



**STANDARD & POOR'S
MAALOT**

McGRAW HILL FINANCIAL

סיכום הפעילות בשוק האג"ח לשנת 2014

ינואר 2015

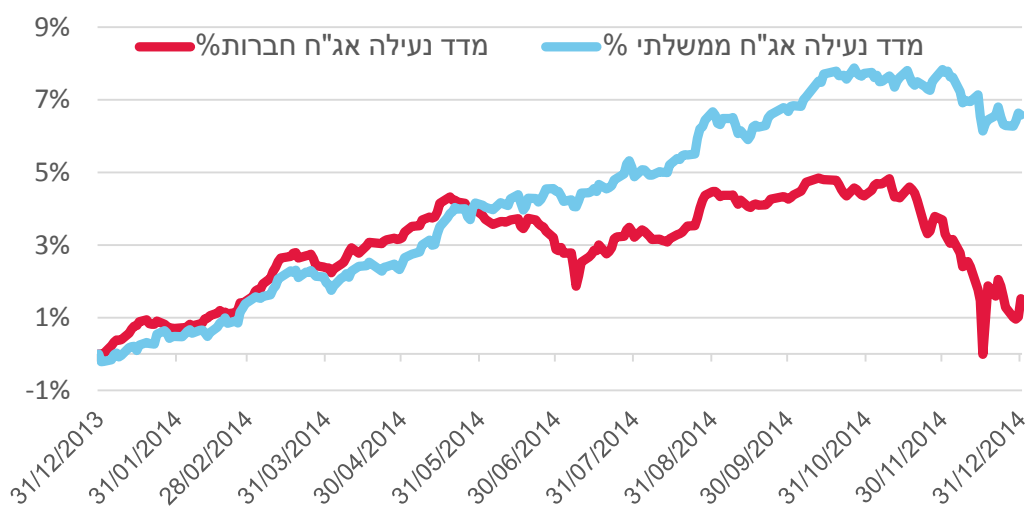
מגמות אשראי

הפעילות בשוק האשראי החוץ-בנקאי ב-2014 התנהלה על רקע האתגרים בסביבה המקומית ובמישור הגלובאלי. בין ההתפתחויות בשוק המקומי ראוי לציין את הירידה בשיעורי הצמיחה, מבצע "צוק איתן" (שהשפיע לשלילה בעיקר על הרבעון השלישי של השנה), ופירוק הממשלה והליכה לבחירות במרץ 2015. במישור הגלובאלי גברה אי הודאות בשווקים הבינלאומיים, במיוחד במחצית השניה של השנה, עקב ההאטה בגוש היורו והחשש מגלישה לדפלציה, הירידה החדה במחירי הנפט בחודשים האחרונים של 2014 והמשבר הכלכלי החמור ברוסיה.

עם זאת, שיעורי הריבית והמרווחים הנמוכים, שאפיינו את שוק האשראי המקומי ברוב חודשי השנה, יחד עם רמת הנזילות הגבוהה וצורכי המיחזור הגבוהים של החברות, הובילו לשנה נוספת של פעילות ערה, בהמשך לפעילות האינטנסיבית שראינו שהייתה ב-2013. מרבית הגיוסים יועדו למיחזור חוב והחלפת מימון יקר במימון זול יותר ובכך תרמו לחיזוק הפרופיל הפיננסי של החברות, אך לא להשקעות חדשות.

גרף 1 מציג את השינוי במדד אג"ח החברות בהשוואה לשינוי במדד אגרות החוב הממשלתיות, במהלך השנה. בולטת במיוחד התנועתיות החריפה במדד אג"ח החברות, כתוצאה מפתחת מרווחי הסיכון שהחלה במאי, אך החריפה במיוחד ברבעון האחרון של השנה. בסיכום השנה עלה מדד אג"ח החברות הכללי ב-1.5% בלבד, בעוד שמדד אגרות החוב הממשלתיות עלה בכ-6.5%. יש לציין כי שנת 2014 הציגה מגמה הפוכה לנתוני שנת 2013, שבה רשם מדד אג"ח חברות עלייה חדה של יותר מ-8% בעוד שהעלייה במדד אגרות החוב הממשלתיות הסתכמה בפחות מ-4%.

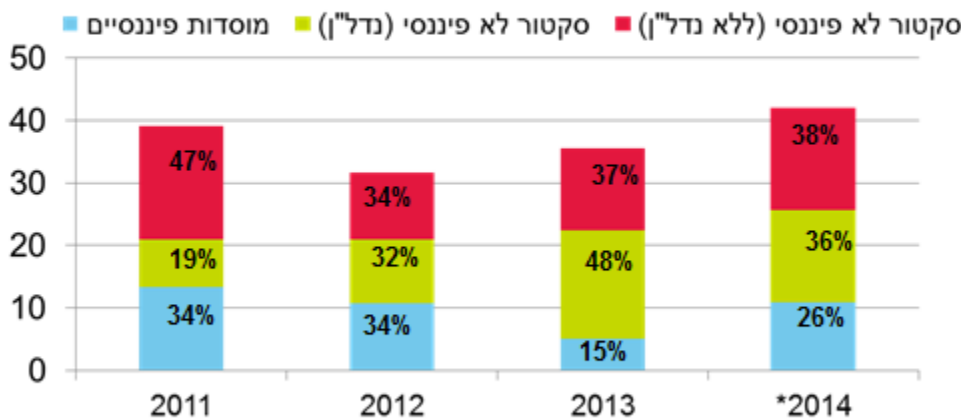
גרף 1: מדד אג"ח ממשלתיות מול מדד אג"ח חברות - 2014



