

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 3 בינואר 2019

נושא המפגש: השלכות עליית פרמיית הסיכון בשוק האג"ח: מתמחור נכסים ואשראי ועד לפעילות הריאלית.

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון ומצגת בנק ישראל.

אורחים שנכחו בדיון: צבי סטפק (מיטב דש), רונית הראל (מעלות), איתי רפל (מעלות), גלית אופק (מעלות), מור קולא (וריאנס), ענת פילצר סומך (איגוד החברות הציבוריות), איתי מוקוטוב (כלל ניהול פיננסים), אלכס לוי (כלל ניהול פיננסים), איתי כהן (רשות ניירות ערך), יאיר אדלר (רשות ניירות ערך), רועי שטיין (בנק ישראל), דוד האן, מאיה לגרבאום (כלל ביטוח פיננסים), יעל רגב (רשות שון ההון), ערן אמודאי (אפסילון), רון לוי (פרומתאוס), אופיר לנדאו (חיסונים פיננסיים), רזי אברהם (חיסונים פיננסיים).

משתתפים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, אורי גלאור (IBI), אלון גלזר (לידר שוקי הון), סיגל יששכר (מידרוג), יורם עדן (מכללת הדסה), אבי לוי (מליסרון), נדב שטינברג (בנק ישראל), עמנואל אבנר, דן גלאי (סיגמא), רני שחם (KPMG), חיים לוי קידר (אוניברסיטת בן גוריון), גיא טביביאן (Deloitte), צחי זנגורי (מגדל), דני ירדני (אלטשולר), אורי גרינפלד (פסגות), שי קומפל (מנורה), שריה אורגד (הבורסה לניירות ערך), נטע ורדי (בנק ישראל), ודים פורטנוי, אורן לוי (לאומי פרטנרס), קים שהם ניר (הכשרת הישוב), אפרת טולקובסקי (IDC), הילה קונפורטי (כלל ביטוח פיננסים), רון הדסי (אלביט הדמיה)

צוות מקצועי: גל אקריש, עדי פליישר ונגה לקרץ.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם. הבוקר אנחנו עוסקים בנושא ההשלכות של העליה המתמשכת של פרמיית הסיכון בשוק האג"ח. ברבעון האחרון ראינו עליה בספרדים, זו תופעה מעניינת, אנחנו רוצים להבין אותה ולדבר עליה בעיקר בהיבט של ההשלכות. יש כאן כמובן שאלה של המגמה העולמית לעומת המצב המקומי, אנחנו מבינים שיש פדיונות גדולים בקרנות הנאמנות שמשפיעים על המחירים כאן. יש לזה כל מיני צדדים, מצד אחד זה יכול לייצר עיוות, מצד שני יכול להיות שזה חושף אולי בעיות שחברות מסוימות או ענפים מסוימים שהזרמת הכספים שקרנות הנאמנות למעשה לא חשפה אותם עד עכשיו. אז השאלה איפה בדיוק אנחנו נמצאים.

בכלל, יש פה מצב מוזר שהספרדים עלו אבל מצד שני הדירוגים בדרך כלל ממה שאנחנו רואים לא ירדו, יושבות כאן גם חברות הדירוג ואנחנו נשאל אותם לגבי הסיטואציה המוזרה שנוצרה. בדוחות הכספיים אנחנו גם לא רואים השפעות שליליות לעת עתה.

נקודת מבט חשבונאית מעניינת היא של IFRS 9. IFRS 9 הוא תקן חדש שנכנס לתוקף בשנה הקודמת (2018) והוא מדבר על הנושא של הפסדי אשראי חזויים. היום ההסתכלות היא הסתכלות קדימה על הפסדי האשראי, ויש לתקן מנגנון מעניין שבא ואומר שחברה יכולה לרשום הפסדי אשראי רק בגין 12 החודשים הקרובים בגין השקעה במכשיר חוב, אבל אם יש התדרדרות משמעותית במצב האשראי היא נדרשת לבצע הפסדי אשראי לכל אורך התקופה של החוב. עולה פה שאלה מעניינת, האם באמת המצב שאנחנו מדברים עליו הוא התדרדרות משמעותית, כי אנחנו אמנם רואים מצד אחד חברות עם תשואות אג"ח של 20% ומצד שני נמצאות ברמות דירוג שהן סבירות. אגב, יש אנקדוטה ב-IFRS 9 שמדברת על זה שאם החברה שאתה משקיע בה, כלומר החברה שהנפיקה את אגרות החוב, נמצאת ברמת דירוג אשראי בינלאומי שהוא דירוג השקעה, אז זה בכל מקרה לא נחשב התדרדרות במצב האשראי שלה. יש פה משהו מעניין - האם צריך להסתכל על מחירי השוק או על הפרמטרים של דירוג האשראי.

שאלה דומה, זה השקעה באגרות חוב שחברה קונה אותן בניכיון גבוה, כמו חלק מאגרות החוב שאנחנו רואים אותם - שאלה מעניינת היא האם אגרות החוב האלו - היום חברה שמשקיעה באג"ח עם תשואה כל כך גבוהה - האם אגרות החוב נחשבות ב"ניכיון עמוק" - כן אם הן נחשבות בניכיון עמוק לצורך רישום הכנסות הריבית האפקטיבית, צריך לנטרל את הרכיב של הפסדי האשראי החזויים. יש פה שאלות חשבונאיות מאוד מעניינות שהן נותנות לנו זווית הסתכלות מעניינת על הדיון שלנו היום.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאלה מרכזית של השלכות לשוק היא באמת הנושא של ההשלכות הריאליות מעבר לנושא של הערכות שווי, ירידות ערך וכדומה, שאני מניח שאמיר תכף יתייחס אליהם, אנחנו יודעים שיש חברות שנמצאות במינוף גבוה ותלויות בשוק ההון - עד כמה באמת הן יכולות להיכנס כעת לסחרור.

עולות כאן גם שאלות של הבחנה בין אג"ח עם בטחונות או בלי בטחונות, דברים שדיברנו עליהם בעבר אבל עכשיו יכול להיות שהן מתחדדות. ההבחנה בין פערי תשואות בין סוגי אגרות חוב, והתמהיל שכל חברה נמצאת בו ביחס לשיעור המינוף שלה. מעבר לזה, השלכות נוספות שיכולות להיות בחברות נדל"ן הן עליה בריבית שיכולה לשחוק את ה-FFO בעתיד שמן הסתם יש לזה משמעות - עולה השאלה מהי כרית הספיגה של כל חברה.

בנוסף, אי אפשר להתעלם מכך שיש פה גם סיכון סיסטמי - אנחנו מסתכלים על הנפקות האג"ח שהיו בשנה החולפת בבורסה, חברות הנדל"ן גייסו 27 מיליארד שקלים, שזה מחצית מסך כל הגיוס הקונצרני. כלומר, המשקל הסגולי של הנדל"ן הוא עצום וזה גם משהו שצריך להיות מסביב לשולחן פה. אנחנו אחרי הדברים של אמיר נשמע מצגת של בנק ישראל ומשם נפתח את הדיון.

אמיר ברנע

בוקר טוב. קודם כל אני רוצה להודות למור קולא שהכין את הנתונים שהוצגו בחומר הרקע. שימו לב שבורסה שלפניכם תוקנה טעות סופר שאותה ע"י ואדים. אין חולק שחל ברבעון האחרון שינוי דרמטי בשוק ההון בכלל ובשוק אגרות החוב בפרט שהוא הנושא שלנו כאן. השאלה הראשונה ששאלתי את עצמי היא איזה השלכות לשינוי על הערכות שווי? אומרים לי כי לכאורה אין קשר בין הערכות שווי למחירי שוק הרי הערכת שווי נבנית באפן עצמאי ורק לאחר מכן הסכום שנקבע מושווה למחירי השוק כדי להציע מדיניות השקעה אופטימלית. אבל כמובן שטענה זו איננה נכונה. כל הערכת שווי ממתבססת על מחיר ההון - על WACC שנלקח ממחירי שוק. לכן כמעריכי שווי עלינו לבחון האם מחיר ההון השתנה? כלומר האם צריך בהערכות שווי ב-2019 לשנות אומדני שווי יחסית לחישוב ב-2018, לאור השינוי והעליה הדרמטית במחיר החוב. תראו את המספרים - 2% עליה ממוצעת במחיר החוב תוך תקופה של חודש ימים, בסקטורים מסוימים עלייה הרבה יותר תלולה, עם השפעה שונה בין אגרות חוב קצרות לארוכות - שממנה אפשר להקיש איך אנשים רואים את ההתפתחות הכלכלית בשנים הקרובות. איך זה משתלב עם הערכות שווי שאנחנו עושים ומה התוצאה? זה אחד הנושאים שאנחנו רוצים לדון בהם, יש לי דעה בנושא, נשמע גם דעות אחרות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאלה שניה היא האם השינוי במחיר החוב נובע מבעיית נזילות או מבעיה של הערכה כלכלית של הסתברות לחדלות פירעון. הקשר בין נזילות לבין חדלות פירעון הוא מאוד קרוב. למשל, הרי אם התשואות עלו בשוק אגרות החוב, יש לזה השלכות מיידיות על מחזור חוב. השאלה היא האם כתוצאה מכך צופים אפשרות שאם מחזור הוא חלק מהתוכנית התזרימית של חברה מסוימת ויש לה צורך במחזור בטווח הנראה לעין, האם עצם העובדה שהתשואות עלו והנזילות הצטמצמה (נראה נתונים על הנזילות במצגת של בנק ישראל) מלמדת על כשל בהחזר חוב. ואם דירוג האגרת נשאר יציב נשאל מי טועה פה? השוק או מעריך השווי? אולי סוכנות דירוג החוב טועה? זו אחת השאלות בה אנו רוצים לדון היום.

