

פעילות שוק החוב בישראל בראי 25 שנות דירוג

מגמות אשראי

כללי

ציון 25 שנה לפעילות של חברת הדרוג מעלות מהווה הזדמנות לבחון את התפתחות שוק האשראי החוץ בנקאי בישראל במהלך התקופה.

שוק האג"ח הקונצרני בישראל עבר כברת דרך ארוכה במרוצת 25 השנים האחרונות וכיום הוא ממלא תפקיד מרכזי במימון הסקטור העסקי מצד אחד, ובהיצע אפשרויות ההשקעה עבור משקיעים מוסדיים ואחרים מצד שני. חשיבותו לצמיחה, למימון חברות, לפעילות העסקית ברורה, ועל חיוניותו במשק מודרני ובשוק הון מפותח אין עוררין. היקף שוק האג"ח חצה בשנת 2016 את רף ה-300 מיליארד ש"ח (במונחי שווי שוק) והיקף ההנפקות ב-2016 מסתכם בכ-64 מיליארד ש"ח.

בסקירה זו נתייחס להתפתחויות מרכזיות בתהליך ההתפתחות של שוק האשראי החוץ בנקאי, ובעיקר נתמקד במאפייני שוק אג"ח חברות בעשור האחרון, שהתאפיין בצמיחה חדה בהיקפי ההנפקות.

התפתחויות עיקריות

- הקמת חברת דירוג אשראי בשוק המקומי בשנת 1991 הייתה אבן דרך חשובה בתהליך התפתחות שוק החוב בישראל, כאשר בשנים הראשונות לפעילות חברת הדירוג, שוק האג"ח הקונצרני היה עדיין בחיתוליו. כניסת הדירוג והטמעתו בשוק ההנפקות קדמה והאיצה פעילות הנפקות משמעותית.
- שוק האשראי החוץ בנקאי בישראל התפתח בקצב מהיר בהשוואה למדינות אחרות, כאשר הגידול המשמעותי בהיקף ההנפקות נרשם לראשונה בשנת 2004, והתבטא בהכפלת ערך שוק אג"ח חברות לכ-50 מיליארד ש"ח. אחת ההתפתחויות שתרמה לפיתוח שוק האשראי החוץ בנקאי הייתה הרפורמה בקרנות הפנסיה, שבוצעה בשנת 2003, והובילה לצמצום הדרגתי של הנפקות אג"ח ייעודיות לקרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות. במקביל, חל צמצום בגירעון הממשלתי שהובילה לירידה בגיוס הון ע"י הממשלה. לפיכך, המשקיעים המוסדיים נאלצו לחפש אלטרנטיבות השקעה.
- שנות הצמיחה הכלכלית בישראל הביאו לגידול בביקוש לאשראי עסקי. יחד עם זאת, המערכת הבנקאית נדרשה להגדיל את יחס ההלימות ההון. פעולה זו הובילה להתכווצות יחסית בהיצע האשראי הבנקאי למגזר העסקי.