היקף ההנפקות

- במהלך 2014 הסתכם גיוס ההון באמצעות אג"ח קונצרני בסך של כ- 42 מיליארד ₪, עלייה חדה של כ-20% בהשוואה להיקף ההנפקות בשנה הקודמת. הגידול בהיקף הפעילות השנה בהשוואה לאשתקד נובע מהנפקות הסקטור הפיננסי. בסיכום היקף ההנפקות של הסקטור העסקי הלא פיננסי, גוייסו ב- 2014 כ- 31 מיליארד ₪, סכום דומה לנתוני 2013. (ראה גרף 2)
- חברות רבות ניצלו את תנאי השוק, הריבית והמרווחים הנמוכים השנה, בעיקר לשם מיחזור חוב והורדת עלויות המימון, ומספר החברות שהנפיקו אג"ח השנה גדל באופן משמעותי. כ- 130 חברות גייסו אג"ח (מתוכן 8 חברות חדשות) בהשוואה לכ- 110 חברות ב-2013, ביניהן חברה חדשה אחת בלבד.

גרף 2: התפלגות היקף הנפקות האג"ח הקונצרני 2011-2014 (במיליארדי ש"ח)



* כולל את החלק של המשקיעים המקומיים בהנפקות גלובאליות

- סביבת הפעילות בשוק האג"ח הקונצרני במחצית הראשונה של 2014 היתה חיובית ותמכה בפעילות האינטנסיבית בשוק. רמת המרווחים המשיכה לרדת עד סוף מאי לרמות נמוכות היסטורית ובשוקים הגלובאליים נרשמה במקביל פעילות ערה של הנפקות אג"ח High Yield. היקף ההנפקות של הסקטור הלא פיננסי היה גבוה בכ- 35% בהשוואה למחצית השניה ומספר ההנפקות בדרוג אשראי נמוך יחסית, היה גבוה באופן משמעותי (יותר מפי 3) בהשוואה למחצית השניה של 2014.
- מבצע "צוק איתן" ותקופת החגים הובילו להתמתנות מסוימת בפעילות בשוק הראשוני במחצית השניה של השנה ובעיקר ברבעון האחרון של 2014. לקראת סוף 2014 הפעילות בשוק האג"ח התאפיינה בתנודתיות ובסנטימנט שלילי על רקע ההתפתחויות בסביבה הגלובאלית והמקומית. הפעילות בשוק הושפעה מהמתיחות הבטחונית, מפרסום אינדיקטורים כלכליים שליליים ולקראת סוף השנה ממספר אירועים נקודתיים בקרב מספר חברות בעלות פרופיל סיכון גבוה יחסית, שחלקן הושפעו מהאירועים ברוסיה. ביטוי לכך ניתן למצוא במרווחי הסיכון, שעלו באופן חד, בעיקר בקבוצת החברות בדרוג נמוך. עוד ראוי לציין כי במיוחד בשבועות האחרונים של 2014 התגברה המגמה של פדיונות מאסיביים בקרנות האג"ח הקונצרני והסטת השקעות לקרנות אג"ח חו"ל על ידי הציבור, בין היתר, על רקע הפיחות בשער

החליפין.

- נציין כי, במחצית השניה של 2014 הבנקים, חזרו לגייס חוב בשל תנאי השוק האטרקטיביים וכחלק מניהול הנזילות במסגרת בזל 3 להארכת פרופיל המקורות ותרמו באופן משמעותי להיקף ההנפקות. הנפקות הבנקים קיזזו את הירידה בהיקף ההנפקות של הסקטור הלא פיננסי בתקופה זו.

לוח 1: נתונים עיקריים- שוק האג"ח הקונצרני 2012-2014 (במיליארדי ש"ח)

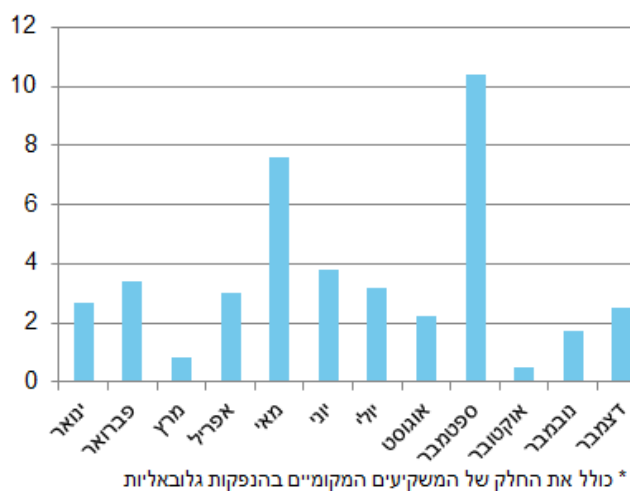
2014	2013	2012	
31	30	21	הנפקות אג"ח- סקטור לא פיננסי
15	17	10	מזה סקטור הנדל"ן
11	5	11	הנפקות אג"ח- סקטור פיננסי
42	35	32	הנפקות אג"ח - סה"כ
130	110	75	מספר חברות מנפיקות
94%	94%	95%	% שווי האג"ח המחרג
בנוסף, גויסו כ-13 מיליארד ש"ח על ידי חברות ישראליות ממשקיעים זרים			