חוק חדלות פירעון החדש יכנס לתוקף מ-2019. השינוי העיקרי בחוק לדעתי הוא ביטול התפיסה שחברה חדלת פירעון אם ניתן להצביע על אי יכולת לפרוע חובות "בהגיע מועד פרעונם". בחוק הנוכחי לדוגמא, ניתן לגשת לבית המשפט ולטעון שחברה היא חדלת פירעון מכיוון שקיים צפי שבעוד שנה לדוגמא, היא לא תוכל להחזיר חוב. החוק החדש בא ואומר - לא - רק הפרה בפועל של חוזה החוב היא עילה לקביעה לחדלות כפוף לפשרה של שישה חודשים. אם קושרים את זה עם בעיית המחזור יהיה לחוק החדש המשמעות לגבי תמחור חוב לזמן קצר וחוב לזמן ארוך. כדי למנוע פער בתשואות יהיו קובננטים כך יוכל נותן חוב לזמן ארוך להגן על עצמו בחוק החדש. השאלה האם קובננטים משקפים מצב כלכלי. אני לא מקנא בבית המשפט שיצטרך לשבת ולהחליט האם הפרה של קובננט היא מהותית, ואם היא לא מהותית האם היא רלוונטית בכלל לנושא יכולת הפירעון. מי שחשב שהוא מקל על בתי המשפט בכך שרק הפרה בפועל היא זו שקוראת לחדלות פירעון, או מצדיקה פניה לבית המשפט בנושא חדלות פירעון, יכול להיות שטעה.

נושא אחרון שרציתי להתייחס אליו קשור להשפעה הרוחבית של עליית התשואה. האם בנקים בתמחור חוב כלפיהם צריכים להיות מושפעים מהעובדה שחוב אקוילנטי נסחר בשוק בתשואות גבוהות. נקודה נוספת שהזכיר שלומי באיזה מידה התשואות הגבוהות האלו מהוות הכנסה שוטפת למלווה או צריכה להיות הפרשה לאפשרות של הפסדי הון עקב חדלות פירעון. אני מקווה שהדגש בדיון יהיה האם השינוי בשוק אגרות החוב בחודש האחרון, שבעטיו התשואות עלו בממוצע ב-2% ובסקטורים מסוימים גם ב-5% וב-6%, הוא בעל השלכות רוחביות ומה זה אומר לגבי הצפי לשנת 2019.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

רועי שטיין

בוקר טוב, קודם כל אני אציג את עצמי, בבנק ישראל יש הרבה חלקים, אני מחטיבת המחקר. בחטיבה זו יש כמה תחומים. אני מתחום שוק ההון - היציבות הפיננסית. במסגרת העבודה השוטפת שלנו אנחנו מוציאים אחת לחצי שנה דוח יציבות פיננסית שבו אנחנו מנתחים את הכלכלה מהזווית היציבותית. לפני שבוע וקצת הוצאנו דוח. על בסיס הדוח הזה הוזמנתי להציג נקודה אחת מתוך הדוח על הנושא של פרמיית הסיכון. הכנתי מצגת קצת יותר ארוכה, חשבתי שזה יעניין גם לראות מה קורה בשוק המניות לצד שוק האג"ח, אבל נראה לי כדי שאעמוד בזמנים שאתמקד יותר בפרמיית הסיכון. קודם כל, נסתכל על תמונת המאקרו בישראל. מבחינת מאקרו בישראל בשנים האחרונות, מצבנו טוב יחסית. תוצר הצמיחה קרוב לפוטנציאלי, האינפלציה הייתה מאוד נמוכה בשנים האחרונות. בתקופה האחרונה אנחנו רואים כניסה של האינפלציה לתוך תחום היעד במקביל לעליה מזערית של ריבית בנק ישראל. אומנם העלייה אינה מהווה שינוי מהותי אך עדיין מסמנת את סיום עידן הריבית האפסית. מה שמעניין פה לראות בשקף הזה זה פער התשואות בנינו לבין ארצות הברית גם בנומינלי וגם בריאלי. אנחנו רואים שהפער נמצא עדיין בטריטוריה השלילית. זה אומר שבעצם המחזור המוניטרי בישראל נמצא ברמה הרבה יותר נמוכה. הכיוון הכללי היא סגירת פער המחזור המוניטרי ולכן עליית תשואות תוך סגירת פער התשואות בניינו לבין ארה"ב.

יש מדד בבנק ישראל כבר כמה שנים שאנחנו עוקבים אחריו שלוקח את כל הנכסים : אג"ח קונצרני, מניות, שערי חליפין - ובודקים עד כמה אנחנו רואים תנודתיות משותפת. זה מדד שלוקח הרבה מאוד נכסים ובודק איפה אנחנו נמצאים מבחינת לחץ פיננסי בישראל. ניתן לראות כי מדד זה לא מצביע על עליית הסיכון הפיננסי בישראל בשלב זה. פה הכנסתי כמה שקפים על נושא של מניות, אני אגע רק בשקף אחד כדי להשוות את עצמנו לעולם. זה הויקס המפורסם, פה אנחנו רואים את ישראל, אשר כמובן אינה מנותקת מהעולם, אבל אנחנו רואים שהלחץ גם בשוק המניות ספציפית נמוך יחסית למה שקורה בעולם. זה מדד המניות, ראינו את הקפיצה באוגוסט השנה עם העלאת דירוג האשראי, ראינו כניסה מאסיבית יחסית של משקיעים זרים לישראל, לשוק המניות. בירידות האחרונות ספגנו כמו בעולם אבל נראה שהתנודתיות כבר החלה להיעלם ולהירגע נכון להיום.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חשוב להדגיש בהקשר של סיכוני אשראי את התמונת המאקרו הבסיסית- יחס חוב ממשלתי לתוצר. זו תמונה מאירת עיניים, אנחנו רואים את הקו הכחול המקווקו של ישראל. אם בשנת 2000 אמרנו שהיחס פה הוא גבוה מה-OCD וכו' אנחנו עם השנים ירדנו ואנחנו בעצם נמצאים ברמה הנמוכה ביותר מבין המדינות שמוצגות פה. זה מקשר בעצם את מה שאמרתי בהתחלה: מצבנו בישראל ביחס לעולם הוא טוב יחסית.

מפה אני עובר לאג"ח הקונצרני, אנחנו מסתכלים פה על שינוי המחירים ב-12 חודשים האחרונים, אנחנו רואים פה את הירידות החדות אחרי תקופות של עליות חדות. כמובן לא לקחתי את זה אחורנית, אבל גם אחורה ראינו עליות מחירים. סך הכל השוק הזה תפקד מאוד יפה בשנים האחרונות. פה אנחנו רואים את החלוקה לפי דירוגים. חשוב מאוד להדגיש: הדוח האחרון שהוציאה קרן המטבע התרכז ב-"חברות זומביות". יש בעולם הרבה מאוד חברות שהן מסוכנות, שהן מדורגות בדירוג השקעה נמוך יחסית. החלק שלהם שנסחר באגרות החוב גדל בשנים האחרונות והם טוענים שכאשר הריביות המוניטריות והארוכות ימשיכו לטפס הרבה מאוד חברות יקלעו לחדלות פרעון. ההגדרה של חברות אלו הן טריפל בי ומטה. בדקתי מה קורה בישראל בנושא הזה, השיעור של BBB ביחס לשאר האגרות לא השתנה בשנים האחרונות - הוא נע בין 8%-10% בלבד. כלפי המשקיע הישראלי שאגרת החוב הממשלתית היא חסרת סיכון, אז מהזווית הזו אפשר לקחת את ה-BBB בישראל לעומת אגרת החוב הישראלית הממשלתית - ולהשוות מול ה-BBB בישראל מול אגרת החוב הממשלתית בארה"ב. זו לא השוואה לעולם, זה ישראלי. ההבדל הגדול בין הקבוצה הזו לקבוצה הזו זה רמת נזילות בבורסה. כל זעזוע קטן מקפיץ קצת אותן והרבה אותן - זה ההסבר העיקרי לדעתנו.

מור קולא

אני אתן מילה אחת לגבי הנייר שהוצאנו, נקודה אחת שלא מוצגת פה בנייר היא ההבחנה בין אגרות חוב צמודות מדד לאגרות חוב שקליות. בערך 50% מאגרות החוב בבורסה הן שקליות אבל אם אנחנו נסתכל על אגרות החוב הגלובליות, בערך 90% הן שקליות. אם ננטרל ונסתכל רק על שתי אוכלוסיות באגרות החוב השקליות - מאוכלוסיה של כאלה ששייכות למדד הגלובלי וכאלה שהן מקומיות, אז אנחנו נראה שבמקומיות אין בעיית נזילות, אם אנחנו נגדיר בעיית נזילות ככזו שהמרווחים באגרות החוב עלו בטווח הקצר יותר מאשר בטווח הארוך, בעוד שבאגרות החוב הגלובליות הפערים הם עצומים.

