

מבחני הלחץ המפתיעים של S&P לבנקים בעולם: הפופולאריים ביותר, הם לא תמיד היציבים ביותר

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

במבחני לחץ מהרחבים ביותר שנערכו בעולם עולה כי משקיעים נמשכים דווקא לבנקים בארה"ב ובאירופה, למרות שבנקים באסיה צלחו את הבדיקות טוב יותר ■ למה משקיעים לא נוהרים לאג"ח הדולרי גם של בנקים באזורים אחרים בעולם?

עד כמה עמידה המערכת הבנקאית העולמית בפני קטסטרופה כלכלית? מבחני הלחץ שעורכים בשנים האחרונות הרגולטורים המפקחים על הבנקים בכל העולם, נועדו להתמודד עם הלקחים מהמשבר הפיננסי הגדול של 2007. אך התוצאות של מבחנים כאלה עשויות להפתיע לא מעט, במיוחד אם עורכים השוואה בינלאומית שלהם, כפי שעשתה חברת הדירוג סטנדרד אנד פורס (S&P) בבדיקה ראשונה מסוגה.

מבחני הלחץ של הבנקים בעולם נולדו בתגובה לחבילות ההצלה שנדרשו ממשלות להזרים לבנקים גדולים (על חשבון משלם המסים) בעקבות המשבר הפיננסי, כדי למנוע קריסה שלהם. הלחץ העיקרי מופעל על הבנקים המוגדרים חיוניים ו"גדולים מכדי ליפול"; הרי הכלכלה העולמית עשויה להיקלע למצוקה אם מי מהם יעלים בין לילה. חשש נוסף הוא מאפקט דומינו, שבו בנק נופל יפגע ביציבות בנק אחר, גם אם הוא חזק ויציב.

לפיכך, המבחנים נועדו לבדוק מצבי קיצון דרמטיים. במבחן האחרון, למשל, שערך הפדרל ריזרב לבנקים בארה"ב לפני קצת פחות משנה הוא דימה מצב שבו האבטלה קופצת ל-10% (כיום היא כ-5%), הבורסה צונחת ב-60% ומחיר הנפט מגיע ל-110 דולר (אז המחיר היה כ-80 דולר). רשויות הפיקוח באיחוד האירופי בחנו לפני שנה מצב שבו התמ"ג ירד בעד 6%, האבטלה תקפוץ ל-15% ושוק המניות ירד ב-60%. לפני שבוע הודיעו הרשויות באירופה כי במבחני הלחץ שייערכו לבנקים ביבשת ב-2016 ייבחנו גם תנודות קיצוניות של שער חליפין.

במבחנים בארה"ב נבדקו 31 הבנקים הגדולים. באירופה נערכה הבדיקה ל-123 בנקים. סטנדרד אנד פורס ביצעה את המבחנים הנרחבים ביותר שבהם נבדקו 165 בנקים ב-52 מדינות – 67 מהם באירופה, 16 באסיה, 57 בשווקים מתעוררים ו-25 בצפון אמריקה, כאשר הבנקים נעו על רצף הדירוג מ-AAA מושלם ועד CCC+.

דוגמאות לאג"חים ממזרח ומערב

מדינה	דירוג	תקופה לפדיון	תשואה	מרווח מעל ממשלתי
צרפת	AA	ינואר 2020	2.12%	0.64%
אוסטרליה	-AA	נובמבר 2020	2.50%	0.86%
ארה"ב	A עם תחזית שלילית	אוקטובר 2020	2.59%	0.95%
הונג קונג	+A	יוני 2020	3.15%	1.59%
סין	A	פברואר 2020	3.15%	1.66%
בריטניה	-A	ינואר 2020	2.31%	0.84%
ארה"ב	A- עם תחזית להורדת דירוג	אוקטובר 2020	2.70%	1.06%
ארה"ב	+BBB	ספטמבר 2020	2.79%	1.17%
אוסטרליה	BBB	אפריל 2021	3.82%	2.10%
הודו	-BBB	מאי 2020	3.42%	1.88%

התוצאות מהמבחנים של S&P היו מפתיעים. כך למשל, מהמבחנים האלה עלה כי דווקא במדינות בדירוגים הבינוניים ומטה, כמו ספרד, הרגולטור המקומי עשה עבודה נאמנה לייצוב הבנקים אחרי המשבר, בעוד שדווקא בבנקים מסוימים בגרמניה התגלו קשיים בעמידה במבחני לחץ מחמירים. גם הבנקים בצרפת לא יצאו נקיים. מנגד, מי שצוין לשבח בבדיקה של S&P הם דווקא בנקים מצפון אמריקה ואסיה, לעומת בנקים בשווקים מתעוררים שחווים קשיים מהותיים.