- מספר חברות ישראליות גדולות, בחרו השנה לגייס אשראי ממשקיעים גלובאליים בחו"ל ולא להסתפק בשוק האשראי המקומי. בהקשר זה בלטו ההנפקות של תמר-בונד וכימיקלים לישראל (בעלות דירוג גלובאלי בקבוצת ה-BBB), שהנפיקו בארה"ב בהיקף של כ-1.7 מיליארד וכ-800 מיליון דולר, בהתאמה. מתחילת השנה בוצעו על ידי חברות ישראליות ארבע הנפקות גלובליות של אג"ח וכן הלוואה אחת ממשקיעים זרים, בהיקף כולל של מעל לכ-13 מיליארד ש"ח נוספים. (בנוסף לכ-42 מיליארד ש"ח שגויסו בשוק המקומי על ידי כ-130 חברות). נתוני גיוס ההון בישראל באמצעות אג"ח ב-2014 כוללים לראשונה את החלק שגויס על ידי משקיעים ישראלים במסגרת ההנפקות הגלובליות הנ"ל של חברות ישראליות. מעניין לציין כי ללא החלק שנרכש על ידי משקיעים ישראלים בהנפקות גלובליות, גויס השנה על ידי הסקטור הלא פיננסי סכום הנמוך ב-10% מזה של 2013. (ראה גרף 4).

גרף 4: הנפקות הסקטור הלא פיננסי בשנים 2010-2014 (במיליארדי ש"ח)



גרף 3: התפלגות הנפקות האג"ח הקונצרני לפי חודשים (במיליארדי ש"ח)*



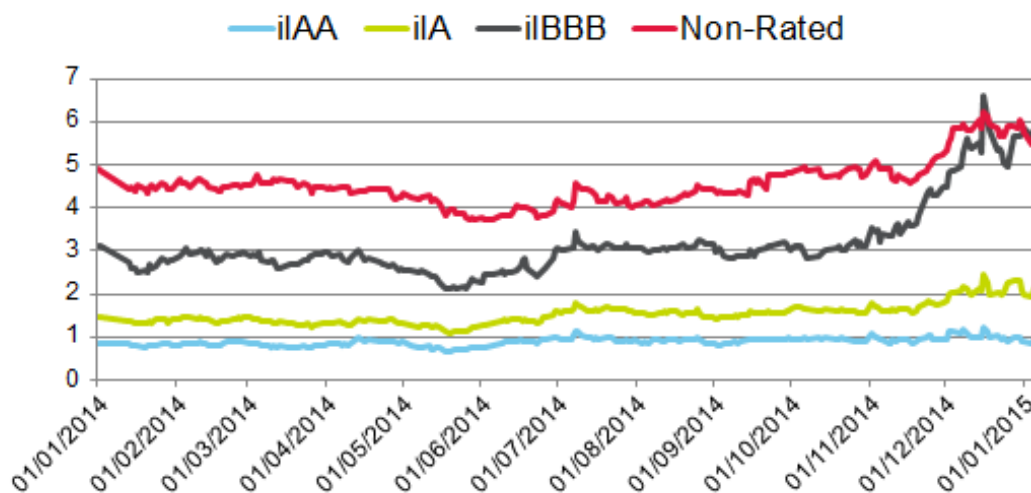
* כולל את החלק של המשקיעים המקומיים בהנפקות גלובליות

מרווחי הסיכון

השוק המקומי

- בחינת תמונת מרווחי הסיכון משקפת את ההתפתחויות בשוק האג"ח ב-2014. במחצית הראשונה, על רקע עודפי הנזילות והעדר אלטרנטיבות השקעה, המשיכו המרווחים לרדת ותרמו לפעילות האינטנסיבית בשוק האג"ח הראשוני. כזכור, מגמת הירידה במרווחי הסיכון החלה עוד ברבעון האחרון של 2012 והתגברה ב-2013. כך למשל, באוקטובר 2012 מרווח הסיכון בקבוצת ה- iBBB, עמד על כ-12% ובסוף מאי 2014 הגיע קרוב לכ-2.5%-2% בלבד (כידוע לאחר מספר הפחתות ריבית). החל מסוף מאי 2014 החלה עלייה הדרגתית במרווחי הסיכון ואלה הגיעו בחודש דצמבר לרמות הגבוהות ביותר מאז תחילת השנה. במיוחד בולטת העלייה במרווחים בקבוצת ה- iBBB מכ-2.5%-2% בסוף מאי לכ-6% בסוף השנה, התפתחות המכבידה על הנגישות של חברות בדרוגים נמוכים לשוק האג"ח בסוף 2014. ראוי לציין כי במרווחים בקבוצת ה- iAA לא חל כמעט שינוי.
- השבועות האחרונים של 2014 התאפיינו בסנטימנט שלילי בשוק האג"ח בעקבות ההתפתחויות הבטחוניות והכלכליות בישראל ובעולם. פרסום אינדיקטורים מקרו כלכליים שלילים בישראל ואירועים נקודתיים, שהשפיעו על מספר חברות מקומיות, בעלות פרופיל סיכון גבוה יחסית, יחד עם ההתפתחויות בשווקים הגלובאליים תרמו לעלייה משמעותית במרווחי הסיכון בשוק האג"ח בדצמבר. יצוין כי המגמה בשוק האג"ח בישראל דומה למגמות בשוקי החוב הגלובאליים. מרווחי הסיכון של אגרות חוב קונצרניות ברמה ספקולטיבית (high yield) עלו בשיעור משמעותי בחודשיים האחרונים של 2014.