רועי שטיין

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנחנו כבר בשנת 2014 או 2015 בדוחות הפיננסיים הדגשנו את הסיכון השונה באגרות החוב הזרות האלו, וזה לא מפתיע מה שקרה בתקופה האחרונה לפחות לפי מה שכתבנו שנים עברו. שלומי ביקש ממני קצת להתייחס לאירועים האחרונים ממש, אז הוספתי פה שקף שהוא לא הוצג בעבר של הסתכלות ארוכת טווח של המרווח אג"ח הקונצרני לעומת הממשלתיות. אנחנו רואים פה את ההיסטוריה, אנחנו רואים פה את הקפיצות הגדולות שהיו בהיסטוריה ואנחנו גם רואים את הקפיצה בימים האחרונים. כשאנחנו עושים זום אין אנחנו רואים שבחודש אוקטובר התחילו לאט לאט לעלות התשואות. אנחנו כתבתנו והסברנו שבחודש אוקטובר עם עליית הריבית של ה-Fed שהייתה באותה התקופה, התשואות הארוכות (10 שנים) עלו מאוד, הגיעו לרמה של 3.2%, ומפה התפתח כדור שלג שיורד במורד רציני שבסופו של דבר הגענו לסוף דצמבר עם באמת תנודות מאוד מאוד חריפות. אנחנו רואים בעצם שהמרווח עלה, ועכשיו הוא יורד. יש פה תנודתיות מאוד גבוהה וזה בעצם מוביל אותנו להתעסק יותר ויותר בנזילות ובסיכון הנזילות שלדעתנו פה אנחנו צריכים לשים קצת יותר דגש לכך.

אמיר ברנע

איך אתם מאבחנים בין שני סוגי הסיכון: סיכון אשראי וסיכון נזילות?

רועי שטיין

אני רוצה לאבחן קודם בין רמת נזילות וסיכון נזילות. ברמת הנזילות ניתן לקחת את המחזור הממוצע וכל מיני מדדי נזילות אחרים המבוססים על נתונים תוך יומיים ורואים מה הממוצע שלהם. סיכון נזילות, לעומת זאת, בוחן מה קורה לנזילות על פני זמן - איך היא משתנה בכניסת אינפורמציה חדשה, או בעת אי-וודאות. כאשר נכנסים לתקופה של אי-וודאות, חשוב לבחון איך השוק מתפקד - זו השאלה המרכזית.

אמיר ברנע

עדיין לא קיבלתי תשובה איך מבחינת יכולת הפרעון, יוצרים את האבחנה בין סיכון אשראי לסיכון נזילות?

נדב שטיינברג

חשוב להבחין בין שני מובנים שונים של נזילות:

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

נזילות של חברות (funding liquidity) המשפיעה ישירות על יכולתן לשלם את חובותיהן מעל ומעבר לעצם הסולבנטיות שלהן. זו הנזילות שעליה דיבר אמיר.

נזילות בשוק (market liquidity) הדומה במשמעותה ל- 'סחירות'. זו רמת הנזילות בשווקים הפיננסיים שיכולה להשפיע על יכולתם של שחקנים שונים לפעול בשווקים וגם על רמת המחירים בשוק, דרך פרמיית הנזילות ופוטנציאל גדול יותר לעיוותי מחיר זמניים. זו הנזילות שבה התמקדה המצגת של רועי.

אומנם כפי שרועי הראה במצגת שלו שוק המניות הישראלי עדיין אינו נזיל במיוחד (נזילות בשוק) ביחס לשווקים מפותחים אחרים, אבל שוק האג"ח הישראלי כן נמצא במחקר עדכני כנזיל אפילו ביחס לשוק האמריקאי (לפי מחקר של פרופסור אבי וואהל ודוקטור מני עבודי שהתפרסם לאחרונה ב- Review Of Finance ושגם דוקטור חיים לוי קידר יזכיר לאחר מכן). עם-זאת, כפי שרועי ציין זה נכון לפי מדדים למחיר הנזילות ולא בהכרח משקף את כל הממדים הרלוונטיים של עומק השוק.

אמיר ברנע

האם סיכון נזילות כפי שאתה איתרת משפיע על דירוג האגרת או לא? אני מנסה להבין האם סיכון נזילות שונה מהותית מסיכון אשראי? יכולת ההחזר נפגמת באותה מידה, בין אם החברה מגיעה לבעייה תזרימית עצמאית או בין עם זה נובע מסיכון מאקרו כמו שצינת.

רועי שטיין

אם מחזור הנזילות הבסיסית של נכס שנסחר בבורסה הוא ברמה כזו אבל ביום מסוים שמשתחררת אינפורמציה הנזילות יורדת, הדבר הזה - הדלתא הזו - היא מה שחשוב, וזה אמור להתבטא בפרמיית הסיכון. משנת 2008 משקיעים יותר ויותר שמים לב לזה ופחות מסתכלים על נזילות כללית ממוצעת, הם מסתכלים מה קורה לאותו נכס בזמנים שהם לא שגרתיים.

דן גלאי

ראשית, צריך להבחין בין שתי הגדרות של נזילות:

1. Trading liquidity risk, TLR הבוחן את נזילות הנכסים הפיננסיים, כלומר הקלות בה ניתן להפוך אותם למזומנים. נזילות זו נמדדת במהירות שניתן למכור (או לרכוש) נכס פיננסי, והפסד

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הכסף בתהליך הקניה/מכירה. אחד הקירובים לנזילות הוא הפער בין מחיר הקניה למחיר המכירה (spread bid-ask).

2. Funding liquidity risk, FLR הבוחן את יכולת הבנק למחזר פיקדונות, כלומר להביא פיקדונות חדשים מול פיקדונות שנפדים או נמשכים מהבנק. בפירמה לא פיננסית סיכון זה מתבטא ביכולת למחזר הלוואות או אשראי.

פשיטות רגל נגרמות לרוב מהסוג השני של FLR..

שנית, ממרווחי הריבית צפויים לעלות לאחר שנים שהיו ברמה נמוכה. אפקט אחד הוא עליית הריבית לטווח קצר בארה"ב והציפיות לעליית ריבית בישראל ב-2019. הריבית הראלית השלילית עד למח"מ של 5 שנים אינה מצב של שיווי משקל והשוק לאגח על כן צפוי לרדת תוך עליית התשואות.

שלישית, הירידות של השבועות האחרונים הם יותר תיקון טכני לאחר עליות רצופות מאשר משבר בבורסה כדוגמת 2007-9. שם היה מיתון כלכלי והתפוצצות בועות שגררו משבר פיננסי. אין זה המצב היום.

רועי שטיין

זה לדעתי אחד השקפים היותר חשובים – התפלגות החזקות אג"ח קונצרני. אנחנו בעצם מסתכלים על הגופים השונים שמחזיקים את האג"ח הקונצרני על פני הרבה מאוד זמן. אני רוצה שתעקבו אחרי הקו האדום שמסמל את האחזקות על ידי קרנות הנאמנות. בעצם ההבדל העיקרי בין קרנות נאמנות לשאר הגופים שנמצאים פה זה אופק ההשקעה. הסתכלות קצרת טווח, אנשים שנכנסים לקרנות הנאמנות יודעים גם לצאת מאוד מהר. אנחנו רואים ב-2008 למעשה את הירידה, את המימושים שהיו בגופי קרנות הנאמנות, אנחנו רואים פה שהגופים המוסדיים לא קיזזו את המימושים ולכן אנחנו רואים את הירידות החדות ב-2008. אם אנחנו לרגע קופצים לאמצע 2011, מה שקרה באירופה שהשליך על ישראל, אנחנו רואים גם כן מימושים בקרנות הנאמנות. פה אנחנו רואים שהגופים המוסדיים התחילו לאסוף בחזרה את כל הסחורה שנמכרה, ולכן קיזזו מאוד את ההשפעה של קרנות הנאמנות, מה שאנחנו רואים זה שלא היו לנו ירידות ובטח לא כמו שהיו לנו ב-2008. סך הקרנות הנאמנות בתקופה הזו היו בין 10%-20% מסך אגרות החוב הן החזיקו באג"ח קונצרני. כשאנחנו מסתכלים על התקופה האחרונה אנחנו רואים שהן הגיעו לכמעט 30%. הגופים המוסדיים עם השנים הורידו את החזקתם באגח אלו, הם אומנם לא הורידו את החשיפה לסקטור העסקי באמצעות אג"ח

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הקונצרני אבל מצד שני החלו במתן הלוואות ישירות; שינוי תמהיל מבחינת המוסדיים אשר עברו בעצם לחשיפה לא סחירה, מכיוון שאנחנו מניחים שההתנהגות האופיינית שנמצאה בכל העולם - לא רק בישראל - בדגש על מהירות התאמת הנכסים בקרב קרנות הנאמנות - אנחנו מעריכים שאם יהיה את אותו גודל משבר שהיה ב-2008 או ב-2011, הירידה בשווי האג"ח תהיה הרבה יותר חזקה.

התפתחות זו של התפלגות ההחזקות לצד התמונה של צמצום ההרחבות המוניטריות שהתחילו כבר לפני שנתיים וחצי בארצות הברית, והתקרבות המועד גם באירופה ובישראל, אנחנו מעריכים כי המשק הישראלי נכנס לתקופה רגישה שיכולה להגיע לידי זעזועים. זו אחת הסיבות שבדוח האחרון החלטנו להעלות את רמת ההסתברות לתנודות חדות, בפרט באג"ח הקונצרני, אבל גם במניות.

