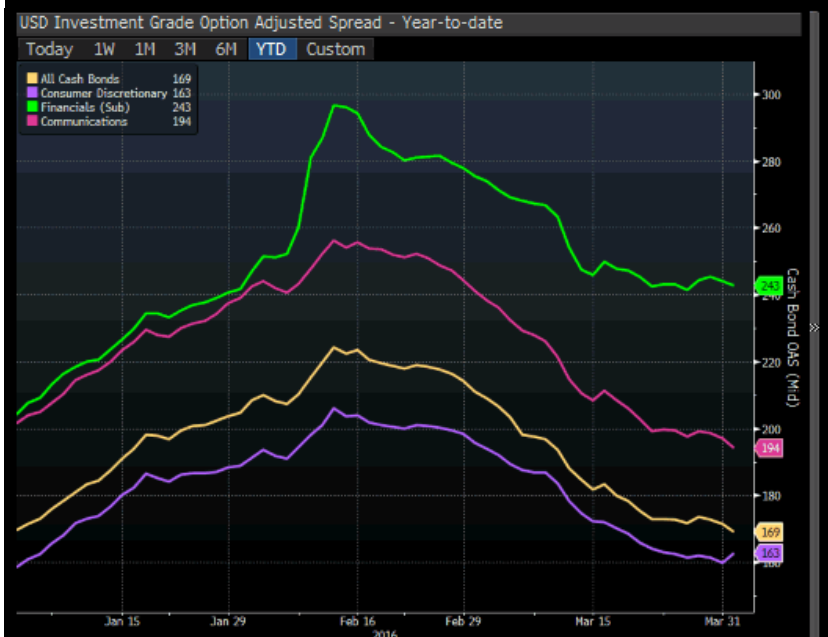
בולטות בכל תחום

השיפור בצריכה הפרטית הוא אחד הגורמים לביצועים החזקים בשוקי המניות של מגזרי הצריכה (בעיקר המחזורית, אך גם הבסיסית). מי שיבחן גם את שוק האג"ח הקונצרני העולמי יגלה גם כי תחומי הצריכה הם מהבולטים ביותר (אחרי הפיננסים) בהנפקות אג"ח מתחילת 2016, עם הנפקות בהיקף של 547 מיליארד דולר. הבולטות הזו באה לידי ביטוי גם במיזוגים ורכישות, כאשר מתחילת השנה הודיעו חברות בתחומי הצריכה המחזורית והבסיסית על עסקאות M&A בהיקף של 300 מיליארד דולר – יותר מכל תחום אחר וכשליש מההיקף הכולל של מיזוגים ורכישות שהיו בעולם בשלושת החודשים הראשונים של 2016.

בחודש האחרון במיוחד, ראינו את התוצאות של זה גם בשוק האג"ח הקונצרני העולמי, כאשר חברות מתחומי הנופש והפנאי רשמו ירידת מרווחים חדה יותר מכפי שנרשמה בתעשייה

המרווחים יורדים

מה קרה למרווח אג"ח ל-5 שנים בדירוג השקעה (בצהוב), של סקטור הפיננסים (ירוק), התקשורת (ורוד) והצריכה הפרטית (סגול) מתחילת השנה, בנקודות בסיס



כולה. כך לדוגמה המרווח באג"ח של חברת המלונאות היאט (דירוג BBB) לפדיון במרץ 2026 ירד בחודש האחרון ביותר מ-45 נקודות בסיס ל-260 נקודות בסיס ובאג"ח של הילטון (BB) לפדיון ב-2021 ירד המרווח בכ-70 נ"ב ל-269 נ"ב. באג"ח של חברת שייט התענוגות קארניבל קרוז לאוקטובר 2020 (+BBB) ירד המרווח מאז תחילת פברואר ב-27 נ"ב ל-121 נ"ב. בחברת התעופה סאות'ווסט איירליינס (BBB) לפדיון בנובמבר 2020 ירד המרווח ב-47 נ"ב ל-89.7 נ"ב. לשם השוואה, המרווח הכללי באג"ח בדירוג BBB בארה"ב ירד בחודש האחרון ב-20 נ"ב בלבד.

מה הלאה?

אמנם בחודש האחרון הביצועים של האג"ח הקונצרני בדירוגים הנמוכים בולטים מאוד לטובה, על רקע העלייה במחירי הסחורות ובעיקר הנפט, אך הבולטות בביצועי הקונצרני מתחומי הנופש והפנאי בולטת גם בדירוגים הגבוהים. כך לדוגמה המרווח באג"ח של דיסני (A) לפדיון בפברואר 2026 ירד בכ-20 נ"ב בחודש האחרון ל-52.8 נ"ב. המרווח באג"ח של נייקי (-AA) לפדיון במאי 2023 ירד בחודש האחרון ב-41 נ"ב, כאשר ממש בסוף מרץ אפילו בוצעו עסקאות באג"ח במרווח שלילי מעל ממשלתי (כלומר התשואה באג"ח של נייקי היתה אפילו גבוהה יותר מזו של ממשלת ארה"ב) בתשואה לפדיון של 1.83%.

לצד משקיעים המעדיפים להמשיך להיחשף לאג"חים של חברות כאלה, אשר מצד אחד מרוויחות מהגידול בצריכה הפרטית, הצפוי להימשך כל עוד הריביות אפסיות, ומצד שני נחשבות לחברות יציבות, יש כבר מי שתוהה עד כמה התשואות שם יוכלו לרדת. הירידה החדה במרווחים בתחום הפנאי והנופש או בסקטור הצריכה הפרטית כולו רק מדגישה את העובדה שהתשואות האבסולוטיות והמרווחים שם כבר נמוכים יחסית לתעשייה כולה (ראו תרשים).

אותם משקיעים כבר מפנים את תשומת הלב לכך שניתן לקבל תשואות ומרווחים גבוהים מהממוצע בסקטורים אחרים. כך למשל אג"חים מתחום הפיננסים (אג"ח נחות, לא חוב בכיר), שהמרווח הממוצע שלהם עומד כיום על 243 נ"ב, לעומת ממוצע של 169 לכל האג"חים בדירוג השקעה ו-163 נ"ב לאג"חים בסקטור הצריכה הבסיסית. כך גם סקטור התקשורת שבו המרווח הממוצע של אג"ח עומד על 194 נ"ב. בניגוד למניות, בתחום החוב איננו רואים סיכון גדול יותר בתעשיות כמו התקשורת, שכרגע נותנות תשואות גבוהות יותר.

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 בצרכי האישיים והמיוחדים של כל משקיע.