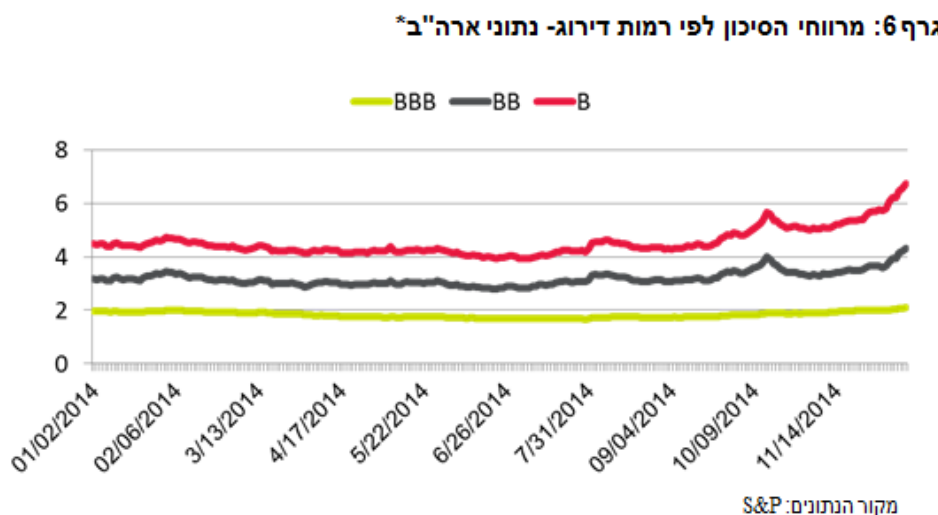
גרף 5: מרווחי הסיכון לפי רמות דירוג*



* מקור הנתונים: טריפל איי.

השוק בארה"ב

- מתחילת 2014, חל גידול משמעותי בהיקף ההנפקות של חברות המדורגות בקטגוריית ה-HY בארה"ב, ובמיוחד של אג"ח בדירוג B. גרף מספר 6 מציג את המרווחים בשוק האמריקאי לרמות דירוג גלובאלי של B, BB ו-BBB, שהן רמות הדירוג הרלוונטיות לחברות ישראליות. מהגרף עולה כי המרווחים של קבוצות הדירוג BB ו-B התחילו לעלות במחצית השנה והגיעו בדצמבר 2014 לרמה גבוהה משמעותית בהשוואה לתחילת השנה. במיוחד בולטת העלייה במרווחים בקבוצת ה-B הגלובאלית, כאשר במרווח בקבוצת ה-BBB לא חל שינוי.



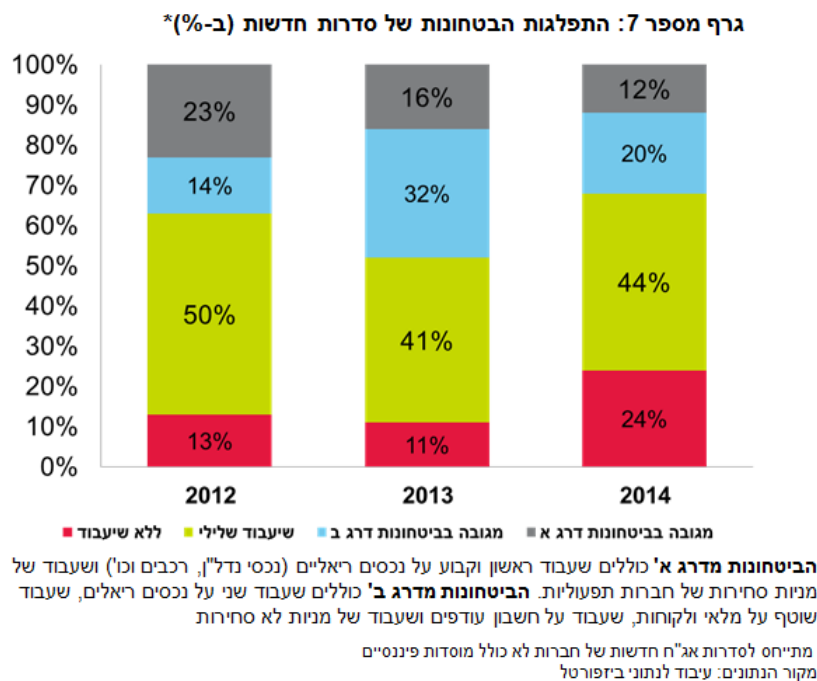
ביטחונות ושעבודים – קיטון במספר ההנפקות המגובות בביטחונות ושחיקה באיכות הבטחונות

