



סקירה שבועית // 18.3.18

אפיק האג"ח

סביבת המאקרו ושוק האג"ח

❖ מדד המחירים לצרכן לחודש פברואר עלה בשיעור של 0.1%. מתחילת השנה ירד המדד ב-0.4% וב-12 החודשים האחרונים עלה מדד המחירים ב-0.2%. ההשפעות הניכרות ביותר נרשמו בסעיף הפירות טריים שעלה ב-9.4% ותרומתו למדד הסתכמה בכ-0.09% ומנגד, ירידה של 5.3% נרשמה בענף ההלבשה שתרומתה השלילית למדד הסתכמה בכ-0.13%.

❖ הלמ"ס מציין בנוסף כי מהשוואת עסקאות שבוצעו בחודשים דצמבר 2017-ינואר 2018 ביחס לעסקאות שבוצעו בין החודשים נובמבר-דצמבר 2017 נמצא כי מחירי הדירות ירדו ב-1%. מהשוואת עסקאות שבוצעו בחודשים דצמבר 2017-ינואר 2018 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד נמצא כי מחירי הדירות עלו ב-1.2%.

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

אג"ח קונצרני

❖ שוק אגרות החוב הקונצרניות סיים שבוע חיובי עם עליות שערים של כ-0.5%. בלטו לשלילה אגרות החוב מקבוצת אקסטל על רקע גיוס הון תוך חלוקת דיבידנד, התפטרות דירקטורים ובחינת הדירוג עם השלכות שליליות ע"י "מדורג".

❖ אנו חוזרים וממליצים לצמצם חשיפה לאג"חים ספציפיים שאינם מתמחרים בצורה נאותה את סיכון הלווה.

סביבת המאקרו ושוק האג"ח בחו"ל

❖ בארה"ב, נתון ליבת המכירות הקמעונאיות המהווה ברומטר להתפתחות הצריכה הפרטית עלה בפברואר בשיעור של 0.1%, אכזבה לעומת צפי מוקדם לעליה בשיעור של 0.4%.

❖ בגרמניה, הושלמה הרכבת הקואליציה ואנג'לה מרקל תכנן את כהונתה הרביעית במספר. הרכבת הממשלה הנוכחית בגרמניה הצריכה ויתורים גדולים לשותפים הקואליציוניים דבר שעשוי להקשות בעתיד על יישום מהלכים כלל אירופאים.

❖ באיטליה עדיין לא הורכבה ממשלה לאחר ניצחון המפלגה הלאומנית, תנועת חמשת הכוכבים. הרכב הממשלה החדשה לכשתוקם מעלה חששות בנוגע להתנהלות האיטלקית העתידית מול המדינות החברות בגוש האירו.

אפיק המניות

ישראל

❖ שבוע המסחר ננעל במגמה חיובית במדדים המובילים. ת"א 125 עלה ב-1.68%. מהמניות הבולטות במדד נציין את מטריקס, רציו ודנאל כ"א שעלו בכ-12%, 9.7% ו-9.6% בהתאמה. בלטו בירידות מניות סלקום, OPC וסאפינס שירדו בכ-6%, 5.6% ו-4.9% בהתאמה.

❖ חברת שירותי הטכנולוגיה, מטריקס, פרסמה דוחות טובים לרבעון רביעי עם גידול של 12% בהכנסות ושל 48% ברווח הנקי. מכנס למשקיעים בבורסה עולה אופטימיות לקראת שנת 2018 בעיקר עקב שיפור ברווחיות הפעילות בארה"ב, ירידה במיסי האפקטיבי וריבוי פרויקטים גדולים בישראל.

❖ אמות מסכמת שנה של צמיחה ב-NOI של 12% ושל 18% ב-FFO בנטרול הוצאות מימון חד פעמיות. על פי תחזיות החברה, ה-FFO צפוי להסתכם בכ-480 מ"ח המגלם תשואת FFO של 7.4%. סך הדיבידנד שחולק בגין 2017 עמד על 380 מיליון המבטא תשואת דיבידנד של 5.8%.

ארה"ב

❖ מדדי ארה"ב ירדו השבוע בין היתר לאור חששות מהתפתחות מלחמת סחר ומחילופים תדירים בממשל טראמפ. בלטה לשלילה מניית Boeing (BA) ירדה בשבוע בכ-7% לאור העלאת תעריפי ייבוא פלדה ואלומיניום ממדינות מחוץ לארה"ב.

❖ מניות חומרי הגלם ירדו בכ-3.2% והפיננסים בכ-2.4% ואילו מניות תשתיות החשמל והגז וקרנות הריט בלטו לחיוב כשעלו בכ-2.5% ו-1.3% בהתאמה.