- שיפור תהליך ההנפקות באמצעות תשקיפי מדף ודוחות הצעת מדף (2005) תרם לשכלול השוק והקל על החברות המנפיקות לגייס הון.
- החלת פנסיה חובה על השכירים בישראל בשנת 2008 והצטרפותם של מאות אלפי עמיתים נוספים, תרמו לגידול משמעותי בביקוש להשקעות במכשירי חוב ועודדו את פעילות הנפקות האג"ח.
- המשבר הפיננסי העולמי של 2008, אשר השפיע באופן חריף על שווקי ההון והחוב הגלובליים, ניכר גם בהשפעתו על השוק המקומי, כאשר שוק האג"ח בישראל התאושש מהשפעת משבר האשראי העולמי במהירות, באופן יחסי לשווקים אחרים. בסוף 2009, ערך השוק של אג"ח חברות גדל משמעותית לכ-218 מיליארד ש"ח וחלה עליה בהיקף ההנפקות. בעקבות המשבר, בוצעו עשרות רבות של הסדרי אג"ח של חברות שהתקשו בהחזרי חוב, רובן חברות ללא דירוג.
- בעקבות המשבר, הוקמה ועדת חודק, שהמלצותיה יושמו בשנת 2011 ותרמו לשיפור בתנאי האג"ח שהונפקו לציבור ולחיזוק מעמדם של המשקיעים באג"ח של חברות ציבוריות.
- ראוי לציין כי בסמוך ליישום ההמלצות, כאמור, החלו חברות להנפיק אג"ח המגובה בבטחונות, אולם רובם היו בטחונות חלשים באיכותם וכללו בעיקר שיעבוד שני על נכסים, שיעבוד על קרקעות, שיעבוד על חשבון עודפים ו/או שיעבוד של מניות לא סחירות. החל מהמחצית השניה של 2013, נבלמה המגמה של מתן בטחונות כלשהם ומרבית סדרות האג"ח החדשות, שהונפקו מתחילת 2014, לא כללו בטחונות כלל והמשקיעים הסתפקו בהתניות פיננסיות שונות בלבד, לצורך עמידת האג"ח ב"כללי חודק".
- שנות הריבית הנמוכה, מרווחי הסיכון המצומצמים והנזילות הגבוהה בשוק, בעיקר בקרב המוסדיים, תרמו לפעילות הערה בשוק ההנפקות בשנים האחרונות. חברות רבות מיחזרו חוב והחליפו מימון יקר יחסית במימון זול יותר. לאור צרכי המיחזור הגדולים של חברות רבות ותנאי השוק התומכים, אנו מעריכים כי הפעילות הערה בשוק ההנפקות תמשך.