- מתן ביטחונות להבטחת החזר החוב לבעלי האג"ח או ההלוואה במקרה של חדלות פירעון, הינו רכיב משמעותי ועל כן המגמה הגוברת של חברות אשר אינן מספקות בטחונות הולמים, צפויה להערכתנו, להשפיע לשלילה על יכולת שיקום החוב בעתיד במקרה של כשל פירעון. לצורך בחינת טיב הביטחונות, ביצענו חלוקה של הביטחונות המטריאליים לשניים: ביטחונות דרג א' וביטחונות דרג ב'. הביטחונות מדרג א' כוללים שעבוד ראשון וקבוע על נכסים ריאליים (נכסי נדל"ן, רכבים וכו') ושעבוד של מניות סחירות של חברות תפעוליות. הביטחונות מדרג ב' כוללים שעבוד שני על נכסים ריאליים, שעבוד שוטף על מלאי ולקוחות, שעבוד על חשבון עודפים ושעבוד של מניות לא סחירות.
- במהלך 2014 היינו עדים לירידה בחלקן של ההנפקות המגובות בביטחונות, זאת בהמשך לירידה בהיקף הבטחונות האיכותיים ב-2013. בעוד שבשנת 2013 כמחצית מההנפקות של סדרות חדשות (48%) נהנו מבטחונות קבועים וכ-10% בלבד הונפקו ללא בטחונות וללא שעבוד שלילי, בשנת 2014 נצפה שינוי משמעותי במגמה ורק כשליש מההנפקות היו מגובות בשעבוד קבוע וכ-44% מההנפקות מתחילת השנה

התבצעו עם שעבוד שלילי בלבד. כידוע, שעבוד שלילי מונע מן החברות לשעבד את נכסיהם לאחרים, אך אינו מייצר מקור מובטח לשיקום חוב עבור בעלי האג"ח (אשר יאלצו במידת הצורך להתמודד עם נושים אחרים על נכסי החברה בפירוק). להערכתנו, הירידה באיכות הבטחונות וברמת ההנפקות המגובות בבטחונות השנה קשורה לשני גורמים עיקריים:

- רמת הריבית הנמוכה במשק- העובדה שהריבית במשק נמוכה מאוד מנטרלת את התמריץ העיקרי להנפיק עם בטחונות, שהוא הירידה בעלות המימון. אם בעבר, חברות אשר רצו להנות מריבית נמוכה יותר נאלצו להנפיק בלוויית חבילת בטחונות איכותית, הרי כיום, כאשר הריבית בשפל, גם חברות חלשות יותר יכלו להנפיק בעלות מימון נמוכה משמעותית מאשר בעבר, וללא בטחונות. יחד עם זאת, לאור עליית המרווחים בקבוצות הדירוג הנמוכות בחודשים האחרונים, אנו מעריכים כי חברות בדירוגים אלה, אשר יהיו חייבות להנפיק לצורך מיחזור חובות, עשויות לחזור למסלול של מתן בטחונות כלשהם, לצורך הגברת נגישותן לשוק ההון (בדומה למתרחש בקבוצת החברות הלא מדורגות).
- כללי ועדת חודק, אשר נכנסו לתוקף בסוף 2011 היו, להערכתנו, הבסיס העיקרי להיקף המתגבר של ההנפקות המגובות בבטחונות ב- 2013. בשנה האחרונה למדו החברות המנפיקות כי הן יכולות לעמוד בכללים גם על ידי שימוש בשעבוד שוטף שלילי וקובננטים שונים, ללא מתן בטחונות מטריאליים, ועל כן אנו רואים מגמה של מעבר מבטחונות ממשיים להתחייבויות חוזיות שונות. גם לעובדה שכללי חודק אינם חלים על קרנות הנאמנות והקרנות הפכו לשחקן דומיננטי בהנפקות החדשות היתה, להערכתנו, תרומה לירידה באיכות הבטחונות.

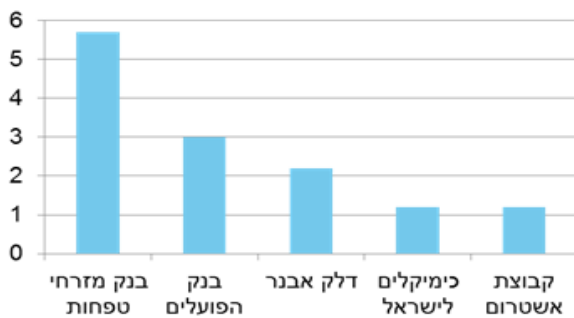
● במבט קדימה - לצד עודפי הנזילות מצד המשקיעים, ניכרת בחודשים האחרונים של 2014 יתר סלקטיביות, המשתקפת בעליית מרווחי הסיכון ובהעדפה של הנפקות איכותיות, מדורגות או/ו בעלות ביטחונות. להערכתנו, התפתחויות אלו עשויות לתרום לגידול בהנפקות מגובות בביטחונות ויהוו תמריץ לשיפור איכות הבטחונות, כדי להוזיל את עלויות המימון.