❖ בגזרת המיזוגים והרכישות, טראמפ חסם רכישת Qualcomm על ידי Broadcom שהיא חברה סינפורית בטענת סיכון לביטחון הלאומי. בסקטור הכימיקלים, Bayer נתקלת במכשול הרגולטור האמריקני לרכישת Monsanto במיזוג ענק שעשוי לפגוע בתחרות.

אירופה

❖ מדדי אירופה סיכמו שבוע יציב יחסית. סקטור תשתיות החשמל והגז בלט לחיוב לאור עסקאות החלפת נכסים בין E.ON ו-RWE. כאשר הראשונה תתמקד באנרגיות מתחדשות והשנייה באספקת אנרגיה לצרכנים. יחידת המחקר של דויטשה בנק מציינת עסקה כדאית לשני הצדדים. בתגובה המניות עלו בכ-8% בממוצע כ"א.

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	333.1	0.56%	-0.28%	4.1	0.82%	1.22%
ממשלתי קבוע 2-5 שנים	434.5	0.05%	-0.31%	מדד תל בונד צמודות	334.1	0.47%	-0.30%	4.0	0.85%	1.26%
ממשלתי קבוע 5+ שנים	636.3	0.17%	-0.28%	מדד תל בונד תשואות	354.2	0.74%	-1.39%	3.8	1.88%	2.33%
ממשלתי מדד 2-5 שנים	272.4	-0.11%	-0.29%	מדד תל בונד לא צמודות	348.6	0.39%	-0.79%	3.9	2.36%	1.69%
ממשלתי מדד 10-5 שנים	351.3	-0.07%	-0.88%	מדד תל בונד שקלי	374.5	0.46%	-0.90%	4.0	2.52%	1.76%
אג"ח כללי	352.2	0.19%	-0.36%	מדד תל בונד תשואות שקלי	361.7	0.28%	-1.47%	3.5	3.90%	3.26%
מדדי מניות בישראל	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה	מדדי מניות בחו"ל	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה			
מדד ת"א 35	1505.0	1.59%	-0.32%	S&P 500	2747.3	-1.24%	2.93%			
מדד ת"א 125	1365.3	1.68%	0.07%	Nasdaq 100	7031.0	-1.14%	9.75%			
מדד ת"א 90	1094.9	1.97%	0.48%	Eurostoxx 600	376.9	-0.14%	-2.95%			
מדד ת"א צמיחה	1323.9	1.16%	0.85%	DAX 40	12345.6	0.35%	-4.09%			
מדד ת"א נדל"ן	542.7	1.18%	-4.05%	MSCI World	522.5	-0.57%	1.84%			
מדד ת"א בנקים-5	2028.6	3.53%	3.53%	MSCI Emerging Markets	1213.1	0.49%	4.72%			



זרקור // קרנות מחקות מדד ה-High Yield

נהוג להניח שקרנות מחקות (ETFs), אשר עוקבות אחר מדד מסוים, עושות זאת תוך "טעות עקיבה" מזערית ועל פי רוב, מספקות למשקיע את תשואת המדד אחריו היא עוקבת. הנחה זו נכונה עבור מדדי מניות אשר נהנים מנזילות גבוהה של הנכסים המרכיבים את המדד, אך ככל שמדובר במדדים בעלי נזילות נמוכה, יכולת העקיבה של הקרנות נפגעת. דוגמא בולטת לכך ניתן למצוא בקרנות מחקות העוקבות אחר מדדי אג"ח שאינן בדירוג השקעה (High Yield).

בזרקור זה נדון במספר סיבות עיקריות אשר גורמות לקשיים בעקיבה אחר המדד ואיך מבנה מדד הבנצ'מרק בלתי ניתן לעקיבה מדויקת.

