

# economy net

יריעות אחרונות

## המדריך למשקיע המתחיל באג"ח

**זה אמנם מכשיר השקעה נפוץ ביותר, אך בשל מורכבותו פועלים בשוק איגרות החוב בעיקר גופים מוסדיים וקרנות גידור; למשקיעים שעדיין לא בקיאים גיבשנו מספר כלים והמלצות אסף מליחי**

ירידות השערים בשווקים שהחלו בחודש יולי ונמשכו לתוך חודש אוגוסט, טילטלו כצפוי את שוקי המניות בישראל ובעולם, ולא פסחו גם על שוקי האג"ח. לכאורה אג"ח הוא מכשיר סולידי, אולם גם בהשקעה בשוק הסולידי נדרשת מומחיות והבנה של הסיכון הטמון בשוק זה.

אגרת חוב היא מכשיר פיננסי המבטיח סדרת תשלומי ריבית וקרן בסוף תקופה. האיגרת נסחרת בבורסה ומכאן שניתן למכור ולקנות אותה מידי יום.

הציבור משקיע באג"ח ב-2 דרכים. החשיפה העיקרית היא למעשה באופן עקיף באמצעות קרנות הנאמנות, קופות הגמל וכספי הפנסיה. בנוסף, חלק מציבור משקיע באופן ישיר באגרות החוב והן מהווה את החלק הארי של תיקי ההשקעות. על מנת להפוך את אחד המכשירים המתוחכמים ביותר בבורסה לידידותי יותר, הרכבנו מדריך בסיסי להשקעה באגרות החוב.

## שלב 1: בחינת הסיכון

הסיכון בא לידי ביטוי בשני מישורים עיקריים. המישור הראשון הוא המח"מ (duration) או משך החיים הממוצע. ככלל ככול שטווח הפדיון יותר ארוך, המח"מ גם הוא ארוך יותר ואגרת החוב יותר מסוכנת. מכאן שאגרות חוב קצרות כמו מק"מ, שמונפק עד לטווח של שנה, ואגרות, שהונפקו בעבר ונותר להן זמן קצר לפדיון הסופי, הן הבטוחות ביותר.

בנוסף, מבטא המח"מ את רגישות המחיר לשינויים בתשואות. כלומר אם התשואות לתקופה של שנה וגם של 10 שנים ירדו ב-1%, אזי מחיר המק"מ לשנה יעלה ב-1% ואילו מחירו של שחר (אגרת חוב ממשלתית ארוכת טווח) ל-10 שנים בעל מח"מ בערך 8 יעלה ב-8%.

צריך לזכור כי המח"מ פועל גם בכיוון השני. אם נרשמת עליית תשואות כמו שחווינו בחודשים האחרונים כשהתשואה השקלית ל-10 שנים עלתה מרמה של 4.8% לרמה של 6.2%, אגרות החוב הארוכות ספגו הפסדים משמעותיים.

המישור השני הוא סיכון האשראי (credit risk) של מנפיק אגרת החוב או במילים אחרות הסיכון שמנפיק האג"ח לא יעמוד בתשלומים ולא יחזיר את הקרן. לכל גוף

### האפיק הסולידי



מחזור של 2.9 מיליון שקל ביום באג"ח בבורסה בת"א

יש סיכון אשראי, אולם סיכון האשראי של חברה ממשלתית כמו חברת החשמל לא דומה לחברה בעלת הון עצמי של 10 מיליון שקל. לפיכך, הדבר יבוא לידי ביטוי בתשואה של האג"ח של החברות השונות.

אג"ח לאותה תקופת זמן של חברה בעלת סיכון אשראי גבוה תסחר בתשואה גבוהה יותר מאג"ח של חברה בטוחה וגדולה. קשה מאוד להעריך את רמת סיכון האשראי של חברה ולכן קיימות בשוק שתי חברות דירוג (מעלות ומדרוג) המעריכות עבור המשקיעים את סיכון האשראי מדרגות את אגרות חוב ומפרסמות את הדירוג.