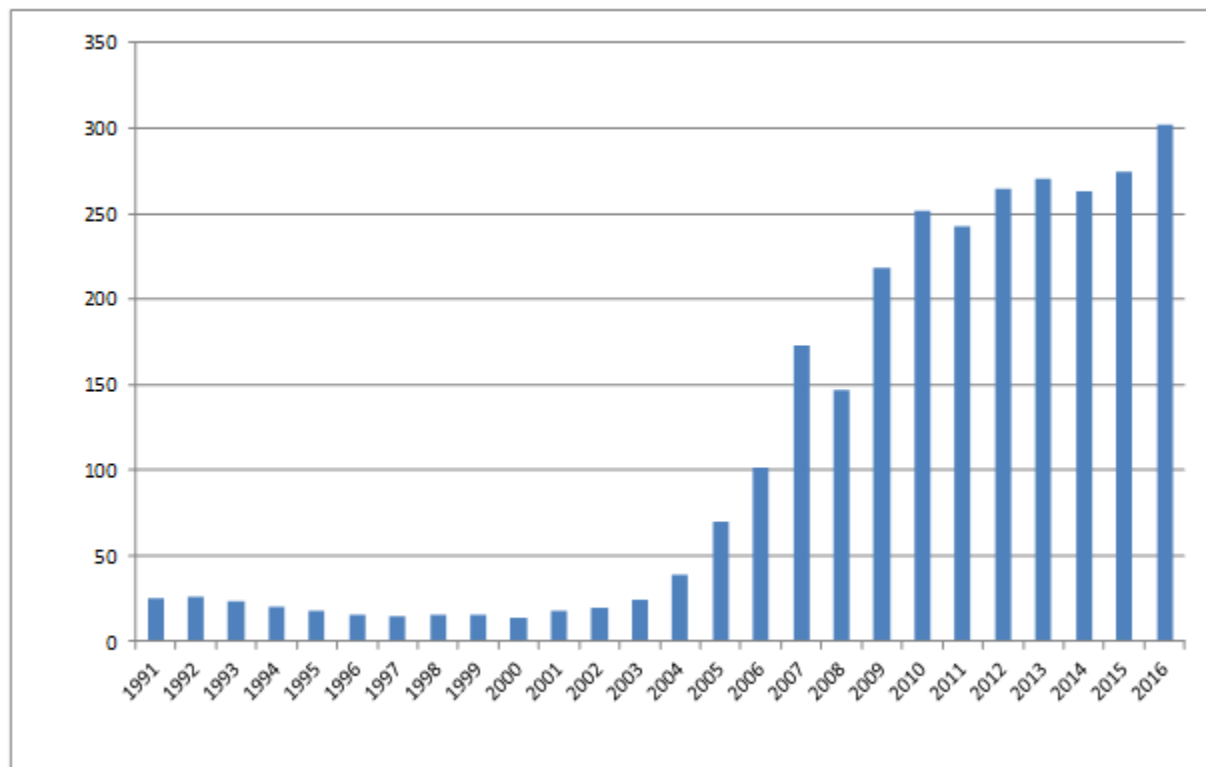
היקפי הנפקות ושווי שוק

גרף 1 מציג את התפתחות ערך השוק של האג"ח הקונצרני במהלך 25 השנים האחרונות, מאז נוסדה חברת הדרוג מעלות. מהגרף עולה שהגידול המהיר בשוק האג"ח החל בשנים 2004-2005, כאשר בשנת 2005, ערך שוק האג"ח הקונצרני חצה לראשונה את רף ה-50 מיליארד ש"ח.

בארבע השנים האחרונות, שווי השוק יציב יחסית וזאת למרות שיעור הריבית האפסי והנזילות הגבוהה בשוק. רוב הגיוסים מיועדים למימון מחדש ואינם משמשים להשקעות חדשות תומכות צמיחה, דבר שבא לידי ביטוי גם בנתונים המקרו כלכליים. עם זאת, בשנת 2016 חל גידול מסוים בערך השוק, בעקבות הנפקות ענק של הסקטור הבנקאי, והוא עלה לראשונה על 300 מיליארד ש"ח.

גרף 1: התפתחות ערך שוק אג"ח חברות בראי 25 שנה: 1991-2016 (מיליארדי ש"ח)

