



סקירה שבועית // 29.4.18

אפיק האג"ח

סביבת המאקרו ושוק האג"ח

❖ נתוני סחר החוץ בשלושת החודשים הראשונים של 2018 עלו בצורה נאה. יצוא הסחורות עלה ב-3.8% בחישוב שנתי בהמשך לעליה של 3.1% ברבעון הרביעי של 2017. יבוא הסחורות עלה ב-19.8% בהמשך לעליה של 20.2% ברבעון הרביעי של 2017. הגירעון המסחרי (סחורות בלבד) בשלושת החודשים הראשונים של השנה הסתכם ב-18.2 מיליארד ₪ לעומת גירעון בגובה 7.3 מיליארד ₪ רבעון קודם לכן.

❖ נתוני סחר החוץ מצביעים על חולשה מתמשכת בייצוא והמשך מגמת התרחבות מהירה ביבוא הגורמים להמשך עליה בגרעון הסחר וצמצום בעודף בחשבון השוטף אשר מהווה לחץ על השקל.

❖ אנו ממשיכים וממליצים על מח"מ תיק קצר של עד 3.5 תוך מתן דגש לעליית התשואות העולמית.

אג"ח קונצרני

❖ השבוע הסתכם בירידות שערים באפיקים הקונצרניים על רקע מימושים בשווקי המניות ובאפיק הממשלתי בארץ ובעולם. אפריקה נכסים ח' בלטה לשלילה בירידה של כ-2% על רקע הרחבת סדרה בהיקף של כ-325 מ"ח.

❖ אנו ממליצים לנצל התרחבות המרווחים בכדי להגדיל אחזקות באגרות חוב קונצרניות באופן סלקטיבי.

סביבת המאקרו ושוק האג"ח בחו"ל

❖ בארה"ב, קריאת התמ"ג לרבעון הראשון הסתכמה ב-2.3% תוצאה טובה יותר מאשר קונצנזוס החזאים שעמד על 2%. נתון זה מסמן האטה מסוימת ביחס לצמיחה בשיעור שנתי של 2.9% שנרשמה ברבעון הרביעי של 2017. הצריכה הפרטית רשמה עליה של 1.1% בלבד לעומת צמיחה של 4% ברבעון הרביעי של 2017 נתון שהעביר על התוצאות הכוללות.

❖ באירופה, נגידה ECB דראגי ציין כי מועצת המנהלים לא דנה במדיניות המוניטארית, אלא בנתוני המאקרו שנחלשו לאחרונה. הוא ציין כי קיימת התמתנות כלכלית אולם הצמיחה היא עדיין מוצקה ורחבת היקף וכי הוא בטוח שהאינפלציה תגיע ליעד. בתוך כך, ECB מצוין כי שערי הריבית יחלו לעלות מהרמה הנוכחית ברבעון השני בשנה הבאה.

אפיק המניות

ישראל

❖ שבוע המסחר בת"א ננעל במגמה שלילית. מדד ת"א 125 ירד ב-1.11%. מהמניות הבולטות נציין את מניות ארקו אחזקות ובזק שעלו בכ-10% ו-6% בהתאמה. בלטו בירידות שערים מניות פרוטרום ומזור רובוטיקה שירדו בממוצע כ-10% כל אחת.

❖ על פי העיתונות, שיכון ובינוי מעוניינת למכור את פעילות התשתיות והקבלנות באפריקה שעומדת בלב חקירת השוחד. הדירקטוריון עדיין לא קיבל החלטה רשמית בנושא, אך הוא אוסף מידע על מתעניינים בשוק.

ארה"ב

❖ מדדי ארה"ב סיכמו שבוע שלילי כאשר ברקע עונת הדוחות ממשיכה. משקיעים מנסים להעריך האם תוצאות הרבעון הראשון החזקות הן רבעון השיא של השנה או שמה מדובר במעבר להילוך גבוה יותר של המחזור הכלכלי. דיון זה מתחדד לנוכח עלייה באינפלציה ובמחירי חומרי הגלם בתקופה האחרונה.