עוד שתי נקודות מרכזיות. הנקודה המרכזית הראשונה - בואו נסתכל איפה אנחנו ממוקמים ביחס לעולם מבחינת הנזילות. יש לנו בעצם שני מדדים גסים נקרא לזה שמסתכלים על השוק כולו. מדד אחד הוא עומק שוק - שווי שוק כאחוז מהתוצר - אנחנו אומרים שאנחנו בעומק שוק ממוצע - סביב ספרד וגרמניה. כשאנחנו מסתכלים על מחזורי המסחר אנחנו רואים שאנחנו ברמה נמוכה יותר. אנחנו נמצאים ברמת נזילות נמוכה, אם נקח את ספרד שאנחנו באותו עומק שוק כמוהה, ספרד היא פי שתיים מאיתנו מבחינת מחזור, כמעט פי שלוש. אם אנחנו לוקחים את גרמניה, שהם פחות או יותר באותו עומק שוק כמונו, הם פי שתיים מבחינת מחזור היקפי מסחר.

שריה אורגד

בנתון הזה לקחת בחשבון את הדואליות של הנסחרות בחו"ל?

רועי שטיין

את המסחר של הדואליות שנסחרות פה בישראל.

שריה אורגד

על רקע העובדה שהשוק שלנו כולל מספר רב של חברות דואליות, הרשומות למסחר במקביל בעיקר בארצות הברית, ההשוואה שבוצעה מטה את נתוני הבורסה בישראל כלפי מטה, שכן כל שווי השוק של החברות הדואליות נלקח בחשבון במכנה, ואילו רק חלק המסחר בישראל נלקח במכנה.

רועי שטיין

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

במסגרת דוח היציבות האחרון הצבענו על שתי התפתחויות ארוכות טווח המהוות שינויים מבניים במסחר בבורסה: השפעת פעילותם של מחוללי הציטוטים על איכות המסחר, והסיכונים הנובעים מגידול ההשקעות הפסיביות במשק.

אני אסביר את המדד המוצג בשקף זה, אלו ממוצעי סטיות התקן של הבטאות על פי CAPM. אנחנו רוצים לחשב את הביטא של כל אחד מהנכסים הכלולים במדד מול המדד (המסמל את תשואת תיק השוק) ואנחנו בודקים את מידת הפיזור של כל הביטאות תחת אותו מדד. השאלה היא האם הפיזור קטן - אם כל אחת מהביטאות הופכת להיות יותר ויותר קרובה לאחד - שזה אומר תשואה משותפת יותר גבוהה של המניות והאג"ח שכלולות במדד. אנחנו רואים תופעה כזו בישראל.

בקשר להשקעות הפסיביות:

התפרסם בחודש האחרון מאמר חדש ב-The Journal of Finance בשם "האם ETFs מגדילים תנודתיות". הם מצאו שמניות שיש להן שיעור גבוה של ETF מציגים תנודתיות גבוהה באופן מובהק ומוכיחים אמפירית כי המשקיעים מתמחרים פרמיית סיכון בגין תנודתיות גבוהה זו. יש עוד הרבה מאמרים כמוכן, אבל צריך לקחת בחשבון שהשוק הזה עדיין בשלבי התפתחות. בשנות ה-80 וה-90 הספרות האמפירית מצאה שלהשקעה פאסיבית יש הרבה מאוד יתרונות, במיוחד למשקיע הקטן, אבל מה קורה אם נקח את זה לקיצוניות ורוב המסחר יהיה השקעה פאסיבית? שינוי מפת הסיכונים.

באיורים המוצגים כאן ניתן לראות את ההתפתחות המהירה בישראל בהשקעות בנכסים פיננסיים פסיביים הן בתעודות סל (קרנות סל) והן בקרנות נמאנות מתחקות אחר מדדים. בהשוואה בין לאומית ישראל נמצאת בין המדינות המובילות ברמת הפופולריות של ההשקעה הפסיבית.

עכשיו אני אגע בכמה מילים מה קורה בישראל מבחינת רובוטי המסחר. בהשוואה עולמית אנחנו נמצאים בשיעור פקודות אלגו של 91%, זה מה שנמצא במאמרים אחרים אשר בדקתי. מה שמעניין פה זה שאנחנו הכי נמוכים מבחינת היקף העסקאות של האלגו, כלומר אנחנו פועלים בצורה מאוד גבוהה אבל מבצעים בשיעור הרבה יותר נמוך. אם נסתכל על יוני 2015, אנחנו רואים ששיעור פקודות האלגו מסך הכל הפקודות מגיע ל-96% כשהרגיל זה סוחרים רגילים שלא מכירים אלגו, אנחנו רואים ששיעור העסקאות שלהם מגיע לפחות מאחוז. זה הבדל מאוד גדול, עד לפני 7-8 שנים לא היה לנו מסחר כזה, היום יש הרבה מאוד מזה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

מה התוצאה של זה?

רועי שטיין

על קצה המזלג, יש לרובוטים הרבה מאוד יתרונות, אבל אנחנו מצאנו שהחשבונות המאוזנים שהם בעצם סוחרי היום - יש להם השפעות שהן אפילו במידה מסוימת פוגעות באיכות המסחר. עושי שוק מאוזנים שהם לא עושי שוק רשמיים, הם מקטינים בצורה מובהקת בימים תנודתיים. בשנים 2014 ו-2015 לא היו לנו אירועים קיצוניים, עדיין באירועים המעטים של אי-הוודאות ראינו ירידה מובהקת של הפעילות שלהם. הם ככל הנראה מייצרים נזילות מדומה. המאוזנים האחרים שהם לא עושי שוק, הם מאטים את כניסת האינפורמציה לשוק. אם נדבר על שוק יעיל אז באיזושהי מידה היינו מצפים שהם יגדילו את יעילות השוק ולמעשה לא כל האסטרטגיות פועלות ככה.

הסתכלנו על מה קורה באירופה ומה קורה בארצות הברית בתחום הזה של הרובוטים. אירופאים החליטו להגביל את הפעילות בספר הפקודות באמצעות יחס פקודות לעסקאות והם אפילו החמירו את המגבלה בתחילת שנת 2018, ומי שעובר את הכלל הזה משלם כסף. ה-Fed החליט שהוא לא מייצר יחס כזה אבל הוציא דוח מאוד מפורט ובסופו של דבר קנס חברות שפועלות כפרזיטים כפי שהם כינורובוטי מסחר שלא מהווים תרומה למסחר.

אמיר ברנע

צבי, שרחוק מלהיות רובוט, תספר לנו איך אתה פועל בשוק ההון.

צבי סטפק

אנחנו כחברה משתמשים ברובוטים. זה מפנה המון זמן למנהלי השקעות, כי מנהל השקעות שמנהל קרן נאמנות ורוצה לצוד מציאות צריך לתת עשרות פקודות מפתחת המסחר, ואוקיי, הוא נותן את הפקודות ואחר כך מתכנת את הרובוט כך שהוא יבין וישנה לימיטים וכדומה במהלך יום המסחר. כאמור, זה מפנה למנהלי השקעות הרבה מאוד זמן לעשות דברים אחרים: לקרוא דו"חות כספיים וכדומה. זה נכנס לנו בשנה האחרונה ומנהלי השקעות מאוד אוהבים את זה. אם השוק משנה פנים תוך כדי מסחר באופן חד אז יש גם את התשובה לעניין הזה שהוא לא ימצא את עצמו רוכש ניירות ערך מעבר לסכום שהוא מקבל, או שהוא רוצה לרכוש. היבט אחר של הרובוטים, שאני חושב שהוא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

נכון - הרובוטים מקטינים את התנודתיות למסחר כי הם לומדים את דפוסי ההתנהגות של השווקים ופועלים בהתאם. אבל כשדפוסי ההתנהגות של השווקים משתנים, הם יכולים להפוך ממאטי-תנודתיות למאטי-תנודתיות וגם לזה צריך לשים לב. אני חושב שזה חלק מהתשובה של מה שקרה ב-2018. ברור שהיו גורמים מאוד אמיתיים, אבל הרובוטים יכולים עד שלב מסוים למתן תנודתיות, ומשלב מסוים להחריף אותה.

הבחנה נוספת שהייתי מוסיף: 2017 הייתה שנה מאוד יוצאת דופן בכל המובנים. ב-2017 הייתה תנודתיות מאוד מאוד נמוכה, נמוכה להפליא, לא רק במניות, אלא, גם מבדיקה שאני עשיתי - גם באג"ח הקונצרניות. התנודתיות של האג"ח הקונצרני הייתה יותר נמוכה ב-2017 מהתנודתיות של האג"ח הממשלתיות. חלק מזה אולי נובע מזה שהמח"מ יותר קצר, אבל זו תופעה שלא ראיתי אף פעם. התנודתיות באג"ח קונצרניות הייתה הכי נמוכה שראיתי אי פעם (כפוף לבדיקה).

אמיר ברנע

למרות פער הסחירות?

צבי סטפק

למרות פער הסחירות. ואולי קצת בזכות מח"מ יותר קצר של האג"ח הקונצרניות וכו', אבל עדיין זו תופעה שלא מתקבלת על הדעת. לשאלה שלך, העניין של ה-trading ושל ה-funding, והאם זה משפיע על יכולת הפרעון. אני הייתי מביא הבחנה גסה בין **מצב נקודתי** של מה שקרה בחודש האחרון לבין **מצב מתמשך**. אם המצב הזה מתמשך, ונמשך לאורך תקופה מספיק ארוכה, אז כן, הסיכון של trading והסיכון של ה-funding מתלכדים ויכולים להביא גם חברה לאי-עמידה בפרעון. צריך לזכור, שיש גם את המרכיב של המניות - אתה יכול למחזר חוב גם באמצעות אג"ח, או כל גיוס אחר כמו גיוס זכויות. לגבי קרנות הנאמנות, שזה תחום שאני עוסק בו הרבה, אז נכון שאחוז גדול מהסחורה של אג"ח קונצרני כמו שראינו, משהו כמו 30%, מוחזק על ידי קרנות נאמנות, וזה מה שנחשב "ידיים חלשות". אני חושב, שבשנים האחרונות ניתן להבחין ביותר בגרות של המשקיע הישראלי - זו כבר לא אותה פאניקה שהייתה ב-2008, זה גם לא אותו המשבר, כמובן. המשקיע הישראלי למד, בצדק או שלא בצדק, שאחרי כל ירידה באה עלייה. היו ב-2014 שני משברים כאלה, ב-2015 שני משברים כאלה, ב-2016 פתיחת השנה הכי גרועה, ואח"כ - הברקזיט. בכל פעם, אם תבדוק, התקופה שלקח לשוק להחזיר את כל הירידה הלכה והתקצרה עם הזמן. בברקזיט זה היה שבוע, השוק ירד וחזר לעלות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לרמה שהוא היה מצוי בה שבוע קודם לכן. הציבור למד, שכל ירידה היא "לצורך" עלייה והיא מחזירה את עצמה. אז יש גם את האלמנט הזה.