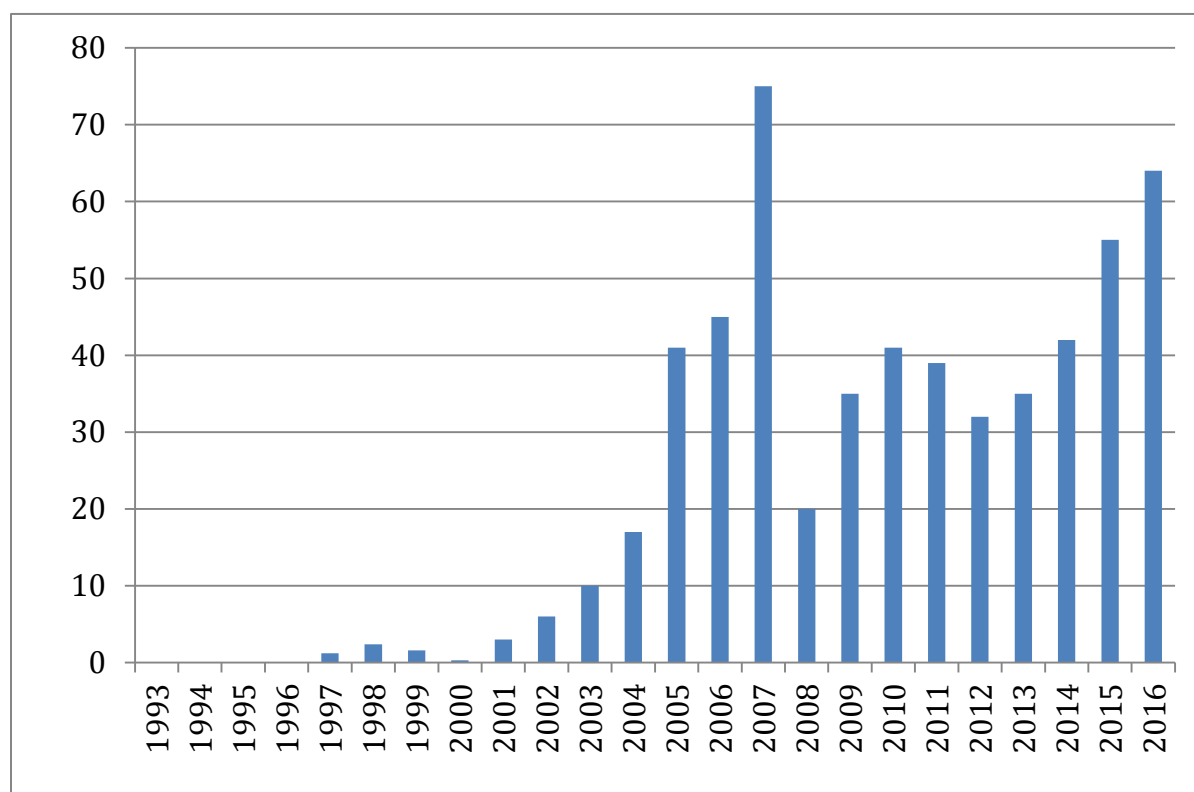
מיליארדי ש"ח



גרף 2 מדגיש את ההתפתחות המהירה של שוק האג"ח הקונצרני בישראל ב-14 השנים האחרונות. כעולה מהגרף, רק בשנת 1997 החל גידול מסוים בהנפקות אג"ח קונצרני בהשוואה לשנים הקודמות. אולם, היקפי הפעילות עד השנים 2004/5 היו עדיין נמוכים. לאחר צמיחה מהירה שהחלה משנת 2004, הגיעו הנפקות האג"ח לשיא בשנת 2007, טרום המשבר הפיננסי הגלובאלי. באותה שנה, היקף אג"ח חברות שהונפק עלה על 75 מילארד ₪ - שיא שנתי שאליו לא התקרבו ב-9 שנים שחלפו.

גרף 2: הנפקות אג"ח חברות בישראל 1993-2016 (מיליארדי ש"ח)