עלייה בריכוזיות בהנפקות אג"ח

- עשרת המנפיקים הגדולים ריכזו השנה כ- 43% מסך היקף ההנפקות בהשוואה לכ- 38% ב-2013 ולכ- 47% בשנת 2012, אשר גם בה היתה פעילות הנפקות ערה של הסקטור הפיננסי. נציין כי חמשת המנפיקים הגדולים ריכזו כ- 31% מסך היקף ההנפקות. המנפיקים הבולטים מתחילת השנה במונחי היקף הנפקה, מתוך כ- 130 מנפיקים, היו בנק מזרחי טפחות (5.7 מיליארד ש"ח), בנק הפועלים (3 מיליארד ש"ח), דלק ואבנר וכימיקלים לישראל (2.2 ו-1.2 מיליארד ש"ח, בהתאמה - מתייחס לחלק שגוייס ממשקיעים מקומיים) וקבוצת אשטרום (כ- 1.2 מיליארד ש"ח). בדומה לשנה הקודמת גם במהלך 2014 ההנפקות הגדולות בוצעו על ידי חברות מתחומי פעילות שונים: פיננסיים, מסחר, תעשייה ונדל"ן.

5 החברות שהנפיקו אג"ח בסכום הגבוה ביותר (במיליארדי ש"ח) ב-2014



10 החברות שהנפיקו אג"ח בסכום הגבוה ביותר (במיליארדי ש"ח) ב-2014

שם חברה	היקף	דירוג
בנק מזרחי-טפחות	5,700	iiAA+
בנק הפועלים	3,000	iiAAA
דלק ואבנר (תמר בנד)	2,200	iiAA
כימיקלים לישראל	1,200	iiAA
קבוצת אשטרום	1,190	iiA
בזק	1,150	iiAA
אקסטל לימיטד	1,050	iiA
חברת החשמל	1,030	iiAA
בי קומיוניקיישנס	1,000	iiA
מליסרון	870	iiA+

מבט סקטוריאלי – סקטור הנדל"ן הינו הסקטור המוביל מבחינת היקף ההנפקות, אך משקלו קטן יחסית בהשוואה ל-2013

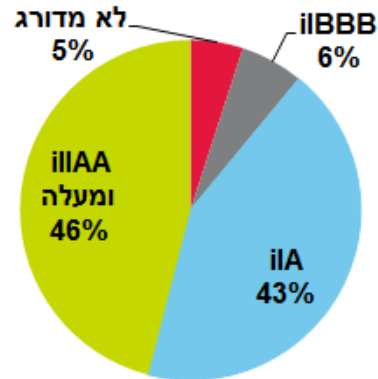
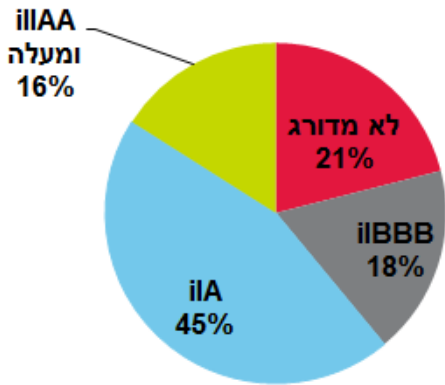
- סקטור הנדל"ן המשיך להוביל את גל ההנפקות ב- 2014. חלקו מסך הגיוס מתקרב לכ- 36%, ירידה יחסית בהשוואה למשקלו בשנה הקודמת, בה היווה כמחצית מהיקף ההנפקות. מבחינת שווי ההנפקות של חברות הנדל"ן שהנפיקו ב- 2014 עולה כי היקף ההנפקות של סקטור הנדל"ן הסתכם בכ- 15 מיליארד ש"ח, בהשוואה לכ- 17 מיליארד ש"ח אשתקד. במסגרת סקטור הנדל"ן בולט מגזר חדש יחסית של חברות הנדל"ן האמריקאיות, שניצלו את תנאי המימון האטרקטיביים בשוק המקומי וגייסו ב-7 הנפקות אג"ח, היקף כולל של כ-2.9 מיליארד ש"ח, המהווה כ- 18% מסך היקף הגיוס של חברות הנדל"ן השנה.
- חלקו של הסקטור הפיננסי, מסך ההנפקות מתחילת השנה עמד על כ- 26%, גידול משמעותי לעומת כ- 15% במהלך 2013. בשנים האחרונות הנפקות הבנקים היוו חלק משמעותי מהנפקות האג"ח ומבחינה זו 2013 היתה שנה יוצאת דופן. בשנת 2014 הבנקים חזרו לזירת הפעילות בשל תנאי השוק האטרקטיביים וכחלק מניהול הנזילות במסגרת בזל 3 להארכת פרופיל המקורות ותרמו באופן משמעותי להיקף ההנפקות. ההנפקות של בנק מזרחי ובנק הפועלים היוו מעל לכ-75% מהיקף ההנפקות של הסקטור הפיננסי.