צריך להבחין כאן גם בין קרנות אקטיביות לבין קרנות פאסיביות - קרנות מחקות. מה שאנחנו רואים, ובדקנו את זה סטטיסטית תקופה ארוכה, הוא, שהנטייה למכור קרנות מחקות במצבים כאלה היא פחותה מאשר קרנות אקטיביות. כנראה שזה בגלל העניין של עמלת קנייה ומכירה שיש בקרנות הפאסיביות, עמלות שלא קיימות בקרנות האקטיביות, שם אין עמלה שמרתיעה אותי מלמכור. עוד הערה לגבי הקרנות הפאסיביות בעולם שגדלות מאוד דרמטית - יש תיאוריה שאומרת שכל שהקרנות הפאסיביות יצברו נפח, ברגע של משבר הציבור ימכור את כל ה-ETFים האלה. בקרן נאמנות אקטיבית יש בדרי"כ נזילות מסוימת 5%-20% נזילות, ואילו בקרן שמחקה את הבנצ'מארק, זה הכל.

כך, למשל, חברות אנרגיה מהוות 18% מהרבה קרנות סל אג'חיות בארה"ב, וברגע שהנפט צנח, משקיעים חששו מחברות אנרגיה ממונפות, נתנו הוראות מכירה לקרנות הסל שמחזיקות בהן, ואז, מנהל קרן כזו חייב למכור הכל. הוא לא יכול למכור רק 18%, כלומר, הסכנה של משבר יותר קשה ומערכת, כנראה, תגדל ככל שהתעשייה הזאת תצבור תאוצה.

אמיר ברנע

עדיין לא קיבלתי ממך תשובה - בדצמבר עלו התשואות ב-2% במוצע בשוק ההון ובסקטורים מסוימים ב-5%-6%, איך אתה קורא לזה - משבר טריידינג או משבר פאנדינג?

צבי סטפק

חשוב להדגיש שזה לא משבר שנובע מסיבות פנדמנטליות כמו שהיה כשמחיר הנפט ירד, או כשהרובל צנח ב-2014. חשוב להדגיש: המצב הלא נורמלי בשוק אגרות החוב הקונצרניות היה קודם - לפני המצב הנוכחי, זה המצב הלא נורמלי - של פערים קטנים בתשואות שלא משקפות את פרמיית הסיכון ואת הסיכון האמיתי של החברות לפשיטת רגל. זו הייתה תוצאה של ריבית מאוד נמוכה של בנק ישראל, והגידול בתיאבון של הציבור לסיכון, היה קודם. כלומר, פתיחת מרווחים, היה תהליך לגמרי טבעי שאנחנו חיינו לו כל הזמן. באמת זה מצב לא נורמלי כשמחלצים הסתברות שחברה תפשוט רגל מתוך פערי התשואות מול הממשלתיות. אתה מגיע להסתברות מאוד נמוכה שלא מתאימה למציאות. לכן, פתיחת המרווחים הייתה צפויה. בענף הנדל"ן, אני לא בטוח שפרמיית הסיכון עד עכשיו ביטאה את הסיכון האמיתי - אני חושב שעכשיו היא יותר קרובה. אני חושב, שהמצב הנוכחי הוא מצב של שיווי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משקל חדש, והרבה מאוד יהיה תלוי בהתנהגות שוק המניות בעולם ושוק האג"ח הקונצרני בעולם. זהו מצב יותר נורמלי ממה שהיה קודם. גם אם משהו יגיד שהשוק קצת הגזים, ואני לא חושב כך, אז עדיין המצב הנוכחי הוא יותר נורמלי ממה שהיה, והוא משקף את התובנה שהולך ומסתיים עידן הכסף הזול מאוד. אני מזכיר שבנק ישראל כבר לפני חמש שנים הזהיר מפני פרמיית הסיכון הנמוכה מדי באגרות חוב קונצרניות.

אמיר ברנע

אתה לא רואה בעיית funding? איך אתה רואה את אפשרות המחזור לאור השינוי בתשואות?

צבי סטפק

הרבה מזה תלוי בסנטימנט של השוק, כי לקופות גמל, קרנות פנסיה וכל התעשייה הזאת זורמים יחד נטו 50 מיליארד שקל בשנה - חסכון ארוך טווח. אז גם אם יוצא 20 מיליארד שקל מקרנות נאמנות, השאלה עכשיו היא, האם מנהלי קופות הגמל חושבים שזה עיתוי נכון לקנות, ובתוך האירוע האחרון גופים כאלה קנו - גם אגרות חוב של חברות נדל"ן אמריקאיות. ברור שבשוק קפוא קשה למחזר אג"ח, זה בטוח יהיה קשה אם השוק יאבד מהנזילות שלו. אנחנו יודעים שלפעמים בשוק ההון דברים קמים ונופלים על איזה יום קמת ובאיזה יום הנפקת. לכן אני אומר שאם זה מצב נקודתי זה דבר אחד, אם זה מצב מתמשך - זה כבר דבר אחר. לפי דעתי, אנחנו עוד לא הגענו לפיק של המרווחים גם משום שאנחנו בפרק זמן של העלאת ריבית בישראל וחזרה שלה לרמה נורמלית יותר, וזה ייצר פתיחה נוספת במרווחים. לפי דעתי, באיזשהו שלב ב-2019 המרווחים יגדלו, ואם המצב הזה יתמשך, אז יהיה קשה בחלק מן המקרים למחזר חובות.

אמיר ברנע

כיום ישנם מצבים שבהם אגרת חוב מדורגת A ונסחרת בתשואה שנתית של 17%. זהו מצב בלתי הגיוני בעליל שאולי מחייב שינוי דירוג, הפחתתו והתאמתו לשוק.

צבי סטפק

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חברת דירוג לעולם תפגר בשינוי הדירוג לעומת שינוי "הדירוג" ע"י השוק. כך היה עם אפריקה ישראל וקבוצת נוחי דנקר. אבל, לא תמיד זה מתבקש, כי אם אגרת החוב הגיעה לתשואה של 17% לשנה כתוצאה מפגיעה בנזילות השוק עקב מכירות מוגברות של קרנות נאמנות, זה יכול להתברר כמשהו נקודתי שיתקן אח"כ ע"י השוק. ככל שהמצב מתמשך, ברור שיהיה צורך לשנות את הרייטינג של חברת הדירוג ולו מהסיבה שיהיה קשה לחברה למחזר את החוב בנתונים אלה, אלא אם יש לה מקורות אחרים.

דני ירדני

השוק הקונצרני בישראל מושפע באופן מהותי מהפדיונות/יצירות בקרנות הנאמנות ולכן בתקופה המתאפיינת בפדיונות משמעותיים מקרנות הנאמנות המרווחים בין הקונצרני לממשלתי נפתחים וכרגע חזרו לרמות נורמליות מהרמות הנמוכות שהיו עד לא מזמן. בנוסף במועד הדירוג נכון להסתכל על סיכון הסחירות שעלול בזמני משבר להוביל לסיכון נזילות מכיוון שחברה לא תוכל לגשת לשוק למחזור וזהו סיכון שאי אפשר להתעלם ממנו.

רונית הראל

שניים מהסיכונים המרכזיים בשוק האג"ח הישראלי הם סיכון ההחזקה וסיכון הנזילות, הקשורים זה בזה. באשר לסיכון ההחזקה, עוד לפני כשנתיים ציינו שהעובדה שכ- 60% מהאג"ח הסחיר מוחזק על ידי קרנות הנאמנות והציבור, כלומר "ידיים חלשות", מהווה סיכון. מאחר והשוק המקומי מוטה קרנות נאמנות הפדיונות המשמעותיים בקרנות הנאמנות לאורך כל השנה, שהתעצמו לקראת סוף השנה, הביאו לעליה במרווחים והשאלה העיקרית היא האם המדובר בשינוי של הטווח הקצר או מצב מתמשך לאורך זמן. אין ספק שבתקופה בה אי הודאות בשווקים הגלובליים ובשוק המקומי מתגברת ואיתה התנדטיות, סיכון ההחזקה מתממש ומתעצם. כאשר המשקיעים המוסדיים המסורתיים (קרנות פנסיה, ביטוחי מנהלים) משתכללים ומסתכלים יותר ויותר אל מחוץ מישראל, לא מובטח שיקנו את כל ניירות הערך שקרנות הנאמנות והציבור ימכרו, גם אם התשואה עולה.