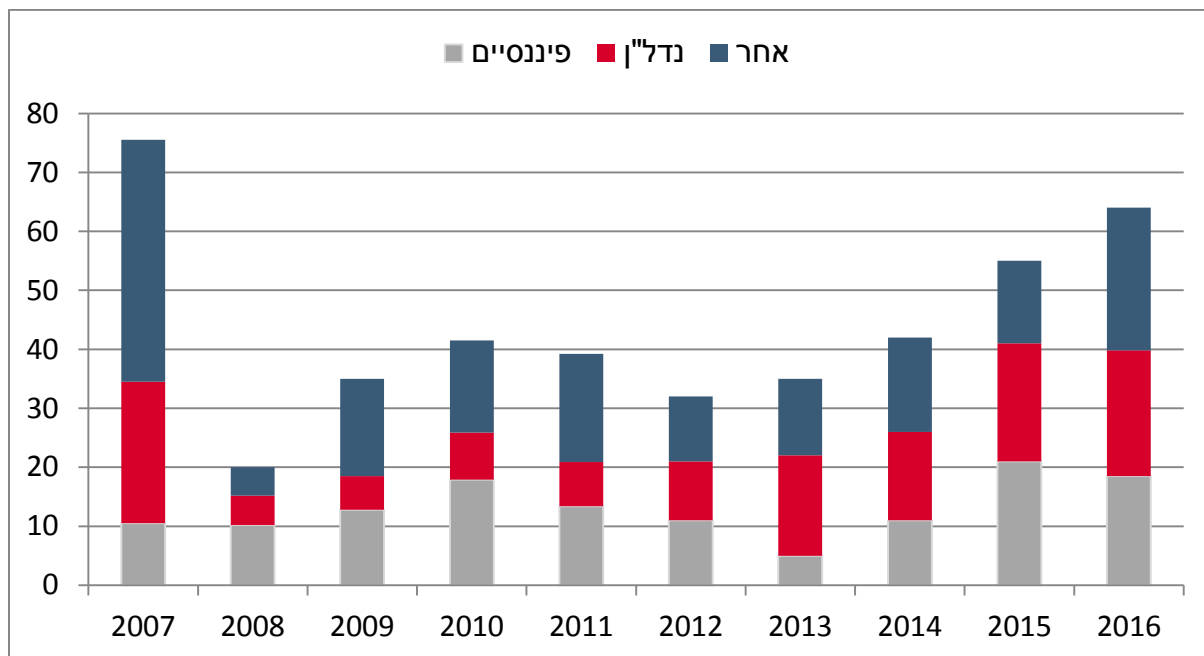
מיליארדי ש"ח



במהלך כל השנים, במונחים של שווי האג"ח שהונפק, רוב רובם של אגרות החוב היו מדורגים. בשנים האחרונות, כ-95% מהיקף הגיוסים מדורג. ראוי לציין כי גם בשנים 2007-8, טרום המשבר הפיננסי, אמנם מספר ההנפקות הלא מדורגות היה גבוה יותר יחסית לתקופה הנוכחית, אולם מבחינת השווי הכספי, עדיין קרוב לכ-90% מאגרות החוב המונפקות דורגו.

גרף 3: הנפקות אג"ח חברות בישראל בחלוקה לפי סקטורים 2007-2016 (מיליארדי ש"ח)

מיליארדי ש"ח



גרף 3 מציג את התפלגות הנפקות האג"ח בעשור האחרון לפי 3 קבוצות: אג"ח שהונפק על ידי הסקטור הפיננסי, על ידי חברות נדל"ן וכן אג"ח של חברות מהסקטור הלא פיננסי, שאינן מתחום הנדל"ן. מהגרף עולה כי היקף ההנפקות הגבוה של חברות מתחום הנדל"ן, שבוצע טרום המשבר, ב-2007 (כ-24 מיליארד ש"ח), הצטמצם מאוד, כצפוי, בשנים שלאחר פרוץ המשבר, כאשר החל מ-2013 סקטור הנדל"ן מרכז שוב היקף הנפקות גבוה במיוחד, וכך עד היום. עוד בולט מהגרף חלקם הגבוה של הנפקות הסקטור הפיננסי בשנתיים האחרונות, השווי הגבוה ביותר בעשור כ-21 מיליארד ש"ח וכ-18 מיליארד ש"ח בהתאמה בשנים 2015 ו-2016.

ריכוזיות בשוק האג"ח

לצד הגידול במספר החברות המנפיקות אג"ח ובסכומים שגויסו, ניכרת לאורך השנים ריכוזיות גבוהה. מספר מצומצם יחסית של הנפקות גדולות מהווה אחוז משמעותי מסך הגיוס השנתי. לוח 1 מציג את חמשה הנפקות הגדולות ביותר בעשור האחרון. שלוש החברות הגדולות ביותר שביצעו את ההנפקות הגדולות בשלוש השנים האחרונות הן מהסקטור הבנקאי: בנק לאומי הנפיק את הסכום הגבוה ביותר, כ-4.4 מיליארד ₪, במהלך השנה האחרונה. אחריו בנק מזרחי טפחות ובנק הפועלים עם היקף של כ-3.1 מיליארד ש"ח וכ-3 מיליארד ₪, בהתאמה. מבין החברות בסקטור הלא-פיננסי בולטת בזק, נציגת סקטור התקשורת, שביצעה הנפקה בהיקף משמעותי של כ-2.7 מיליארד ש"ח בשנת 2011. נציגה נוספת מענף התקשורת, חברת פרטנר תקשורת, הנפיקה כ-2 מיליארד ש"ח בשנת 2005. כמו כן, במסגרת ציון ההנפקות הגדולות, נציין את ההנפקה של חברת החשמל, שגייסה כ-3 מיליארד ש"ח באמצעות סדרות מגובות בערבות מדינה, והנפקה נוספת של בנק לאומי, בהיקף של כ-2.5 מיליארד ש"ח, שבוצעה בשנת 2008.