❖ Visa, חברת הסליקה הגדולה בעולם פרסמה דוחות חזקים הן בשורה העליונה והן בתחתונה. החברה העלתה את תחזית ההכנסות לשנה כולה ומצפה לגידול דו-ספרתי נמוך לעומת תחזית קודמת של צמיחה חד-ספרתית גבוהה. שיעור נמוך של תמריצים הוביל להפתעה חיובית מעל לציפיות הקונצנזוס של 10% ברווח למניה. מחיר היעד הממוצע של האנליסטים עלה ל-144 דולר הגבוה בכ-15% מהמחיר הנוכחי.

❖ Amazon פרסמה דוחות טובים בפער ניכר מהציפיות המוקדמות בכל שלושת חטיבותיה. חוזקה מיוחדת נרשמה בפעילות הענן בצפון אמריקה. הרווח למניה הסתכם ב-3.27 דולר מול צפי ל-1.22 דולר למניה. מחיר היעד של הקונצנזוס עומד על 1,827 דולר הגבוה בכ-10% מהמחיר הנוכחי.

אירופה

❖ מדדי אירופה סיכמו שבוע חיובי. מדד האירוסטוקס 600 עלה ב-0.73%. עונת הדוחות באירופה בעיצומה. מניות הקמעונאות, הבנקאות, הטכנולוגיה והנפט והגז עמדו במוקד השבוע ובאופן כללי הציגו דוחות טובים מהציפיות. חולשה מסוימת נרשמה בסקטור הכרייה עת פורסמו דוחות פושרים של חברות מרכזיות בתחום.

מדדי אג"ח ממשלתי	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה	מדדי אג"ח חברות	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה	מח"מ	ת' פנימית	מרווח
מדד מק"מ	277.7	0.00%	0.01%	מדד תל בונד 60	334.3	-0.16%	0.10%	4.0	0.75%	1.30%
ממשלתי קבוע 2-5 שנים	432.7	-0.22%	-0.74%	מדד תל בונד צמודות	335.6	-0.16%	0.15%	3.9	0.75%	1.31%
ממשלתי קבוע 5+ שנים	631.6	-0.54%	-1.03%	מדד תל בונד תשואות	354.0	-0.14%	-1.44%	3.7	1.90%	2.49%
ממשלתי מדד 2-5 שנים	274.4	-0.09%	0.46%	מדד תל בונד לא צמודות	347.0	-0.48%	-1.25%	3.8	2.56%	1.80%
ממשלתי מדד 5-10 שנים	353.8	-0.21%	-0.17%	מדד תל בונד שקלי	372.4	-0.54%	-1.45%	3.9	2.74%	1.89%
אג"ח כללי	352.4	-0.24%	-0.30%	מדד תל בונד תשואות שקלי	359.1	-0.52%	-2.18%	3.5	4.24%	3.50%
מדדי מניות בישראל	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה	מדדי מניות בחו"ל	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה			
מדד ת"א 35	1466.9	-1.18%	-2.84%	S&P 500	2666.9	-0.01%	-0.14%			
מדד ת"א 125	1331.4	-1.11%	-2.42%	Nasdaq 100	6649.7	-0.17%	4.06%			
מדד ת"א 90	1066.5	-0.80%	-2.12%	Eurostoxx 600	383.8	0.73%	-1.17%			
מדד ת"א צמיחה	1255.8	-1.85%	-4.34%	DAX 40	12500.5	0.32%	-2.61%			
מדד ת"א נדל"ן	535.2	-1.86%	-5.38%	MSCI World	511.3	-0.28%	-0.34%			
מדד ת"א בנקים-5	2004.5	1.16%	2.30%	MSCI Emerging Markets	1158.2	-0.32%	-0.02%			



זרקור // מכשירי חוב בנקאיים

בשנה האחרונה משקל ההנפקות של הגופים הפיננסיים ירד משמעותית לכ-20% מסך ההנפקות החדשות וזאת לעומת משקל היסטורי של כ-30%. בין הגורמים לירידה בהיקף ההנפקות ניתן לציין את החמרת הרגולציה ובצידה הגדלת רכיב הון הליבה הנדרש במסגרת הנחיות באזל 3 וכן חקירות והליכים משפטיים של חלק מהבנקים אשר מנעו הנפקות תחת תשקיף. מטרת זרקור זה היא לשפוך אור על ההבדלים בין מכשירי החוב השונים של הבנקים לאור חידוש הגיוסים באפיק ולצורך תמחור אופטימלי של אגרות החוב הקיימות בשוק.