בהתייחס לחברות האמריקאיות - ההסתכלות על כלל החברות האמריקאיות כמקשה אחת אינה נכונה. חשוב לבצע הערכה של כל חברה לפי מאפייניה העסקיים והפיננסיים. אם מדברים על הבחנות, חשוב, למשל, להבחין בין חברות שעיסוקן בנדל"ן מניב לחברות יזמיות, שרמת הסיכון בפעילותן גבוהה יותר. יש גם חברות אמריקאיות עם טרק רקורד מוכח של מספר שנים. סיכון ההחזקה והנזילות מתעצמים בחברות האמריקאיות מאחר ומגוון המשקיעים בהן מצומצם יחסית בהשוואה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לחברות ישראליות ומכירת האג"ח על ידי המחזיקים מחריפה את המגמה וגורמת לתנודתיות חדה – כלומר, העובדה שמגוון והרכב המשקיעים בחברות אלה מלכתחילה מצומצם ביחס להנפקות אג"ח של חברות אחרות, "תורמת" ללחץ שלילי נוסף על מחירי האג"ח בשוק.

במהלך השנה האחרונה בלטה העלייה במרווחי הסיכון באג"ח הקונצרני, שהתעצמה ברבעון האחרון של השנה. כאשר לצד המשך עליית מרווחים של חברות ברמת דירוגים נמוכה החלה עלייה מסוימת גם במרווחים של חברות ברמות דירוג גבוהות יותר. תשואות חריגות בשוק הן אור אדום, המחייב התייחסות וכמובן משפיעות על הנזילות ויכולת המיחזור, אך איננו מדרגים לפי תשואות השוק. אנחנו בודקים ובוחנים באופן שוטף את הנזילות ויכולת שירות החוב בשנה שנתיים הקרובות לפחות. יש חברות שיש להן יכולת נוספת לשרת את החוב במידה והשוק לא יאפשר מיחזור, כגון נכסים שניתן לשעבד מול חוב בנקאי. בכל מקרה, חשוב להסתכל על כל מקרה לגופו.

ראוי לציין שחלק משמעותי מהחברות האמריקאיות מדורגות בקבוצת ה-B הגלובלית, כלומר, עמוק בקבוצת ה-High yields.

חשוב להבין את משמעות סולמות הדירוג המקומי והגלובלי - הסולם הגלובלי הוא שפה אחת ויתרונה בכך שמשקיע יכול לבחון השקעות בחברות בארצות שונות על אותה הסקלה. הסולם המקומי מדרג את החברות באופן יחסי לחברות ישראליות וזרות המנפיקות אג"ח בשוק המקומי ונסחרות בבורסה בתל אביב ולא באופן יחסי לחברות בעולם. המונח דרגת השקעה נפוץ בשוק האשראי אך מתייחס אך ורק לסולם הדירוג הגלובלי. שימוש במונח זה בהקשר של סולמות הדירוג המקומיים, וביניהם סולם הדירוג הישראלי, הינו מטעה. חשוב להבין שדירוג מקומי בקבוצת ה-BBB il במונחים של דירוג גלובלי הינו ברמה של "B" או "B-" כלומר, דירוג ספקולטיבי וחברות בדרג ברמה זו עלולות להגיע לחדלות פירעון תוך זמן קצר יחסית.

ריון הדסי

המרווחים נפתחו גם לאג"חים של חברות טובות וראינו מהשפל עליות של 8-10 אחוז. כמו כן אחד המבחנים החשובים הוא תגובת המערכת הבנקאית למצב.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אורי גרינפלד

הדיון נסוב בעיקר סביב הבעיה בחברות הנדל"ן האמריקאיות שהנפיקו בישראל. עם זאת, לא מדובר על מקרה מייצג לשוק האג"ח הקונצרני בכללותו.

בשל אופי המחזיקים בשוק (בעיקר ציבור וקרנות נאמנות) אירועים כמו אלו שהתרחשו בדצמבר מייצרים בדרך כלל הזדמנויות השקעה ותו לא. אם לא חלה הרעה כלכלית במצב החברות (ולהערכתי לא חלה כזו) אין סיבה להניח שרמת המרווחים תוותר גבוהה מאוד ותייצר בעיית נזילות.

אין להשוות בין השוק הישראלי לשווקים בחו"ל מבחינת רמת דירוג. רובו המוחלט של שוק האג"ח הישראלי הוא לא בדירוג השקעה בינלאומית.

אסור שחברות דירוג האשראי יתייחסו לשינויים בשוק בטווח הקצר. כאמור מעלה, אלא אם חלה הרעה בפעילות הכלכלית של החברה (מה שחברות הדירוג אמורות בכל מקרה לבחון) המרווח אינו צפוי להיות כזה שיקשה על החברה לקבל מימון בטווח הארוך. אם החברה צריכה מימון בטווח הקצר הדבר אמור לבוא לידי ביטוי גם כך בדירוג.

שלומי שוב

חיים, כעת ההחלטה הלא טריוויאלית על שוק עמוק בה עסקנו רבות בפורום מטיבה עם החברות לאור עליית המרווחים. אני מניח שבחברת החשמל למשל יהנו מזה.

חיים לוי קידר

במסגרת מחקר שביצעתי עם מחלקת המחקר של חברת "שערי ריבית" בדקנו את הקשר בין ההסתברות לחדלות פירעון (PD) הנובעת מהמרווח (מתוקן למח"מ, בכירות, בטחונות, ופרמיית נזילות) לבין דירוג האגרות. מצאנו שאגרות שבהן המרווח גדל לרמות של 15-18% ה PD נמדד ברמות של 80-100%, וחלקן היו באותה עת בדירוג השקעה. רק 8 עד 10 חודשים לאחר מכן הורדו דירוגי האג"ח לרמות שמתחת לדרגת השקעה. כל האג"ח שנבחנו הונפקו על ידי חברות שבסופו של דבר הגיעו לכדי חדלות פירעון, ואף פשיטת רגל. רק אגרת אחת חזרה להיסחר במרווח סביר יחסית, וזאת לאור הגעה להסדר חוב שכלל הזרמת הון עצמי משמעותית.

בהתייחס לאמירה שהשוק הישראלי אינו נוזל משום שמסחר רב מבוצע על ידי משקיעים קטנים, אבקש לציין שמחקר שנערך על ידי פרופ' אבי וואהל וד"ר מני עבודי שהשווה בין נזילות שוק האג"ח הישראלי לאמריקאי מצא, באופן עקבי עם הממצא שלי בדו"ח שוק עמוק, שהשוק הישראלי נוזל

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ברמה דומה לשוק האמריקאי. בין הגורמים שתורמים לנזילות השוק המקומי יש משקל חשוב למבנה השוק, המבוסס על פקודות בשוק רציף בישראל, לעומת מסחר על ידי דילרים בארה"ב, שם העסקאות גדולות מידי עבור הפלח הקמעונאי. מבנה השוק בישראל מאפשר לפלח הקמעונאי להשתתף בשוק, וכך להגביר את נזילותו.

רועי שטיין

שוק האג"ח בישראל שונה בתכלית משווקי האג"ח בעולם כיוון שהמסחר בהן מתנהל בבורסה כפי שהמתנהל המסחר במניות. על כן, מדדי נזילות המבוססים על ספר הפקודות אינם ברי השוואה למדדי הנזילות של אג"ח במדינות אחרות, ויש לבחון בזוויות שונות את יעילותו ואת עומקו של שוק זה. בפרט, יש לבחון עד כמה ניתן לקנות או למכור סדרות אג"ח ללא שינוי מהותי במחיר. אנו בבנק ישראל בחנו השנה שוב פעם את שוק האג"ח הקונצרני בישראל ולא שינינו את מסקנתנו – נכון להיום שוק האגח הקונצרני בישראל עדיין אינו שוק עמוק מספיק בהשוואה בינלאומית.

יורם עדן

אני רוצה להתחבר לדברים של אמיר ברנע בדבר ההשלכות על הערכות שווי לסוף השנה של העליה במרווחים. לדעתי זה כן ישפיע על ה-WACC שיוצב בהערכות השווי, נראה עליה ה-WACC. בהקשר זה אני רוצה לציין את הנפקת כתבי ההתחייבות (רובד 2) של מגדל. לא זו בלבד שמגדל לא הצליח לגייס את כל הסכום שרצתה אלא רק כ-50% ממנו, היא נאלצה לעשות זאת בתשואה גבוהה יחסית של 4.1% (תשואה גבוהה באופן משמעותי מגיוסים קודמים). יהיו לזה השלכות גם לחברות הנדל"ן.

אבי לוי

לומר ששיעור תשואה של 17% אינו בהכרח משקף בעיה זה ממש לא הגיוני באם לחברה יש נכסים שאינם משועבדים אזי הייתי מצפה שישעבדו אותם וירכשו אג"ח אם יש להם אפשרות למימון מחדש אזי הייתי מצפה שיבצעו אותו וירכשו אג"ח ואם יש פה הזדמנות עסקית אזי החברה עצמה ובעלי השליטה בה אמורים להיות הראשונים לזהות את ההזדמנות העסקית והייתי מצפה מהם לעשות את כל המאמץ ולרכוש את האג"ח אני לא מכיר הרבה נכסים שיודעים להניב תשואה של 17% אם הם לא עושים זאת אזי בהחלט זה סימן לכך שישנה בעיה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אלון גלזר

ברור שתהיה השפעה על תמחור נכסים במידה ונראה עליה משמעותית בתשואות, אולם חשוב לציין כי בינתיים לא ראינו דרמה משמעותית בתחום אגרות החוב הממשלתיות והקונצרניות. לגבי ההשפעה על הבנקים והביטוח, הרי שברור שההשפעה על הביטוח משמעותית יותר. לבנקים חשיפה לא דרמטית דרך שוק ההון, כאשר היקף האחזקות של אגרות חוב קונצרניות בתיק הנוסטרו נמוך יחסית. עיקר החשיפה של הבנקים הינה לאג"ח ממשלתיות שבינתיים לא נפגעו. ברור שמשבר גדול יותר עלול להשפיע גם על ההפרשות להפסדי אשראי, אולם אנחנו עדיין לא שם. לגבי חברות הביטוח, כאן ההשפעה הרבה יותר משמעותית. תיקי הנוסטרו הגדולים חשופים מאוד לירידות בשוק, ובנוסף החברות צפויות להחזיר את כל הרווחים שנרשמו מתחילת השנה מדמי ניהול משתנים בפוליסות משתתפות ברווחים. במידה ונראה גם ירידה בתשואות באגרות החוב הממשלתיות הדבר עלול להיות בכלל נורא עבור החברות, מאחר והם יפסידו גם מעליה בהפרשות האקטואריות כתוצאה מהירידה בריבית ההיוון.

