

אג"ח בנקים באירופה: האם התשואה כבר מפצה על הסיכון?

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

נראה כי מערכת הבנקאות באירופה מתקרבת למשבר – וייתכן כי למשקיעים הנחושים לנצל כדאי לבחון את האג"ח של הבנקים, ולא את המניות ■ הבנקים מוכנים לשלם ריבית גבוהה יחסית על חוב נחות, אך לא בכל המקרים התשואה מפצה על הסיכון

הנכס הפיננסי שספג את הפגיעה הקשה ביותר מאז פורסמו תוצאות משאל העם בבריטניה הוא ללא ספק הבנקים האירופאים. אחרי שמניותיהם כבר ירדו ב-20% עוד לפני ההחלטה של הבריטים על עזיבת האיחוד האירופי – הגיע המשאל והכפיל את קצב הירידה. כשגוף כמו דויטשה בנק, הבנק הגדול בגרמניה ומי שנחשב בעבר למודל חיקוי של בנק אירופאי שהפך לקבוצת בנקאות גלובלית, נסחר לפי שווי שוק של 16 מיליארד דולר, פחות ממחצית מהכנסותיו השנתיות – סימן שמשהו כאן אינו כשורה. כשבנקים אירופאים רבים נסחרים במכפילים של 0.2-0.5 על ההון, זה נראה כמו עיוות קיצוני. האם זה הרגע להסתער על מניות הבנקים באירופה?

כמו שהדברים נראים כעת, הבנקים באירופה מתקרבים למשבר דומה לזה שבפניו עמדה מערכת הבנקאות האמריקאית ביום שלאחר נפילת ליהמן ברדרס. אך בעוד שבבנקים האמריקאים ראינו בשמונה השנים האחרונות מחיקות והפרשות ענק, ניקוי נכסים בעיתיים בתוך ומחוץ למאזנים והתייעלות דרמטית, הצליחו הבנקים באירופה להימנע מכך. המחיר של הרפורמה בבנקים האמריקאים עבור בעלי המניות היה כבד, שכן הזרמות הענק של הממשל "מחקו" אותם במקרים רבים. מניות הבנקים האמריקאים הם הסקטור היחיד שלא חזר לרמתו מלפני 2007.

אך לא כך היה באג"ח של הבנקים האמריקאים, שם ניתן היה לגזור רווחי עתק כאשר ממוסדות על סף קריסה עם תשואות בשמים הם היו לאחד הסקטורים שבהם נרשמו רווחי ההון הגדולים ביותר בשנים האלה. כך למשל מדד שפיתחה בלומברג למעקב אחרי אג"ח בנקים אמריקאים בדירוג השקעה עלה מתחילת 2010 (מאז קיימים הנתונים) ב-43%, לעומת עלייה של 32% באג"ח קונצרני כללי במח"מ דומה (כ-5.5 שנים) באותה תקופה.

לפיכך, ייתכן כי למשקיעים הנחושים לנצל את משבר הבנקים באירופה כדאי לבחון דווקא את האג"ח שלהם, אם כי נדרשת מהם יכולת הבנה והיכרות טובה עם העניין – וגם להבין כי ייתכן שהירידות עוד לא הסתיימו ומי שרוכש היום עשוי למצוא מחיר אטרקטיבי יותר מחר.

עולם החוב הבנקאי עבר בשנים האחרונות שינויים רבים – בדיוק בגלל אותו משבר ב-2008 ועל רקע ההיערכות לכללי באזל 3, שנועדו בין השאר לפשט את המאזנים של הבנקים ומבנה ההון שלהם. היקף שוק החוב של בנקים אירופאים (כאלה שרשומים במדינות אירופה, כולל שווייץ, אך ללא הנפקות של חברות בנות במדינות מחוץ ליבשת) מסתכם ב-6.5 טריליון דולר.

באופן כללי ניתן לחלק את האג"ח של הבנקים בעולם לשתי קבוצות: חוב בכיר וחוב נחות. החוב הבכיר (Senior) נועד לשמש ככלי לגיוס אשראי עבור הבנקים והוא נחשב לחוב הבטוח ביותר שהם יכולים להנפיק, כי במקרה של קריסת הבנק מי שיחזיק באג"ח חים האלה יהיה מהנושים הראשונים. לעתים החוב גם מובטח (Secured) או מגובה בנכסים כלשהם. על פי רוב, החוב הזה יזכה לדירוג הגבוה ביותר, אך משום כך גם האג"ח חים האלה ייסחרו בתשואות הנמוכות ביותר. כך למשל אג"ח בכיר של קבוצת הבנקאות הצרפתית BNP לחמש שנים בדירוג A נסחר בתשואה לפדיון של 2.02%.