רפורמת באזל 3 נולדה מתוך הכשלים שהתגלו במערכת הבנקאית בזמן המשבר הכלכלי העולמי בשנים 2007-2009. עיקרי הרפורמה היה בהעלאת האיכות והשקיפות של רכיבי ההון השונים ועדכון יחס הלימות ההון משוקלל הסיכון הנדרש מהבנקים. המטרה העיקרית שעמדה לנגד עיניהם של המחוקקים הייתה לשפר את יכולת ספיגת ההפסדים של הבנקים וצמצום הסיכון המערכתי. כאמור, הרגולציה על המערכת הבנקאית מבדילה בין סוגים שונים של הון עבור הבנקים כאשר לכל רובד יש מאפיינים שונים והיקפו מוגבל ביחס לרבדים האחרים המרכיבים את ההון.

מכשיר	הון רובד 1
מניות ועודפים	הון ליבה הון מניות ועודפים
מניות בכורה צמיתות, COCO צמיתות עם טריגר להמרת הקרן למניות.	הון רובד 1 נוסף - מניות בכורה צמיתות שאינן מכשירי הון מורכבים, מכשירי הון מורכבים לא חדשניים וחדשניים
	הון רובד 2
שטר הון או COCO שאינן צמיתות בעלות מנגנון המרה למניות או צוברות ריבית בהתקיימות טריגר	הון רובד 2 עליון - מכשירי הון מורכבים בתנאים מסויימים
כתבי התחייבות נדחים ללא מנגנון צבירת ריבית או מחיקה	הון רובד 2 תחתון - כתבי התחייבות נדחים או מכשירי הון אחרים

להלן ההבדלים המרכזיים בין מכשירי החוב הבנקאיים:

דרגת הנשייה – הון רובד 1 הינו המרכיב המרכזי של הון הבנק. שאר שכבות ההון כגון הון רובד 1 נוסף וכן הון רובד 2 עליון / תחתון נבדלים זה מזה בדרגת הנשייה ומשמשים כרית נוספת לספיגת הפסדים וזאת רק לאחר שהרבדים העליונים יותר אינם מספיקים או נדרשים לתמיכה הונית נוספת.

מועד הפירעון – בעוד לכתבי התחייבות נדחים ולאג"ח יש מועד פירעון סופי מובהק בדומה לאג"ח קונצרני רגיל, ישנם מכשירים הוניים כגון COCO צמיתות (תאריך הפירעון לא יפחת מ-49 שנים). למכשירים הללו מתקיים מנגנון פדיון מוקדם לאחר 5/10 שנים ממועד ההנפקה, בכפוף להתאמת מנגנון הריבית. אם הבנק בוחר לממש את זכותו לשלם את הריבית בהתאם למנגנון, מועד הפירעון של האג"ח מוארך ב-5 שנים נוספות.

מנגנון השהיית ריבית – במכשירי ההון ההיברידיים כגון שטרי ההון ו-COCO מתקיים מנגנון של השהיית / הפסקת תשלומי ריבית במקרה בו ישנם הפסדים משמעותיים לבנק או בכפוף להנחיית הפיקוח. המטרה במנגנון זה השתתפות של בעלי החוב בספיגת הפסדי הבנק. חלק מהמכשירים עשויים לצבור את הריבית או במקרים אחרים לקבל תמורה מנייתית בגין הריבית שלא שולמה.