קיים הבדל מהותי ביותר באופן קביעת המשקלות של מדדי מניות ביחס למדדי אג"ח ובהתאמה גם באופן קביעת משקולות הקרנות העוקבות. לדוגמא, במדדי מניות כמו ה-S&P 500 משקל המניות במדד נקבע לפי שווי שוק החברה שעולה ויורד לפי יצירת הערך שהמניה מייצרת עבור בעלי המניות שלה. לא כך הוא הדבר עבור מדדי ה-High Yield. משקולות אגרות החוב במדדי ה-High Yield לא נקבעות לפי שווי החברה, אלא לפי היקף האג"ח המונפק. כך למשל, Sprint Corp היא המנפיק עם משקל ההחזקות הגדול ביותר במדדי ה-High Yield. לחברת תקשורת זו יותר מ-\$35 מיליארד באג"ח והיא השחקן החלש ביותר בענף התקשורת עם 4 מתחרים חזקים יותר. לחברה היצע מוצרים נחות יותר ממתחרותיה והיא נאלצת להשקיע ברכוש קבוע בהיקפים גבוהים מתזרים הפעילות השוטפת כך שהחברה למעשה שורפת מזומנים ונשענת על גיוסי חוב. לשם ההשוואה, ההחזקה הגדולה ביותר במדד ה-S&P500 היא חברת אפל, החברה הגדולה והרווחית בעולם. למעשה דווקא מנפיקים גדולים יותר אשר בעלי סיכון ספציפי גבוה יותר לחדלות פרעון נוטים לקבל משקולות גבוהים יותר במדד על חשבון חברות גדולות ונזילות אשר לא נדרשות לחוב מהותי לשם מימון הפעילות ועל כן ערכן במדד נמוך. הרכב זה של מדדי אג"ח High Yield יוצר קושי עקיבה של הקרנות בשל חוסר התאמה בין המשקולות במדד אשר אינם תואמים את הנזילות הנדרשת לשם ביצוע עקיבה מדויקת.

קושי נוסף לחקות את המדד ה-High Yield הוא מאפייניו הייחודיים של אג"ח במצוקה (Distress Debt). אלו סדרות אג"ח של חברות אשר יכולת החזר החוב שלהן מוטלת בספק רב. חלק זה של השוק, משתנה עם השנים ונע בין 10%-30% ממדד הבנצ'מרק. שוויון של אגרות חוב רבות צנח בתקופת משבר 2008 ובתקופת צניחת מחירי הנפט והסחורות במהלך 2014 לרמות המוגדרות חוב במצוקה. בהתאמה משקלן של אג"ח אלו במדדי היחוס הפכו זניחים והתעודות בחרו או שלא יכלו להתכנסות באג"ח. במקביל נרכשו חלק מאגרות החוב הללו על ידי משקיעים מתוחכמים, קרנות גידור וקרנות מתמחות באג"ח במצוקה. כאשר השוק התאושש בשנים שלאחר מכן מרבית הסחורה הצפה היתה בידי אותם המשקיעים אשר נמנעו מלמכור את אגרות חוב אלו במחירי השוק והתוצאה היא שהקרנות המחקות אחר המדד הציגו תשואות חסר גבוהות מבלי יכולת להתכנסות באג"חים.

שתי הקרנות המחקות הגדולות ביותר הן:

iShares iBoxx \$ High Yield ETF (HYG)

SPDR Barclays High Yield ETF (JNK)

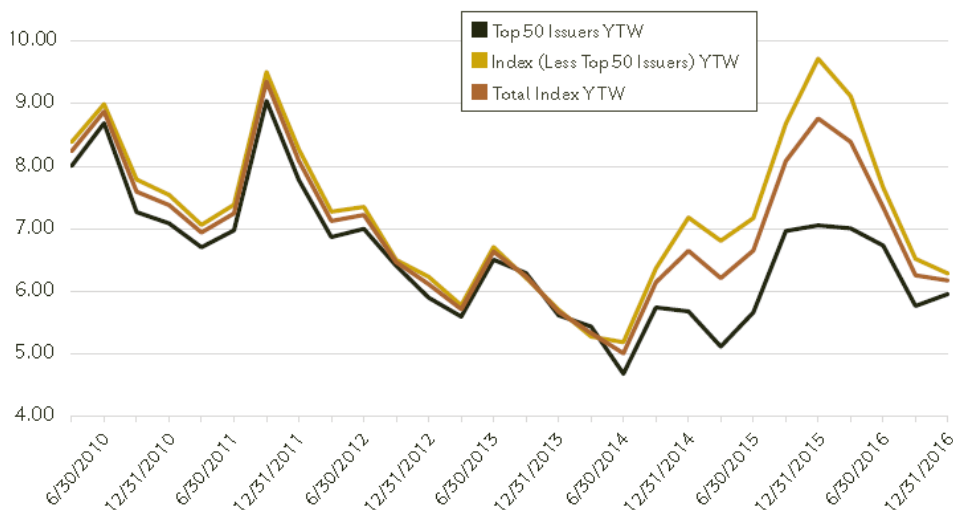
קרנות אלו עוקבות אחר מדד אג"ח High Yield המונה 2,000 סדרות אג"ח. עם זאת, מבדיקה שערכנו, הקרן HYG מחזיקה כ-1,000 סדרות וה-JNK מחזיקה כ-800 סדרות. הסיבה העיקרית לכך היא שהקרנות נאלצות לרכוש רק את הסדרות הנזילות ביותר במדד וזאת מתוך צורך בגמישות ניהול יצירות ופדיונות הקרן ומחוסר היכולת לקנות אג"ח במצוקה שכמעט אינו נזיל. אופן ניהול זה הביא לתשואת חסר וטעויות עקיבה לרעת בעלי היחידות בקרנות המחקות.