לוח 1: חמש החברות שבצעו את ההנפקות הגדולות בעשור (2006-2016)

שם החברה	היקף (מיליארד ש"ח)	שנת הנפקה
בנק לאומי	4.4	2016
בנק מזרחי טפחות	3.1	2015
בנק הפועלים	3.0	2014
בזק-החברה הישראלית לתקשורת	2.7	2015
חברת פרטנר תקשורת	2.0	2005

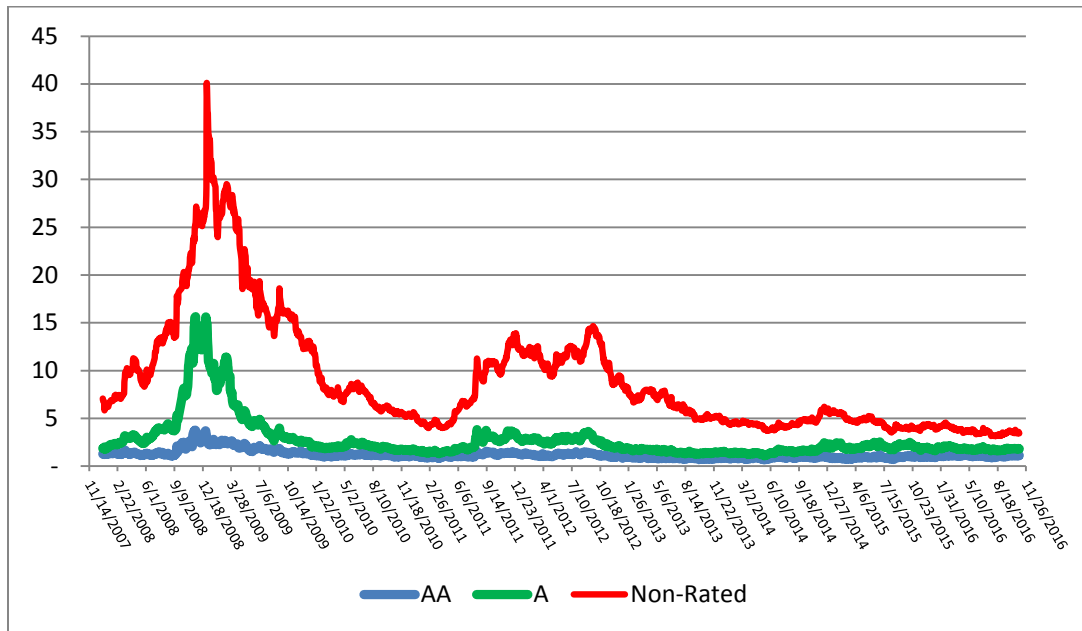
מרווחי סיכון

במהלך העשור האחרון אנו עדים לבידול במרווחי הסיכון של קבוצות הדירוג השונות. התפלגות מרווחי הסיכון לאורך העשור האחרון משקפת קורלציה בין מרווחי הסיכון ודירוגי אשראי, לאורך זמן.

העלייה החדה ביותר במרווחי הסיכון בעשור האחרון התרחשה במהלך שנת 2009 על רקע משבר האשראי הגלובאלי, כאשר מרווחי הסיכון של קבוצת החברות הלא-מדורגות הגיעו לרמה של כ-40% ומרווחי הסיכון של קבוצת ה- ilA הגיעו לרמה דו ספרתית של קרוב לכ-15%.

בפרספקטיבה ארוכת טווח, אנו רואים שהבידול במרווחי הסיכון ברמות הסיכון השונות מתעצם במיוחד בעתות משבר.