שני המישורים (המח"מ וסיכון האשראי) פועלים במקביל, אך יחד עם זאת חשוב לזכור כי תשואות עולות ויורדות בתקופות שונות, ריבית בנק ישראל משתנה, המח"מ מתקצר או אט, סיכון אשראי של גופים משתנה, דירוג יכול להשתנות ואפילו התשואה העודפת המתמחרת את אותו סיכון אשראי משתנה בתקופות שונות. הדינאמיות הזו משפיעה על מחירי אגרות החוב וגורמת לתנודות אך מנגד מייצרת הזדמנויות השקעה.

## שלב 2 - העיתוי

בחודשים יולי ואוגוסט עברו שווקי המניות והאג"ח בעולם מימוש משמעותי. בעוד ששווקי המניות חזרו כמעט לשיאים שאפיינו אותם במחצית הראשונה של השנה, עלו שווקי האג"ח מעט אבל התשואות עדיין נשארו אטרקטיביות.

הורדת הריבית בארה"ב במהלך החודש החולף הפתיעה את השוק וסתמה כנראה את הגולל על המשך העלאות הריבית בעולם וגם בישראל, החולשה של הדולר בעולם חיזקה גם את השקל וצפויה להוריד את סביבת האינפלציה ב-2% ביחס לציפיות שהיו לפני כחודש - כל אלה מצביעים שזהו העיתוי להיכנס לשוק האג"ח.

בנוסף ישנן מספר גדול של הזדמנויות השקעה בשוק, כאשר ישנן מעל ל-70 סדרות אג"ח הנסחרות בתשואות של יותר מ-10% צמודות למדד.

## שלב 3 - בחירת אגרת החוב להשקעה

כדי לבצע השקעה באגרות חוב ממשלתיות יש להבחין בין סוגי אגרות החוב:

**מק"מ** - מלוות שקליות שמנפיק בנק ישראל במחיר הנמוך מ-100 שקלים ונפדות ב-100 שקלים, כשהפער בין מחיר הקניה לפדיון מגלם את הריבית הצפויה. מק"מ מונפקות אחת לחודש עם טווח לפדיון של 12 חודשים. נכון להיום נעות התשואות סביב 4.25%-4.5%, כאשר בדר"כ עדיף במקרה של מק"מ לפרק זמן קצר להשקיע באמצעות קרן שמוגבלת למק"מ עד שנה. היתרון ברכישת קרן כספים הוא בכך שאין עמלות קניה ומכירה אלא דמי ניהול יחסית לתקופת האחזקה (כ-0.5%).

**שחר** - אג"ח שקליות בריבית קבועה, המחלקות ריבית אחת לשנה, מונפקות מספר פעמים בחודש ובעלות טווחים לפדיון של 0.5-20 שנה. נכון להיום אג"ח מסוג שחר לטווח השקעה בינוני של 2-5 שנים נסחר בתשואות של 4.8%-5.2%. אג"ח לתקופה של 5-10 שנים נסחרת בתשואה של 5.2%-5.75% ושחר לטווח השקעה של מעל 10 שנים נסחר בתשואה של 6.1%.

**גילון** – אג"ח שקליות בריבית משתנה (המשתנה בהתאם לממוצע תשואות מק"מ לפדיון) שלא מונפקות כרגע. הטווחים לפדיון נעים בין כשנה לחמש שנים.

**גליל** – אג"ח בריבית קבועה צמודות למדד המחירים לצרכן, מונפקות מספר פעמים בחודש, בעלות טווחים לפדיון הנעים בין 0 ל-30 שנה.

כיום ישנן מספר תעודות סל על האג"ח הממשלתיות, המשלבות מספר אגרות חוב ממשלתיות. עדיף לבחור אג"ח בעלת הטווח לפדיון הרצוי וההצמדה הרצויה למשקיע.

בשל התשואות הגבוהות, ההשקעה הפופלארית היום היא שחר בעל טווח לפדיון מעל 5 שנים, וגליל בעל טווח לפדיון של מעל 5 שנים (יש לקחת בחשבון שככל שהטווח לפדיון של אג"ח גדול יותר התנודתיות שלו גבוהה יותר). זאת, על רקע ההנחה כי אגרות החוב הללו צפויות להניב רווחי הון גבוהים.