אורן פרנקל

האם הבנקים לא חשופים גם לאקטואריה?

אלון גלזר

רק בנק לאומי חשוף, וגם אצלו זאת חשיפה נמוכה יחסית הנפרשת על פני 8 רבעונים.

צחי זנגורי

אני מסכים עם עיקרי הדברים שנאמרו על ידי עמיתיי הפעילים בשוק ההון בנוגע לכך שאין כאן סימנים מהותיים למשבר כללי, אלא יותר תיקון תמחור והשפעות נזילות.

על פי הניתוח שלי, תמונת המצב לקראת סוף דצמבר של אגרות החוב בתשואה גבוהה של סביב מעל 10%, כללה כמובן את קבוצת אגרות החוב האמריקאיות המהוות חלק מהותי, ואחריה את חברות ההחזקה שגם להן משקל מהותי. אחריהם, בפער כספי ניכר, סקטורים נוספים כגון נדל"ן יזמי ועוד. לגבי המגזר האמריקאי, יש מגוון סיבות לכך, חלקן הוזכרו ואין טעם לחזור עליהן. לגבי חברות החזקה, אז כמובן כאשר רואים את המגמות השליליות בשוקי המניות בישראל ובעולם, אין כאן הפתעה ולדעתי השוק קצת התפכח וביצע תמחור מחודש לסיכון הגבוה של חלק מחברות אלו. כך גם

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לגבי הסקטור היזמי, שסובל מהאטה.

להערכת, מצבם של יתר המגזרים, ודאי אלו המוטים יותר לכלכלה הישראלית, אינו משקף שינוי מהותי ברמת הסיכון, והערכה זו גם נתמכת בנתוני המינוף העסקי שהוצגו ע"י בנק ישראל. כן יש לדעת, שינוי בתאבון הסיכון של השוק, המשתקף בפתיחת תשואות רוחבית, אם כי כאשר בניטרול הסקטורים הבעייתיים היא אינה מהותית ולדעתי אף מתבקשת לאור המגמות בשווקים. בשורה התחתונה, בדומה לעמיתי, אני סבור כי לאורך השנה, מרווחי הסיכון היו נמוכים מדי, כמעט באופן גורף, ובוודאי בסקטורים המסוכנים יותר.

סיגל יששכר

אבקש להתייחס לדברים שנאמרו בהסתכלות רחבה, מעבר למשבר נקודתי זה או אחר. זו גם ההסתכלות של חברות דירוג, חוצת מחזור. בשנתיים האחרונות במידרוג לא נרשמו כשלי פירעון והתשואות הנמוכות הקלו מאוד על מנפיקים לחדור לשוק. עדיין מידרוג לא נרשמה תנודתיות כלפי מעלה בדירוגים, מכיוון שדירוג התחייבויות לזמן ארוך מתבונן מעבר למחזור. אכן הנזילות נבחנת, בהגדרתה, באופן נקודתי. בנוסף לנגישות לשוק אנו בוחנים בהגדרת הנזילות פרמטרים נוספים.

נושא נוסף בהקשר הנזילות בשוק האג"ח עליו דובר קודם: באותה קלות בה אנו בוחנים את התנודתיות בנכסים הסחירים, כך לא ניתן לבחון את הנכסים הלא סחירים. כיום היקף גדול מבעבר של נכסים לא סחירים קיים בתיקי החוסכים, אלו נכסים שלא זוכים בציטוט שוק מיידי.

ודים פורטנוי

אינני חושב שעליית הפרמיות באג"ח מעידה על המשבר, בוודאי אם מנקים את הרעש של אג"ח חברות נדל"ן אמריקאיות שאינן משפיעות בשום אופן שהוא על תחשיב מחירי הון של חברות ישראליות.

אם מנטרלים את האג"ח הנ"ל ומתמקדים באג"ח של חברות מקומיות העלייה בפרמיית הסיכון אינה דרמטית ובוודאי לא מעידה על משבר עד כה. נהפוך הוא – דווקא לפני העלייה בפרמיות הסיכון אנחנו, כמעריכי שווי, התקשינו להסביר את התשואות החריגות בהן הונפקו אג"ח קונצרניות בשנים האחרונות. חברות בדירוג טוב הנפיקו לעיתים ב- 2.5%-2 לשנה במח"מ של 4-5 שנים. בתחושות בטן הרגשתי שהתשואה אינה משקללת את הסיכון העסקי של האג"ח הקונצרני. היום מחירי החוב נראים יותר הגיוניים והמגמה עשויה להמשיך. למרות זאת, צופה עלייה מתונה בלבד במחירי ההון המשמשים לביצוע הערכות שווי לאור העובדה שכאשר התשואות ירדו במשברים קודמים, מחירי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ההון לא ירדו משמעותית כי מעריכי שווי מצאו דרכים לאזן את הירידה באמצעות פרמיות סיכון ספציפיות כי תוצאה טכנית של חישוב מחירי הון בשיא המשבר היתה מביאה למחירי הון נמוכים ולא סבירים לטווח הארוך.

גם מי שמאמין ביעילות השוק מאמין ביעילותו לטווח ארוך, במשברים היעילות נפגעת. לעיתים הפגיעה היא עמוקה ונובעת מסיבות טכניות או פסיכולוגיות. אחת הדוגמאות לכך היא ירידה גורפת במחירי REIT האמריקאיים במשבר 2008-2009 עד כדי 80-90% רק בגלל שהם נכללים טכנית במדד הפיננסים בארה"ב שכל העולם הפיננסי הקטין את חשיפתו למדד הזה לאחר נפילת ליהמן ברדרו. פעילות ה-REIT שונה בתחילת מפעילות המוסדות הפיננסיים המהווים את עיקר מדד הפיננסים בכך שמדובר על חברות נדל"ן מניב תחת רגולציה ספציפית, בעלות מגבלת מינוף הנהנות מהסכמי שכירות ארוכי טווח וירידה בעלות המימון בשל הורדת ריבית על –ידי פד ב- 2009. מי שקנה את מניות REIT בשיא המשבר זכה לתשואות של מאות אחוזים ודיבידנדים גבוהים תוך שנה. הזדמנויות רבות ניתן היה למצוא בשוק האג"ח בישראל בגל הסדרי חוב ב- 2009-2010 ואני לא אתפלא אם בעוד שנה נקרא על משקיעים שעשו קופה מ- cherry picking של אג"ח, כולל אג"ח של חברות נדל"ן אמריקאי, בתקופה זו ממש.

נדב שטינברג

נושא נוסף הוא סוגיה של רכישות חוזרות של אגרות חוב קונצרניות על-ידי החברות. אבי לוי ציין שאם אגרות חוב קונצרניות נסחרות במחירי מציאה ולחברות יש נזילות אז היינו מצפים שהן יקנו את האג"ח שלהן וירשמו רווחים. אכן בסוף 2008 ראינו תופעה כזו בשוק וחברות רבות רכשו חזרה את אגרות החוב שלהן במחירים נמוכים ביחס לערך הנקוב. כיום אנחנו לא רואים רכישות חוזרות בסדרי-גודל דומים.

אורן פרנקל

אני לא מקבל את הכותרת או המסר של הדיון לפיו אנו במשבר הדורש ועדת חקירה, תיקון חוק או פעולות רגולטורית אחרת בגין הירידות בשוק הון בחודש דצמבר.

בחודש דצמבר בישראל לא היה משבר ראלי לא אצל התאגידים ולא בכלכלת מאקרו של מדינת ישראל. הירידות החדות בשוק המניות ובאג"ח נובעות מהירידות החדות בשווקי העולם. אגב – ההשלכה התזרימית של ייקור מחיר הכסף על התאגידים תיפרס על פני עשור ומעלה. נניח שהמח"מ הממוצע של התאגידים (בוודאי בנדל"ן מניב) הוא 4 ומעלה אזי שחלופים של חוב זול בחוב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יקר ייפרסו על פני תקופה של מעל עשור. בדיוק כמו שמיצוי ההנאה מירידת מחיר הכסף בעשור האחרון הייתה ארוכה מאוד. כולנו פה כבר שנתיים מצפים לתחילת תהליך עליית הריבית הממשלתית ופתיחת המרווחים, הגופים המוסדיים כבר שנה אינם פעילים באג"ח הקוצרני והם השאירו את הבמה לקרנות נאמנות – כך שצפי העלאת הריבית במשק אינה מפתיעה איש – הנעלם היחידי הינו קצב התיקון (חזרה לנורמאל). אני לא בטוח שהנורמאלי החדש הינו הנורמאלי שלפני משבר 2018. נגידי העולם לא מוכנים להפנים שהאינפלציה העולמית תהא נמוכה בגלל עודף גורמי ייצור בעולם (היום בסין ומחר באפריקה) וכן שיפור הפיריון (מסיבות טכנולוגיות). הם (נגידי העולם) תקועים בתפיסה שאינפלציה צריכה להיות באיזור של 2.5%. אני מניח שבסוף המציאות תנצח והנורמלי החדש יהיה ריבית נמוכה מהמקובל מהתקופה שלפני 2008 (אך גבוהה מהריבית שהייתה בעשור האחרון כמובן).