גרף 4: התפתחות מרווחי הסיכון לפי רמות דירוג בעשור האחרון - בשנים 2007-2016 (%) *



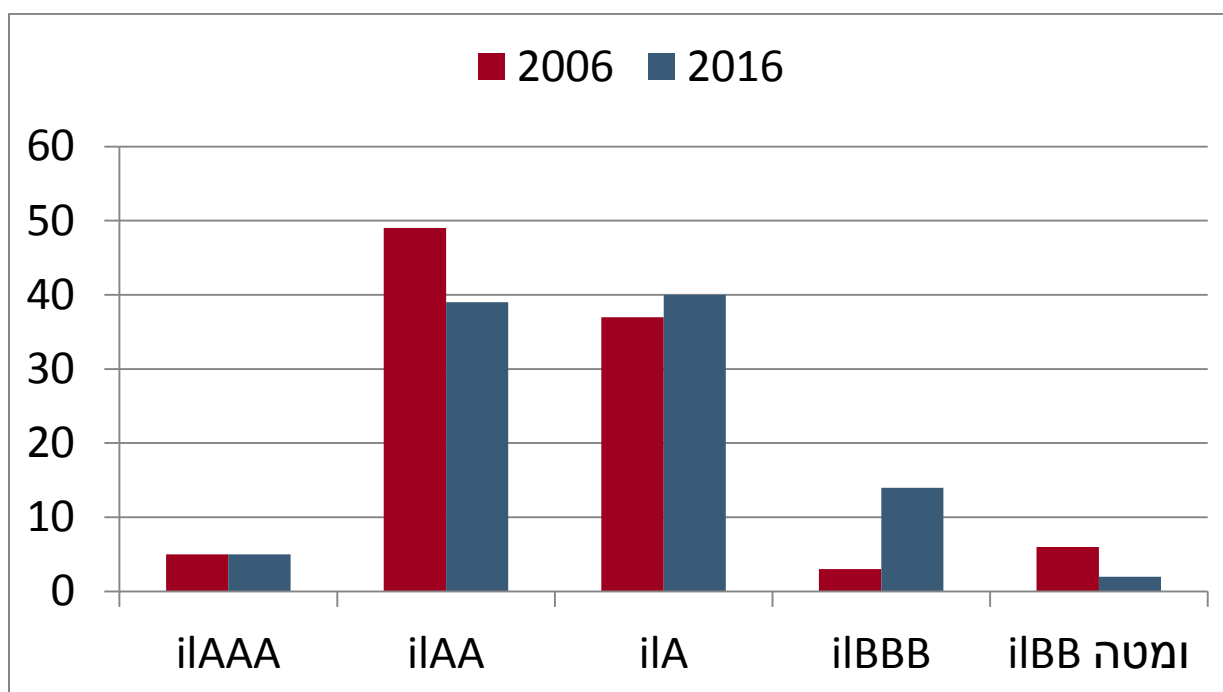
*מקור הנתונים: טריפל איי

התפלגות דירוגי החברות

התפלגות דירוגי החברות לפי רמות דירוג משקפת תמונת מצב אודות איכות האשראי של החברות המדורגות על ידי S&P מעלות. בחינת התפלגות הדירוגים היום, בהשוואה למצב לפני עשור, מצביעה על כך שקבוצת ה-BBB גדלה באופן משמעותי, משיעור זניח של 3% מהחברות המדורגות, לשיעור דו-ספרתי של כ-14%. נציין שבמהלך השנים דירוג ראשוני בקבוצת ה-BBB הפך למקובל יותר ושימש חברות להנפקות חוב בשוק הראשוני. לפני עשור, חברות המדורגות בקבוצת ה-BBB בדרך כלל היו מגיעות לדירוגים הנ"ל רק לאחר הורדות דירוג. ניתן גם ללמוד שכ-40% מהדירוגים כיום הינם בקבוצת ה-AA, בהשוואה לכ-50% מהדירוגים לפני עשור. להערכתנו, השינוי בהתפלגות הדירוגים, כפי שתואר לעיל, נובע משתי מגמות מרכזיות. הראשונה, מגמה כללית של הורדת דירוגים בעקבות המשבר העולמי של

2007-2009, הן בשוק הגלובאלי והן בשוק המקומי. השנייה, עליה בתיאבון לסיכון עקב הרצון של משקיעים לתשואה גבוהה יותר בסביבת ריבית נמוכה מאד ובסביבת מרווחים מתכווצים.