סיבה נוספת לתשואת החסר נובעת מכך שאגרות החוב הסחירות יותר במדד הבנצ'מרק מתומחרות ביתר בגלל שמנהלי הקרנות המחקות מוכנים "לשלם יותר" עבור נזילות וכפועל יוצא תמחור אגרות חוב אלו מוטה כלפי מעלה. בגרף בעמוד הבא ניתן להבחין כי התשואה לפדיון של 50 המנפיקים הגדולים אכן נמוכה יותר מהתשואה הגלומה בבנצ'מרק ולהערכתנו אין זה נובע מחוזקת המנפיקים הגדולים אלא מנטייתם של מנהלי התעודות להתמקד באוכלוסייה זו.



זרקור // קרנות מחקות מדד ה-High Yield

FIGURE 9: YIELD-TO-WORST (YTW) OF HIGH YIELD MARKET VS. TOP 50 ISSUERS (2010 – 2016)



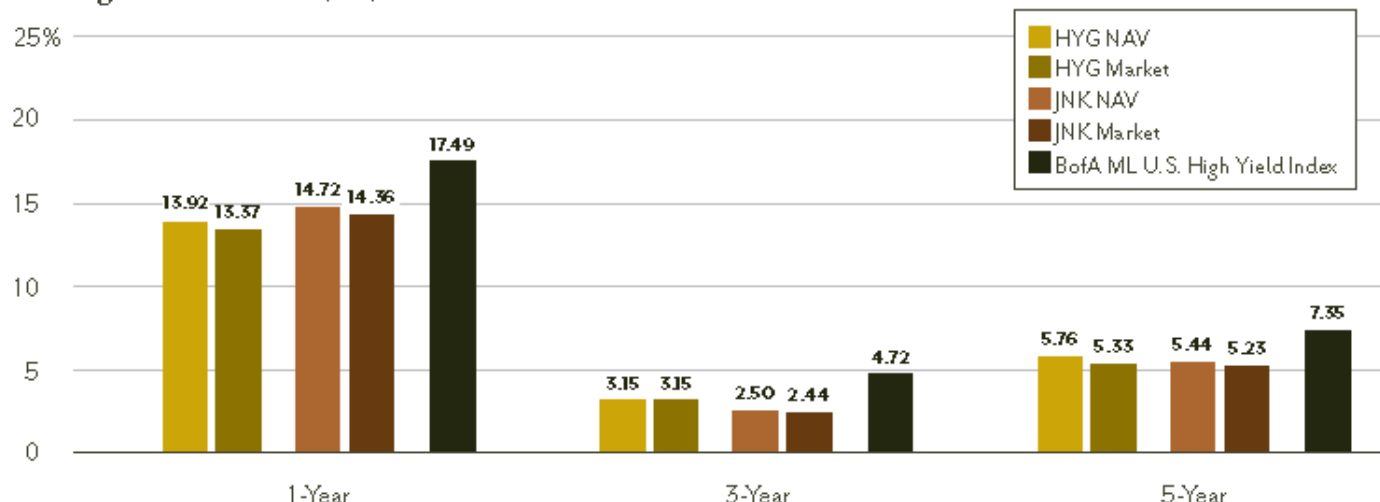
Source: Bank of America Merrill Lynch

לסיכום, מדד הבנצ'מרק העוקב אחר אג"ח High Yield בלתי ניתן לעקיבה מדויקת. הקרנות הפאסיביות נאלצות לעקוב רק אחר החלק הסחיר של הבנצ'מרק, ללא יכולת לרכוש סדרות אג"ח לא נזילות ואג"ח במצוקה. אנו סבורים כי החלק הסחיר של הבנצ'מרק מתומחר ביתר מתוך אילוצי ניהול הקרנות המחקות. משקולות הקרנות במדד נקבעות לפי היקף אגרות החוב של המנפיק ויוצרות מדד הבנוי באופן כזה שאינו נותן ביטוי ליצירת הערך של החברות בשונה מהקרנות המחקות אחר מדד מניות.

לאור כל זאת, אין זה מפתיע כי הקרנות המחקות HYG ו-JNK הניבו תשואות חסר גבוהות ביחס לבנצ'מרק בשנים האחרונות (כפי שניתן לראות בגרף המצורף מטה).

FIGURE 4: HIGH YIELD ETFs HAVE UNDERPERFORMED THE HIGH YIELD INDEX

Trailing Returns as of 12/31/2016



Source: Morningstar Direct

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 בתנאי ובצרכי 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 רכוש 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.