במקרה של אג"ח מסוג שחר בטווח פדיון של 2-5 שנים, מדובר על עודף תשואה של 1% שמצטברת לתשואה כוללת של 6%, שחר בטווח השקעה של 5-10 שנים צפוי להניב תשואה עודפת של 2% (תשואה כוללת של 6.2%-7.75%). שחר לטווח השקעה של מעל 10 שנים צפוי להניב תשואה עודפת של 3% (תשואה כוללת של 9%).

## השקעה באג"ח קונצרניות

אג"ח קונצרניות מונפקות על ידי חברות ישראליות שעל פי רוב צמודות למדד, אך ישנו גם מגוון מוגבל של אג"ח שקליות בריבית קבועה (כמו השחר) ריבית משתנה (כמו הגילון), וצמודות למט"ח (לרוב בריבית משתנה).

ניתן לחלק את ההשקעה באגרות החוב הקונצרניות לאג"ח מדורגות ולא מדורגות:

**השקעה באג"ח מדורגות** - דירוג השקעה הינו מדד המשקף את היציבות הפיננסית של החברה או של החוב המשקף גם את יכולת החזר החוב של החברה (חוב יכול להיות מדורג דירוג הגבוה מדירוג החברה אם יש לו ביטחונות ספציפיים).

דירוגי אגרות החוב	
דירוג	משמעות הדירוג
AAA	דירוג ההשקעה הגבוהה ביותר הקיים, זהו דירוג ההשקעה של חוב של בנק הפועלים ולאומי.
AA+, AA, AA-	דירוגי השקעה של הבנקים הקטנים יותר, דיסקונט, מזרחי, בינלאומי, וחברות מובילות במשק כגון חברת החשמל, חברות התקשורת, חברות הביטוח וחברות הנדל"ן הגדולות.
A+, A, A-	דירוגי אשראי בינוניים בעלי סבירות גבוהה להחזיר את החוב, אבל נמוכה יותר מהדרגות הקודמות.

דירוגי השקעה נמוכים יותר הנקראים עדיין דירוג השקעה	BBB+, BBB
דירוגי השקעה נמוכים יותר אשר אינם קיימים בישראל	BBB-, BB+, BB, BB-, CCC, CC, C

**השקעה באג"ח לא מדורגות** - חברות שלא עברו תהליך של דירוג או שעברו תהליך והדירוג שהם קיבלו לא היה דירוג השקעה.

בתחום אגרות החוב בעלות הדירוג הגבוה (AAA או AA) עדיף להשקיע בתעודות סל על מדד התל בונד - המשקיעות ב-20 הסדרות הסחירות ביותר ובעלות שווי השוק הגבוה ביותר (דמי ניהול של תעודות אלה נמוכים יחסית 0.3% בשנה).

בדירוגים הנמוכים יותר או אג"ח לא מדורגות עדיף להשקיע בקרנות נאמנות מתמחות, ובדרך זו נהנים מתשואות גבוהות לפדיון ופיזור של מספר רב של סדרות/חברות בתיק.

## הרכב תיק אג"ח לדוגמא

המטרה במקרה של משקיע בטווח הקצר היא להגיע לתשואה ממוצעת של 6% ואילו כאשר מדובר במשקיע לטווח ארוך התשואה הממוצעת אליה שואפים היא 8%.

### משקיע לטווח בינוני (שנה – שנתיים):

80% - אג"ח ממשלתיות מסוג שחר בעלות טווח לפדיון של 2-5 שנים ואג"ח צמודות למדד מסוג גליל בעלות טווח לפדיון של 3-8 שנים - השקעה ישירה, עם העדפה לאג"ח הצמוד.

20% - אג"ח קונצרניות בדירוג גבוה - ניתן להשקיע באמצעות תעודות סל על מדד התל בונד. טווח ההשקעה בפועל צריך להיקבע לפי שנאת הסיכון של המשקיע, כאשר משקיע מאוד סולידי ישקיע לטווחים הקצרים יותר ולהיפך.