זרקור // מכשירי חוב בנקאיים - המשך

המרת הקרן למניות / מחיקת הקרן / דחיית קרן - שטרי ההון וה-COCO מקיימים במרבית המקרים מנגנון המרה למניות בהתקיים מצב בו ההון רובד 1 ליבה אינו עומד בדרישות הלימות ההון והבנק נדרש לחזק אותו. לדוגמא: ה-COCO של בנק לאומי מכיל התניה כי הקרן תומר להון מניות בהתקיים טריגר בעוד שאצל חלק מהמתחרים לא קיים סעיף זה. כמו כן, בשטרי ההון הישנים קיימים מנגנונים שונים של דחיית קרן או המרה להון מניות בהתאם לתשקיף הספציפי של שטר ההון, אך לא קיים מקרה של מחיקת קרן, דבר שהינו אפשרי בהנפקות מסוג COCO.

החל מיישום באזל 3, לא יכולים הבנקים להנפיק שטרי הון אלא רק הנפקות מסוג COCO, אולם שני סוגי ההון נכללים בהון רובד 2 עליון של הבנק. **קיימת אבחנה בין שטרי ההון הישנים של הבנקים לבין ה-COCO** בעיקר בשל השוני בטריגר המפעיל המרה למניות / דחיית תשלומים / מחיקה. בעוד ב-COCO נדרש יחס הון ליבה לרכיבי סיכון נמוך מ-5% והון מזערי כולל נמוך מ-9% כדי לאפשר אירוע של המרה, בשטרי ההון הישנים המנגנונים בד"כ מקלים יותר או שהרף הינו נמוך יותר וכולל דחייה וצבירה של ריביות ותשלומי קרן ואילו ההמרה למניות נעשית רק במקרה קיצון. לכאורה, גורם שוני זה מחייב הבדל בתמחור בין שטרי ההון הוותיקים לבין ה-COCO החדשים. אולם יש לזכור כי למפקח על הבנקים שמורה היכולת להורות על הפעלת מנגנון דחיית/מחיקת/המרה של תשלום הון לשטרי ההון והן ל-COCO.

מסחר - יחידת מסחר היא 50,000 ש"ח ב-COCO בעוד באגרות האחרות יחידת המסחר היא כאג"ח קונצרני רגיל.

דירוג אגרת החוב יורד ביחס לרמת הנשייה ובהתחשב בשינוי לרכיב ההון - לפיכך, ה-COCO ושטרי ההון הם הרכיב הנחות ביותר בדירוג והם מסווגים כהון רובד 1 נוסף / רובד 2 עליון. כתבי התחייבות נדחים שאינם היברידיים נחשבים להון משני תחתון, בכירים יותר בסדר הנשייה וזוכים לדירוגים גבוהים יותר. איגרות החוב הבנקאיות ברמת פיקדון מוגדרות כחוב ולא מסווגות להון ועל כן זוכים לדרגת הדירוג הגבוהה ביותר ביחס לאותו המנפיק / בנק.

אגרות החוב של בנק לאומי

שם נייר	מח"מ ברוטו	תשואה ברוטו	מרווח ממשלתי	סוג הצמדה	דרוג מאוחד	בטחונות	פדיון סופי	מנגנון ריבית	סיווג להון	תנאים עיקריים
לאומי אגח 177	2.16	-0.31	0.58	מדד	AAA	ללא	30/06/2020		לא - חוב בכיר	חוב
לאומי אגח 178	5.48	1.80	0.58	שקלי	AAA	ללא	31/03/2024		לא - חוב בכיר	חוב
לאומי התחייבות יד	2.44	-0.26	0.63	מדד	AA+	ללא	10/11/2020		רובד 2 תחתון	חוב
לאומי ש"ה נד 200	2.65	-0.07	0.76	מדד	AA	ללא	04/02/2060		רובד 2 עליון	דחיית ריבית אין המרה למניות
לאומי ש"ה נד 201	2.72	0.94	0.75	שקלי	AA	ללא	04/02/2060	מק"מ שנה+1.4	רובד 2 עליון	
לאומי ש"ה נד 300	2.18	-0.17	0.77	מדד	AA	ללא	10/08/2059		רובד 2 עליון	
לאומי ש"ה נד 301	2.24	0.87	0.68	שקלי	AA	ללא	10/08/2059	מק"מ שנה+2	רובד 2 עליון	
לאומי התח 400 (COCO)	2.62	1.52	1.04	שקלי	AA	ללא	21/01/2026		רובד 2 עליון	יש המרה למניות

- סדרות 177/178 מדורגות בדירוג AAA ונסחרות במרווח של כ-0.6% מעל לאגרות הממשלתיות המקבילות. יש להבחין כי לאומי 177 נסחר תחת הגנת מדד (מדד המחירים לצרכן הנוכחי נמוך מהמדד בו הונפק הנייר ולכן בעת תשלומי האג"ח המדד לתשלום הוא המדד בו הונפק הנייר ולא מתחתיו עד שהצמדה תהפוך לחיובית).