דוגמאות לאג"ח חים שונים של בנקים בדולר

בנק	רמת חוב	דירוג האג"ח	מועד פדיון	תשואה לפדיון
BNP	Senior unsecured	A	2022	2.02%
	Subordinated	+BBB	2026	4.04%
	(COCO)Jr Subordinated	-BBB	צמית (אפשרות קריאה ב-2025)	7.76%
RBS	Subordinated	BB	2024	5.40%
	(COCO)Jr Subordinated	B	צמית (אפשרות קריאה ב-2020)	9.20%
	Senior unsecured	+BBB	2019	1.84%
בנק אופ אמריקה	(Perpetual)Jr Subordinated	+BB	צמית (אפשרות קריאה ב-2018)	7.74%
	Subordinated	-BBB	2023	3.99%
סטנדרד צ'רטרד	(COCO)Jr Subordinated	-BB	צמית (אפשרות קריאה ב-2020)	8.40%

הדרגה הנמוכה יותר היא החוב הנחות וכן מדובר למעשה בכלי להגדלת ההון של הבנק. מאחר שהוא נכלל בחישוב יחסי הלימות ההון של הבנקים – והיחסים האלה אמורים לגדול במסגרת יישום באזל 3 – הבנקים מוכנים לשלם בעבורם ריבית גבוהה יותר וכן עשויים להיות אג"ח מעניינים יותר להשקעה.

חשוב להבחין בין שתי הרמות העיקריות של החוב הנחות. הרמה הראשונה, הנחשבת ל"בטוחה" יותר, נקראת Lower Tier2. זה אג"ח דומה לחוב הבכיר, אבל במקרה של קריסת הבנק, המחזיקים בו מדורגים נמוך יותר במדרג הנושים. האג"ח הנחשבים במסגרת הזו מכונים Subordinated.

הרמה השנייה של חוב נחות היא הנמוכה ביותר במדרג הנושים עד כדי כך שבמקרים מסוימים ניתן לדחות תשלום קופון (באג"ח) שמשויכים לרמת Upper Tier2) או אף לבטלם לחלוטין (ואז הם שייכים לרמת ההון שמוגדרת כ-Tier1). יש כמה סוגים של אג"ח בשני המדרגים האחרונים האלה, בהם אג"ח צמית (Perpetual) שבו למנפיק יש אופציה לפדיון מוקדם (CALL) ואג"ח מסוג COCO שבו במקרה שמתקיימים תנאים שהוגדרו מראש ניתן לדחות את התשלום, למחוק את החוב או אף להמירו למניות.

כפי שניתן להבין, ה-COCO הוא המדרג הנמוך ביותר של אג"ח הבנקים ולכן הוא אמור לקבל את הדירוגים הנמוכים ביותר – אך גם את התשואה הגבוהה ביותר. ה-COCO הוא מעין מנגנון חילוץ פנימי עבור הבנקים כשהם נקלעים לקשיים. הוא יכול להיות מומר למניות או להימחק לחלוטין במידה ונפרצת רמת הלימות הון מסוימת (למשל 7% או 5%) או במידה והמנפיק מגיע לנקודת אי יכולת הישרדות או אם והרגולטור קובע כי אין ביכולתו לשלם – הכל לפי מה שנקבע בתשקיף. ה-COCO יכול להיות ללא מועד פדיון ואז הוא נקרא Perpetual, אך חשוב להבין כי לא כל Perpetual הוא COCO. בארה"ב למשל מקובל יותר להנפיק Perpetual, בעוד שבאירופה ה-COCO הוא הפופולארי יותר).

לנוכח החששות ממערכת הבנקאות באירופה, נשאלת השאלה אם אג"ח ה-COCO נסחרים כיום בתשואה שמפצה מספיק על הסיכון הטמון בהם למחיקת ההשקעה – סיכון שנראה היום קרוב יותר מכפי שהיה לפני שנה, למשל. כך למשל אג"ח דולרי צמית מסוג COCO של HSBC (המדורג BBB-, לעומת דירוג A לאג"ח הבכיר שלו) נסחר בתשואה של 6.7%. COCO צמית דולרי של קבוצת סטנדרד צ'רטרד הבריטי המדורג BB נסחר ב-8.4%. COCO של BNP בדירוג BBB- עם אופציית CALL ל-2021 נסחר ב-7.55%.

להערכתנו, התשואות הנוכחיות של ה-COCO אינן מפצות דיין על הסיכון הטמון כיום באפיק זה. בשיא המשבר הקודם בחודש פברואר השנה המחירים היו נמוכים עוד יותר – בעוד שכרגע מצבם של הבנקים נראה גרוע יותר. הבנקים האירופאים כיום מתמודדים עם ריבית שלילית עוד יותר מכפי שהיתה, עם תחזית לגידול בהוצאות על רקע הצורך בהעברת מטות ופעילויות מבריתניה למדינות האיחוד האירופי ועל רקע ההתייעלות הנדרשת מהם כעת.

ומה לגבי האג"ח מסוג Subordinated שרמת הביטחון שלהם גבוהה יותר מה-COCO? כאן נראה שיש לא מעט מקרים שעשויים להיות מעניינים להשקעה, למי שמודע לרמות הסיכון. אג"ח דולרי מסוג כזה של BNP המדורג BBB+ ל-10 שנים נסחר כיום בתשואה של 4.04% - כפול מהאג"ח הבכיר, כחצי מה-COCO. סטנדרד הבריטי בדירוג BBB ל-7.5 שנים נסחר ב-4%. ברקליס הבריטי בדירוג BBB- ל-10 שנים נסחר ב-4.75%. אג"ח דולרי של דויטשה בנק ל-9 שנים בדירוג BB+ נסחר ב-5.6%. אג"ח דולרי של RBS (BB+) ל-8 שנים נסחר ב-5.4%.

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.