המבחנים האלה מעוררים לא מעט מחשבה, במיוחד מאחר שהשווקים אינם רואים את הדברים כך. במלים אחרות, בהשוואה בין דירוגים דומים, אג"חים של בנקים באירופה ובארה"ב נסחרים בתשואות נמוכות יותר מבנקים באסיה – כלומר השווקים רואים בהם סיכון נמוך יותר.

כך לדוגמה האג"ח של בנק דקסיה הצרפתי, בערבות ממשלתית, מדורג AA בינ"ל לפדיון בינואר 2020 נסחר בתשואה של 2.12% (0.64% מעל ממשלת ארה"ב). לעומתו, Commonwealth bank of Australia בדורג AA- לפדיון בנובמבר 2020 נסחר בתשואה של 2.50% (0.86% מעל ממשלתית). בכל הדוגמאות מדובר באג"חים הנקובים בדולר.

אג"ח של סטנדרד צ'ארטד ההונג-קונגי בדירוג A+ לפדיון ביוני 2020 נסחר בתשואה של 3.15% (1.59% מעל ממשלתית) ואג"ח של בנק אוף צ'ינה בדירוג A לפדיון בפברואר 2020 נסחר ב-3.15% (1.66% מעל ממשלתית). לעומתם, אג"ח של ג'י. פי מורגן בדירוג A (עם תחזית שלילית) לפדיון באוקטובר 2020 נסחר בתשואה נמוכה יותר של 2.59% (0.95% מעל ממשלתית).

הדוגמאות האלה בולטות בכל קבוצות הדירוג. אג"ח של ברקליס הבריטי לינואר 2020 בדירוג A- נסחר בתשואה של 2.31% (0.84% מעל ממשלתית). להשוואה, אג"ח קצת יותר ארוך (אוקטובר 2020) של בנק אוף אמריקה בדרג דומה, אך עם תחזית להורדת דירוג, נסחר בתשואה של 2.70% בלבד (1.06% מעל ממשלתית), בעוד שבתנאים כאלה ניתן היה לצפות לתשואה גבוהה יותר.

אג"ח של Keycorp האמריקאי בדירוג BBB+ לפדיון בספטמבר 2020 נסחר בתשואה של 2.79% (1.17% מעל ממשלתית) לעומת Maquarie האוסטרלי בדירוג BBB לפדיון באפריל 2021 שנסחר בתשואה של 3.82% (2.10% מעל ממשלת ארה"ב). דוגמה אחרת להשוואה היא אג"ח של בנק אוף אינדיה (בנק שיש לו גם סניף בישראל במתחם הבורסה ברמת גן) המדורג BBB- ונסחר בתשואה של 3.42% לפדיון במאי 2020 (1.88% מעל ממשלת ארה"ב).

מהדוגמאות האלה עולה בבירור כי המשקיעים מעדיפים (ומוכנים לקבל תשואה נמוכה יותר) בבנקים אמריקאים ואירופאים על פני אפשרות להשקעה באג"חים דולריים של בנקים באסיה בתשואה גבוהה יותר. הסבר אפשרי אחד הוא שמשקיעים מעדיפים לפעול בשווקים עם רגולציה מערבית של מדינה מפותחת – אבל הטיעון הזה לא מסביר מדוע גם אג"חים של בנקים במדינות מפותחות באסיה (כמו אוסטרליה) נסחרים בפרמיה מעל האג"חים באירופה או בארה"ב.

זה מוביל אותנו להנחה שההסבר אחר וטמון ב"העדפה ביתית" (HOME BIAS); למשקיעים נוח יותר להשקיע בחברות שקרובות אליהם פיזית. אנו מכירים היטב את הבעיה הזו גם בבית, בקרב משקיעים ישראלים רבים, שלעתים חוששים להיחשף לחו"ל גם בתיק האג"ח. אך הדוגמאות האלה ממחישות לנו כי כאשר עובדים בזירה העולמית, חשוב לבחון אותה בפריזמה הגלובלית. גם לבנקים באסיה, שדרוגם גבוה בקנה מידה בינלאומי, יש מה להציע וניתן למצוא בהם תשואות עודפות על פני הבנקים המוכרים יותר, שלעתים עלולים אפילו לא לעמוד בכבוד במבחני הלחץ.

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.