גרף 5: התפלגות החברות המדורגות על ידי S&P מעלות לפי רמות דירוג (%)

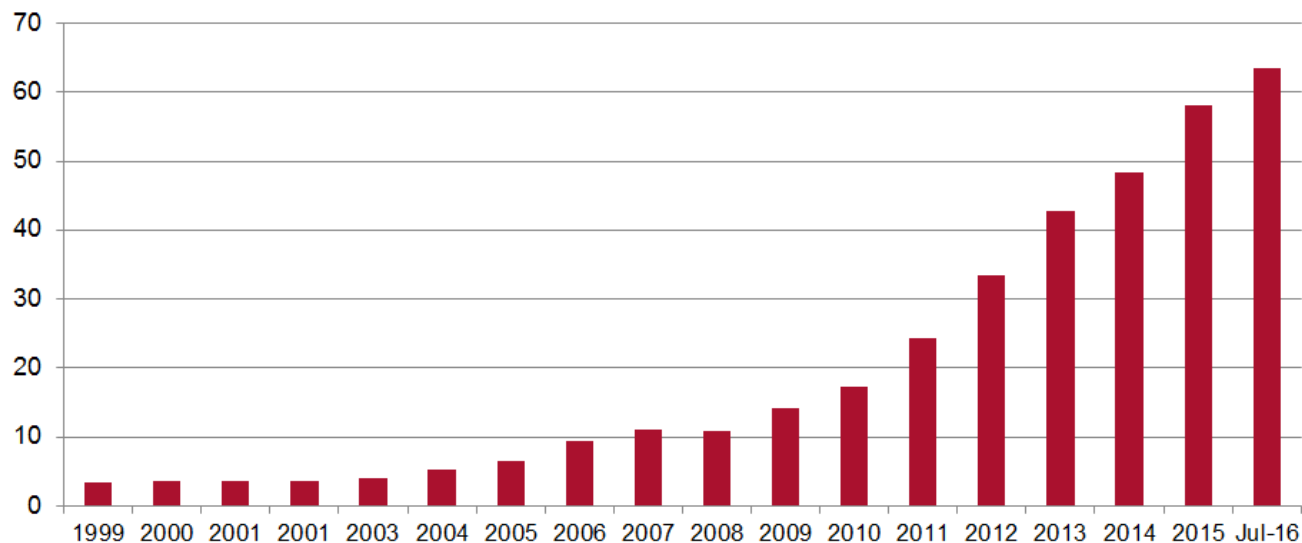


ההלוואות הפרטיות

לצד הפעילות בשוק האג"ח המקומי, אנו עדים בשנים האחרונות להמשך הגידול בפעילות ההלוואות הפרטיות, הניתנות על ידי המוסדיים ישירות לחברות. ההלוואות הפרטיות מהוות חלק משמעותי מהמימון החוץ בנקאי, ובמידה מסוימת, תחליף לחוב הסחיר ולהנפקות במסגרת רצף מוסדיים. בשנת 2012 למשל, חלקן של ההלוואות הפרטיות היווה כשליש מסך היקף הגיוסים של חברות מהסקטור הלא-פיננסי. אנו צופים המשך גידול משמעותי בפעילות של מתן הלוואות פרטיות לסקטור העסקי.

גרף 6: התפלגות יתרת ההלוואות הפרטיות בשנים 1999-2016 (מיליארדי ש"ח)

מיליארדי ש"ח



* מקור הנתונים: בנק ישראל ומשרד האוצר

במבט קדימה

שוק האשראי החוץ בנקאי ממשיך להשתכלל, כפי שצמח והשתכלל בשני העשורים האחרונים. מימון חוץ-בנקאי ימשיך להוות אפיק מימון מרכזי לסקטור העסקי, הן באמצעות הנפקת אג"ח והן דרך הלוואות פרטיות. להערכתנו, מוצר הדירוג לאגרות חוב ולהלוואות ימשיך להיות מרכיב חשוב ובלתי נפרד בתהליך ההנפקה, ויתרום לשכלול שוק האשראי, הן למשקיעים והן למנפיקים.

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 הגלובליים; 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.