### משקיע לטווח ארוך (שנתיים – 5 שנים):

40% - אג"ח ממשלתיות מסוג שחר בעלות טווח לפדיון של מעל 5 שנים ואג"ח צמודות למדד מסוג גליל בעלות טווח לפדיון של מעל 8 שנים - השקעה ישירה.

30% - אג"ח קונצרניות בדירוג גבוה - ניתן להשקיע באמצעות תעודות סל על מדד התל בונד שמעניקה תשואה של 4.7% ללא הצמדה + 1.5%-2%.

30% - אג"ח קונצרניות בדירוג בינוני ולא מדורגות - ניתן להשקיע דרך קרנות נאמנות מתמחות. לנועזים המעוניינים בהשקעה ישירה באג"ח בדירוג נמוך או לא מדורגות, יש לפזר על מספר רב של סדרות ככל שיורד דירוג ההשקעה. כך נהנים מתשואה גבוהה וסיכון נמוך יותר.

כיום התשואות באג"ח מסוג זה נעות מ-6% כדוגמת חברות נדל"ן כמו חבס, גינדי, דורי ואוסיף ועד לתשואה של 50% שנותנות חברות כדוגמת ליטו גרופ וחברות נדל"ן נוספות.

למשקיעים בעלי ידע בסיסי בהתנהגות מחירי האג"חים, שמאמינים בענף הנדל"ן, ישנם בבורסה מעל 70 אג"חים מסוג זה (רובן של חברות נדל"ן) המעניקות לבעליהן תשואה מובטחת של מעל ל-10%. כך למשל, ניתן לאתר אג"ח של חברות מוכרות כדוגמת בוימלגרין (19%), ב.יאיר (23%) ועוד.

כדאי לקחת בחשבון, כי עלות ההשקעה דרך קרן נאמנות בד"כ נמוכה מאוד (פער קניה מכירה הינו עד 0.1% עבור קרן ללא מניות) בעוד שקניה של תעודת סל על התל בונד או רכישה ישירה ללקוח הקרן יכולה לעמוד על 0.5% לכל כיוון, כאשר ללקוחות קטנים בעלי עמלות גבוהות עדיפה ההשקעה בקרן נאמנות.

## איך לעקוב אחר נתוני אגרות השוב?

בעיתונות הכלכלית לצד ציטוטי נתוני מניות ומכשירי ההשקעה האחרים מופיעים גם נתוני המסחר היומיים של אגרות השוב. בטבלת הנתונים ישנו פירוט של שם האיגרת הכולל את שם החברה וסדרת האג"ח המונפקת וכן מחיר האיגרת ואחוז השינוי במחיר המחושבים בדיוק כמו מחירי מניות על סמך ביקוש והיצע.

תנאי האיגרת מצויינים אף הם וכוללים את הריבית הנקובה, שהיא למעשה הריבית שמשלם מנפיק האיגרת (לווה) למשקיע (מלווה) וכן מועדי תשלום הקרן.

התשואה על אגרת השוב, מופיעה כתשואה שנתית ברוטו, שהיא התשואה השנתית הממוצעת ביום המסחר הנתון.

מושג נוסף שזר למרבית מהמשקיעים הוא ערך ברוטו פארי, שזהו ערכה של האיגרת במקרה של פיידיון מיידי והיא כוללת את צבירת הריביות שחולקו. במקרה של אג"ח צמודות מדד הערך מגלם את שיעור השינוי במדד.

בנוסף, ישנם נתונים על מחזור המסחר באגרת, דירוג האגרת ותקופה ממוצעת לפידיון שזהו למעשה המח"מ של האגרת.

## הסקירה הנ"ל אינה מהווה המלצה כלשהי לרכישת אגרות חוב.

השתתפו בהכנת המדריך: אריה אהרונוב, מנהל תחום האג"ח וקרן הגידור בתחום האג"ח של אקספרט פיננסיים, ואיתמר עדן, מנהל השקעות ראשי ומבעלי בית ההשקעות קריפטונייט