OCEAN
בית השקעות

זרקור // מכשירי חוב בנקאיים - המשך

- כתב התחייבות יד' נסחר במרווח 0.7% בקירוב מול הממשלתי כאשר בפירמידת הנשייה הוא נחשב לבכיר יותר מלבד סדרות 177/178. האג"ח מדורג AA+.
- שטרי ההון הישנים של לאומי 200/201 אינם כוללים מנגנון המרה למניות הבנק אך כוללים דחייה של תשלומים בהפעלת טריגר, דירוגם יותר נמוך בנוטץ' אחד ביחס ללאומי התחייבויות יד' ולכן הם נסחרים בכ-10 נק' בסיס נוספות מעל כתב התחייבות יד' ובממוצע במרווח של 0.75 ביחס לניירות הממשלתיים.
- הנייר בעל התמחור נמוך ביותר הוא לאומי התחייבות 400 (COCO) שנחשב באותו דירוג כמו שטרי ההון וגם נחשב לאותו רובד בהון אולם המנגנון שלו מחמיר ביחס לשטרי ההון הישנים וכולל המרה למניות הבנק בהפעלת טריגר ולפיכך הוא נסחר במרווח של 1% ביחס לממשלתי וכ-25 נק' יותר משטרי ההון הותיקים.



עדכון שבועי // יצירות ופדיונות בענף קרנות הנאמנות

תעשיית קרנות הנאמנות רושמת השבוע פדיונות של כ-590 מיליון ₪

הקרנות הכספיות מציגות השבוע גיוסים פדיונות של כ-77 מיליון ₪ כאשר מתחילת החודש הצבירה בהן נאמדת ב-182 מיליון ₪. הקרנות המחקות בניגוד למגמה רושמות מתחילת החודש גיוסים קלים של כ-13 מיליון ₪ בדגש על קרנות מניות בחו"ל. הקרנות המנהלות מציגות שבוע של פדיונות כבדים המסתכמים בכ-0.45 מיליארד ש"ח ובפדיון של כ-1 מיליארד ש"ח החודש.

❖ מדד אג"ח ממשלתי שקלי רשם השבוע תשואה שלילית של כ-0.26%. בעקבות זאת, הקרנות השקליות הגבירו את זרם הפדיונות שהסתכמו השבוע בכ-77 מיליון ₪.

❖ מדד אג"ח ממשלתי כללי רשם השבוע תשואה שלילית של כ-0.24%, בהמשך לכך, קרנות אג"ח מדינה ממשיכות לבלוט בראש טבלת הקרנות המגייסות עם זרימת כספים חיובית של כ-124 מיליון ₪ השבוע ו-542 מתחילת אפריל.

❖ קרנות אג"ח חברות רשמו השבוע פדיון של כ-23 מיליון ₪, כאשר מתחילת החודש זרם הפדיונות הצטבר לכ-63 מיליון ₪.

❖ מדדי המניות מסכמות שבוע של ירידות שערים (מדד ת"א 35 ירד ב-1.2% ומדד ת"א 125 התממש ב-1.1%) בעקבות זאת, הקרנות המנייתיות¹ הציגו פדיונות של כ-97 מיליון ₪. המתחלקים לפדיונות של כ-117 מיליון ₪ בקרנות מניות בישראל ופדיונות של כ-12 מיליון ₪ בקרנות מניות בחו"ל, אל מול גיוסים של כ-32 מיליון ₪ בקרנות הגמישות.