גרף 8: התפלגות היקף ההנפקות לפי סקטורים 2013-2014



איכות האשראי

- ב- 2014 לא חלו שינויים משמעותיים בהשוואה לשנה הקודמת. אמנם השוק היה פתוח בדרך כלל גם לחברות בדרוגים נמוכים והשנה הצטרפו יותר חברות בקבוצת ה- ilBBB, אך מבחינת שווי האג"ח שהונפק ב- 2014, עדיין כ- 90% מהיקף ההנפקות דורגו בקבוצת ה- ilA ומעלה (כ- 46% בוצע על ידי חברות בקבוצת ה- ilAA ומעלה וכ- 43% בקבוצת ה- ilA). הגידול בחלקן של ההנפקות בקבוצת ה- ilAA נובע בעיקר מהנפקות הבנקים הגדולים. כמו כן, ראוי לציין כי כ- 95% מהיקף החוב שהונפק מתחילת 2014 היה מדורג.
- בבחינת איכות האשראי על פי מספר הנפקות ב- 2014, עולה כי רק כ- 60% מההנפקות דורגו בקבוצת ה- ilA ומעלה. כ- 18% מההנפקות דורגו בקבוצת ה- ilBBB, בדומה לאשתקד (כ- 16%) וכ- 21% ממספר ההנפקות לא דורגו כלל, נתון זהה לחלקן של ההנפקות הלא מדורגת אשתקד. ראוי לציין כי שיעור זה עדיין נמוך באופן משמעותי מהשיעור הגבוה של חברות לא מדורגות שהנפיקו טרום המשבר ב- 2007 (40%, סה"כ כ- 80 חברות). יודגש כי בחודשים האחרונים, במקביל לעליית מרווחי הסיכון, ניכרת יתר סלקטיביות ביחס להנפקות בדרוגים נמוכים או הנפקות שאינן מדורגות והנגישות של מנפיקים אלה לשוק מוגבלת.



השקעות המוסדיים בחו"ל

- במהלך 2014 נמשכה המגמה של גידול בהשקעות המוסדיים בחו"ל. שיעור ההשקעות הממוצע בחו"ל מסך תיק הנכסים של המוסדיים המשיך לעלות והוא מסתכם באוקטובר 2014 בכ- 18% מהיקף הנכסים של המוסדיים בהשוואה, לכ- 15.5% אשתקד ולפחות מ-7% ב-2008. שיעור ההשקעות בחו"ל של קרנות הפנסיה וחברות הביטוח מגיע לכ-30%-25%. בין הגורמים המעודדים את המשקיעים המוסדיים להרחיב את הפעילות בחו"ל ניתן למנות את הצורך בפיזור סיכונים והשקעות, עודפי הנזילות ושיעור התשואה על נכסים זרים והיקפו המצומצם יחסית של השוק המקומי. לקראת סוף השנה, על רקע הפיחות בשער החליפין, ניכרת מגמה של הסטת כספי הציבור באמצעות קרנות הנאמנות ובמישרין להשקעות בחו"ל, על חשבון פדיונות מאסיביים בקרנות אג"ח קוצרני מקומי.

המשך גידול בהיקף ההלוואות הפרטיות, הניתנות ע"י הגופים המוסדיים למגזר העסקי וירידה בחלקם באג"ח הסחיר

- לצד הפעילות הערה בשוק האג"ח המקומי, שאפיינה את שנת 2014, אנו עדים להמשך הגידול בפעילות ההלוואות הפרטיות, הניתנות על ידי המוסדיים לחברות. ההלוואות הפרטיות מהוות חלק משמעותי מהמימון החוץ בנקאי ובמידה מסוימת תחליף לחוב הסחיר. יתרת ההלוואות הפרטיות נכון לסוף ספטמבר עמדה על כ- 48 מיליארד ש"ח, גידול לעומת 43 מיליארד ש"ח בסוף 2013. למרות התמתנות קצב הגידול של היקף ההלוואות השנה לעומת שנים קודמות, פעילות זאת משמעותית ולהערכתנו, צפויה להמשיך ולהתרחב.
- על רקע הגידול בהיקף ההלוואות הפרטיות וההשקעות בחו"ל, ניכרת ירידה בחשיפה של המשקיעים המוסדיים לאג"ח קונצרני, כפי שעולה מנתוני בנק ישראל לפיהם חלקן של קופות הגמל וקרנות הפנסיה בשוק האג"ח הסחיר ירד מ-32% בסוף 2011 ל-24% בסוף 2014, כאשר במקביל עלה חלקן של קרנות הנאמנות מכ-16% בסוף 2011 לכ-25% בדצמבר 2014. המגמה של שינוי תמהיל המשקיעים בשוק המקומי - חיזוק משקלן של קרנות הנאמנות כשחקן מרכזי, הן בהנפקות חדשות והן בשוק המשני, לצד המגמה של ירידה בחלקם של המשקיעים המוסדיים לטווח הארוך, מגבירה את הרגישות של שוק האג"ח

לפעילות קרנות הנאמנות המשקיעות באג"ח קונצרני. מגמה זו עלולה לגרום לתנודתיות גבוהה יותר בפעילות בשוק האג"ח בתקופות של פדיונות בקרנות האגח ולהעלאת רמת הסיכון בהשקעה באג"ח.