עודד שריג

מעבר למה שנאמר, יש לי הערה אחת: במובן מסוים, התמקדות בפרמיית הסיכון באג"ח היא להתמקד במה רק שמתחת לפנס. באג"ח קל לראות שפרמיית הסיכון גדלה, כי התשלומים המובטחים מעוגנים בחוזה. אבל שוק ההון הוא כמו כלים שלובים, ולכן עליית פרמיית הסיכון באג"ח אומרת שפרמיות הסיכון עלו גם לסוגי נכסים אחרים.

אמיר ברנע

האם לא יכול להיות שפרמיית הסיכון עלתה רק באג"ח?

עודד שריג

להבנתי פרמיית הסיכון באג"ח עלתה בגלל עליית הסיכון של המשק, וכאשר הסיכון של נכסי הבסיס עולה גדלות יחד אתן פרמיות הסיכון של כלל הנכסים הפיננסיים.

חיים לוי

בנוסף, בסוף הדיון עלתה בקשה מנציג אלוני-חץ כלפי חברות הדירוג שיבחנו אמפירית את הפער בין סולמות הדירוג, הישראלי והאמריקאי.

לעניין זה ציינתי בשיחה עם נציג אלוני-חץ ושלומי שוב שערכתי מחקר בעניין זה יחד עם גיתית גור גרשגורן עבור הבורסה של תל אביב. במסגרת שיחה זו עלתה בקשה לפרסם את המחקר לציבור. בשלב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

זה טרם קיבלתי אישור לפרסום הדו"ח, לכן אציג כאן רק חלק ממסקנות העיקריות: המחקר נועד לבחון את פערי הדירוג, ככל שישנם, בין דירוגים מקומיים שניתנו לאיגרות חוב ישראליות, לבין דירוגים שניתנו לאיגרות חוב אמריקאיות, וזאת על בסיס השוואת ההסתברות לחדלות פירעון PD. המחקר מגלה שקיים פער בהסתברות לחדלות פירעון עבור סולמות הדירוג השונים. הפער אינו אחיד לאורך הסולמות אך באופן כוללני ניתן לומר שממוצע הפער עומד על דרגה אחת לערך, והוא מתרחב ככל שהדירוג יורד. מצאנו שדירוגי ישראל AA ו-AA+ ניתנים לייחוס לדירוג אמריקאי AA ומעלה, הדירוגים הישראליים A+ ו-AA הישראלי ניתנים לייחוס ל-A האמריקאי, והדירוגים הישראליים הנמוכים יותר מסוכנים מהדירוגים האמריקאיים ביותר מדרגה אחת. אנו מתייחסים בהסתייגות לדמיון ברמות הדירוג האיכותיות שכן המח"מ הממוצע במדגם הישראלי קצר מהמח"מ האמריקאי הממוצע.

ככלל עולה מהניתוח כי השוק הישראלי אינו נסמך "באופן עיוור" על סולמות הדירוג כי אם מזהה ומתמחר את ההסתברות לחדלות פירעון הצפויה בעיניו. הפער הממוצע בן דרגה אחת עקבי עם הנחיות רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון בעניין יישום הוראות סולבנסי 2 בישראל.

צבי סטפק

כדאי לתת גם את הדעת לתופעה שלא קיבלה ביטוי במהלך כל הדיון, והיא מצריכה מחקר. ההערכה שלי היא, שיש הבדל מנטאלי-תרבותי בין עולם העסקים הישראלי לבין עולם העסקים האמריקאי, בכל הנוגע לפשיטות רגל. בעולם העסקים הישראלי, פשיטת רגל ואי עמידה בהתחייבויות לנושים, עדיין נחשבת בגדר בושה ואות קלון. זהו עולם קטן שבו אם אתה פושט רגל, אתה נחשב "שרוף", לפחות בכל מה שקשור לחברות ציבוריות. לעומת זאת, בארה"ב, קל הרבה יותר לפשוט רגל, ולחזור אח"כ לעסקים (חלק מזה נובע, כפי שהעיר לי בצדק, אבי לוי ממליסרון) מכך שבארה"ב יש לא מעט הלוואות שניתנות Non-Recourse. לפיכך, כאשר מדברים על הפער בין הדירוג המקומי של האג"ח לבין הדירוג הבינלאומי, צריך לזכור גם את זה. האם זה (בהנחה שזה נכון, כאמור, ומצריך מחקר) צריך או יכול להיכלל בהגדרת הפערים – זו שאלה קשה, אך מעניינת.

שלומי שוב

לסיכום, היה לנו היום דיון מאוד מעניין, ממה שאני מבין יש פה כנראה שילוב בין כל מיני מרכיבים שונים - גם חשיפה של דברים שלא ידענו אבל גם כל מיני השפעות אקסוגניות שהן לאו דווקא מעידות על המצב הריאלי. זה מעניין כי זה בדיוק הדיון שיש בחשבונאות האם להציג השקעה באג"ח קונצרני

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

Mark to Market או לפי עלות מופחתת. כיום יש מודל זמין למכירה ששינו את השם שלו במסגרת IFRS-9 אבל הוא אותו הדבר. זה בדיוק ההבדל בין Mark to Market שבה אתה למעשה מושפע מהשוק לבין מצב שבו אתה צריך לקבל החלטה אם ההפסד הוא מהותי כלומר – שיש גידול משמעותי בסיכון האשראי. זה בדיוק הדיון שהיה לנו היום.

אמיר ברנע

אני הבנתי שקיימת הסכמה שבהערכות שווי ב-2019 מחיר ההון יעלה, עקב מרכיב החוב וגם עקב מרכיב ההון העצמי. השינוי בשוק ההון הוא לא שינוי מקרי חד פעמי, אלא שינוי מהותי שנובע מהתאמת תמחור נכון יותר של הסיכונים. אמנם מחיר השוק יכול להשתנות בגלל ה-trading effect שדיברנו עליו אך מחיר השוק בסחירות ראויה, הוא עדיין הקריטריון העיקרי להערכת שווי הוגן בכלכלה ובחשבונאות IFRS.

שלומי שוב

עובדה שהשאינו את מודל הזמין למכירה בהשקעות באג"ח קונצרני, בשם אחר. השאינו אותו בדיוק כדי להימנע מזה. שימו לב שבבנקים ובגופים הפיננסיים מודל הזמין למכירה הוא המודל הנפוץ ביותר.

אמיר ברנע

אולם מצד שני בהערכת נכסים עודפים ניתן למחיר השוק מעמד דומיננטי. עוד משהו שלמדתי מהדיון הוא שכולנו מסכימים שגם אם חברות הרייטינג לא מצופות לעבוד יום יום ולבחון מחירי שוק הרי אם פרמיית הסיכון בשוק היא קריטריון יחיד כלל לא צריכים אותן. כולנו מסכימים שהערכת חדלות פרעון נשענת על סימוכין נוספים כפי שמפורט במודל הדירוג שמציגות החברות המדרגות. יחד עם זאת הרגישות של חברות הרייטינג לשינויים דרמטיים בשוק צריכה להיות יותר מודגשת. קשה להבין איך אגרות של חברות שמדרגות A נושאות תשואה של 17%. יש הרגשה שהרייטינג נקבע ונשאר והוא לא מבטא שינויים כלכליים משמעותיים שמשפיעים על השוק. חברות הרייטינג מעלות לעיתים נימוק כאילו מה שקובע הוא הדרוג הבנלאומי ודרוג ישראלי בקבוצת A שקול ל- בקבוצת B בנלאומית שהוא מתחת לסף ההשקעה הסולידית. אינני מקבל נימוק זה, כלפי ועדות ההשקעה המקומיות דירוג A הוא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דירוג השקעתי קביל. לאור זאת מודגשת הסתירה בין שיעור התשואה הגבוה והדירוג שניתן לאג"ח כמפורט בחומר הרקע למפגש.

רונית הראל

הדרוג בסולם המקומי של החברות מהסקטור הריאלי בישראל, הקורפורייט, אינו מוגבל בדרוג מדינת ישראל. בדרך כלל אנחנו מוצאים סולם דרוג מקומי במדינות שהדרוג הגלובלי שלהן נמוך ואין מדינה שמדורגת בדרוג (AA-) שיש בה סולם דרוג מקומי בלבד כמו בישראל.

שלומי שוב

יש פה החלטה רגולטורית שהיא לא ברורה, היא בעייתית.

אורן פרנקל

תעשו מחקר מסודר ותגדירו מה שיעור הדיפולטים בכל אות בישראל לעומת כל אות בעולם, וכך נדע באמת מהו סולן ההמרה האמיתי. הרי מה זה הדירוג, זה פוטנציאל לדיפולט. אז בואו נבדוק סטטיסטית מה הדיפולט בכל אות לעומת כל אות אמריקאית וכך נדע באמת מהי ההמרה.

אמיר ברנע

חברים, תודה רבה שבאתם, אנחנו רוצים לאחל בהזדמנות זו לכולם שנת 2019 מוצלחת.

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il