❖ קרנות אג"ח כללי, בדגש על קרנות מעורבות עם חשיפה מנייתית¹, קרנות 10/90 וכו', סיכמו את השבוע עם פדיונות של כ-361 מיליון ₪. כאשר מתחילת החודש הפדיונות באפיק מצטברים ליותר מ-1 מיליארד ₪.

❖ קרנות אג"ח חו"ל ממשיכות להיות מושפעות מהתנודתיות של אג"ח ממשלת ארה"ב והתנודתיות בצמד שקל/דולר שהביאו לפדיונות של כ-64 מיליון ₪ השבוע ו-155 מיליון ₪ החודש.

סיכום גיוסים/פדיונות בתעשיית הקרנות - אפריל 2018

קטגוריה/תאריך	סיכום עד ה-19/04/18	א' 22/04/18	ב' 23/04/18	ג' 24/04/18	ד' 25/04/18	ה' 26/04/18	סיכום שבועי	סיכום מתחילת החודש
גמישות	70	-17	18	15	5	11	32	102
חו"ל כללי	1	0	0	0	0	0	-1	0
מניות בארץ	-204	-27	-30	-16	-59	15	-117	-320
מניות בחו"ל	-1	0	46	-7	-21	-29	-12	-13
ממונפות ואסטרטגיות	-16	1	-2	-1	-2	-4	-7	-23
קרן כספית	258	-25	23	-88	20	-6	-77	182
אג"ח בארץ-שקליות	-46	-10	-21	-18	-18	-10	-77	-123
אג"ח בארץ-מדינה	418	32	24	24	22	22	124	542
אג"ח בארץ-מט"ח	-3	2	1	0	-2	0	1	-1
אג"ח בארץ-חברות והמרה	-40	-12	-12	10	-14	5	-23	-63
אג"ח בארץ כללי	-653	-61	-102	-34	-118	-46	-361	-1014
אג"ח בחו"ל	-91	-2	-18	-1	-4	-39	-64	-155
לתושבי חוץ בלבד	-1	0	0	0	0	0	0	-1
אגד קרנות	27	-3	-1	-1	0	-3	-7	20
סה"כ קרנות מנייתיות (גמישות, מניות בארץ ובחו"ל)	-134	-44	34	-9	-75	-3	-97	-231
סך הכול	-279	-122	-75	-117	-190	-83	-588	-867
מסורתיות (בנטרול כספיות)	-538	-97	-98	-29	-211	-77	-511	-1049

הנתונים מוצגים במיליוני ₪

תעשיית הקרנות מנהלת נכון ל-26.04.18 כ-242.9 מיליארד שקל. הקרנות המסורתיות (בנטרול הקרנות הכספיות) מנהלות כ-226.9 מיליארד שקל והקרנות הכספיות שמנהלות כ-15.9 מיליארד ₪.

סקירה זו הינה אינפורמטיבית בלבד ומייצגת את דעותיהם של עובדי אושן פרטנרס בע"מ ואין באמור כאן משום המלצה, הצעה, או שידול לקנות / להחזיק / למכור ני"ע או נכסים פיננסיים כלשהם. הסקירה מבוססת על מידע אשר החברה סבורה כי הוא מהימן אך אינה יכולה לערוב לכך. הסקירה אינה מתיימרת להיות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה והדעות המובאות בסקירה נכונות למועד הסקירה והן עשויות להשתנות מעת לעת ללא הודעה נוספת. אין הסקירה מהווה ייעוץ / שיווק להשקעות ואינה תחליף לייעוץ אישי ללקוחות בהתחשב נתוניו ובצרכיו המיוחדים של הקורא. יובהר כי עשוי להיות לנו ו/או ללקוחותינו ו/או לצדדים קשורים עניין ו/או אחזקות בניירות ערך / נכסים פיננסיים המפורטים בסקירה. הסקירה הינה רכושה של חברת אושן פרטנרס בע"מ, אין להעתיק, לצלם, לשכפל, להפיץ, לשדר או לפרסם ברבים הן במישרין והן בעקיפין את הסקירה ו/או חלקים ממנה בכל דרך שהיא ללא הסכמה מראש מטעם החברה.