* מקור הנתונים: בנק ישראל ומשרד האוצר

במבט לשנת 2015

- במבט קדימה, שוק האג"ח ימשיך לפעול על רקע אי הוודאות הגוברת בשווקים הגלובאליים ובשוק המקומי. חוסר הוודאות הפוליטי בישראל עלול להשפיע על הפעילות במחצית הראשונה של השנה, כאשר ההתפתחויות בשווקים הגלובאליים, ביניהן המשבר ברוסיה, התנודתיות במחיר הנפט ושיעורי הצמיחה הנמוכים באירופה, ימשיכו להכביד על שוק האג"ח. עם זאת, לאור הערכתנו שרמת הריבית הנמוכה לא צפויה להשתנות בשנה הקרובה, היא תמשיך להוות גורם תומך בפעילות הנפקות האג"ח. לצד הריבית הנמוכה, עודפי הנזילות מצד המשקיעים ואלטרנטיבות ההשקעה המוגבלות יחסית, ניכרת בחודשים האחרונים יתר סלקטיביות, המשתקפת בעלייה משמעותית במרווחי הסיכון בעיקר בדרוגים הנמוכים ובהעדפה של הנפקות איכותיות, מדורגות ו/או מגובות בביטחונות. אנו צופים שמגמה זו תימשך גם ב-2015. חברות מתחומי פעילות שונים, לרבות חברות נדל"ן הפועלות בארה"ב, ממשיכות להיערך לביצוע הנפקות בשוק המקומי. כל עוד סביבת הריבית נותרת נמוכה וצרכי המיחזור נשארים גבוהים, אנו מעריכים שחברות ימשיכו לפנות לשוק הראשוני על מנת לנצל את תנאי המימון הנוחים שעדיין שוררים.
- על אף היקפי הגיוס המשמעותיים שנרשמו בשנת 2014, ניכרת ירידה בחשיפה של המשקיעים המוסדיים לאג"ח קונצרני, כפי שעולה מהעובדה ששיעור ההשקעות באג"ח חברות מסך תיק הנכסים של המוסדיים ירד מכ-18% בסוף 2012 לכ-15.4% באוקטובר 2014. במהלך השנה, הכספים שגויסו על ידי ענף קרנות הנאמנות וקרנות האג"ח הקונצרני בפרט, סיפקו חלק משמעותי מהביקושים להנפקות האג"ח. בימים אלה נראה כי הנגישות לשוק של חלק מהחברות, בדרוגים נמוכים יחסית, מוגבלת, גם על רקע הפדיונות בקרנות האג"ח והסטת כספי הציבור לקרנות אג"ח חו"ל. בשלב זה קשה להעריך אם מדובר בתגובה מקומית להתפתחויות בשווקים ולפיחות בשער החליפין, או בשינוי לטווח ארוך יותר.

לנוכח צורכי המיחזור הגבוהים, בהיקף של כ- 40 מיליארד ש"ח¹ בכל אחת מהשנים הקרובות, ראוי לעקוב אחר מגמות אלה..

- באשר לחברות המדורגות על ידי S&P, אנו מזהים שיפור נוסף באיכות האשראי, וזאת על פי התפלגות תחזיות הדירוג, המעידה על הצפוי בשנת 2015. תנאי שוק החוב הובילו לגיוסים רבים ושיפור במבנה החוב של תאגידים רבים, לרבות חיסכון בהוצאות הריבית. שיעור החברות עם תחזית דירוג "שלילית" ירד מ- 19% בסוף 2013 ל-7% בתום שנת 2014. שיעור החברות עם תחזית דירוג "חיובית" בסוף 2014 הוא 7% ויתרת החברות (86%) נמצאות תחת תחזית דירוג "ציבה". ראוי לציין שהמגמה החיובית מגיעה על רקע המשך הדשדוש בסביבה המאקרו כלכלית המקומית.
- אנו ממשיכים לזהות לא מעט חברות הנערכות לירידה ברמת הביקושים, וכתוצאה מכך, לעלייה ברמת התחרות, על ידי ביצוע קיצוצים בצד ההוצאות. חלק ניכר מהחברות אף מקבלות רוח גבית מירידה בהוצאות המימון עקב רמת המרווחים הרזה וסביבת האינפלציה השלילית (0.1% ב-12 החודשים האחרונים). עם זאת, ההשקעות ההוניות לא ממריאות, ותאגידים בעיקר עסוקים בשמירה על הקיים ולא בפרויקטים חדשים. מגזר התעשיות הכבדות נהנה מחיסכון משמעותי בעלות מקורות האנרגיה עקב אספקת גז סדירה מפרויקט "תמר". כמו כן, ישנו שינוי מגמה בשער החליפין של השקל מול האירו (פיחות של 3% בשנת 2014) ובעיקר מול הדולר (פיחות של 13% בשנת 2014), לעומת תיסוף של 7% ו-3%, בהתאמה, בשנת 2013. הפיחות בשקל מבשר טובות למרבית המשק, ובעיקר ליצואנים.

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובלים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.