

מרווחים, דירוגים ומה שביניהם - סיכום שנת 2020

סקירה | ינואר 2021

אנשי קשר:

רו"ח עמית פדרמן
אנליסט

amit.federman@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים

itay.navarra@midroog.co.il

שנת 2020 - פתיחת מרווחים חדה בשיא המשבר בשווקי ההון וצמצום מתמשך

בהמשך השנה

בחינת המרווחים החציוניים¹ בשוק האג"ח הקונצרני (המדורג) בישראל מראה כי שנת 2020 התאפיינה במגמה מעורבת של פתיחת מרווחים במהלך החודשים הראשונים של השנה, עקב סנטימנט שלילי לאורך כל סולם הדירוג על רקע פרוץ משבר הקורונה (כאשר המרווחים בדירוגים הגבוהים התקדמו בשיא המשבר לרמות ששררו במשבר הפיננסי של שנת 2008), וצמצום מרווחים מתמשך בהמשך השנה. כך, בחודש דצמבר בשנת 2020 מול התקופה המקבילה אשתקד, במגזר השקלי, הדירוגים הגבוהים (Aaa.il-A2.il) התאפיינו ביציבות יחסית כאשר בדירוגים הנמוכים יותר נפתחו המרווחים בטווח של עד 74 נקודות בסיס. במגזר הצמוד, נפתחו מרווחים בטווח של עד 76 נקודות בסיס (מלבד ברמות הדירוג הגבוהות Aaa.il-Aa1.il אשר התאפיינו ביציבות). בבחינה של שנת 2020 לעומת 2019, ישנה מגמה של פתיחת מרווחים הן במגזר השקלי והן במגזר הצמוד לאורך כל סולם הדירוג [\(תרשים 13\)](#).

התשואות החציוניות בחודש דצמבר בשנת 2020 מול התקופה המקבילה אשתקד התאפיינו במגמה מעורבת במגזר השקלי ובעלייה לאורך כל סולם הדירוג במגזר הצמוד. כך, עלו התשואות לאורך שנת 2020 במגזר השקלי בטווח של עד 65 נקודות בסיס (למעט בדירוגים Aaa.il - A2.il שבהם חלה יציבות יחסית) ובמגזר הצמוד בטווח שבין 10 ל- 94 נקודות בסיס. על רקע פרוץ משבר הקורונה והשלכותיו על שוק ההון וירידת ריבית בנק ישראל במהלך השנה, **תשואות עקום הבסיס השקלי** (חסר סיכון) שיקף ירידה בטווח שבין 2 ל- 12 נקודות בסיס בחלק של עד 10 שנים ועלייה של כ- 8 נקודות בסיס בחלק של מעל 15 שנים. **תשואות עקום הבסיס הצמוד** (חסר סיכון) שיקף עלייה בטווח שבין 10 ל- 44 נקודות בסיס בחלק של עד 3 שנים וירידה בטווח שבין 4 ל- 28 נקודות בסיס בחלק שמעל 5 שנים [\(תרשים 15\)](#). תלילות העקום בבסיס השקלי התאפיינה ביציבות כאשר בבסיס הצמוד חלה השתטחות.

עקום התשואות חסר הסיכון בארה"ב (בממוצע שנתי) התאפיין בשנת 2020 בירידה לכל אורך העקום, כאשר חלה עלייה בתלילותו בכ- 33 נקודות בסיס לעומת ממוצע העקום בשנת 2019. [\(תרשים 16\)](#).

הציפיות לאינפלציה משוק ההון לטווח של 12 חודשים היו מתחת לטווח היעד של בנק ישראל² ונמוכות יותר ביחס לשנה קודמת כך שעמדו ברמה של כ- 0.1% בסוף שנת 2020 לעומת שיעור של כ- 0.9% בסוף שנת 2019. ציפיות טווח הזמן הבינוני-ארוך נותרו מעוגנות במרכז טווח היעד של בנק ישראל [\(תרשים 12\)](#).

מרווחי **החובות הנחוצים** (אג"ח Coco's) של הבנקים (לאומי, מזרחי טפחות, הבינלאומי, ירושלים)³ אופיינו בפתיחת מרווחים לאורך שנת 2020, כאשר המרווחים של נ"ע אלו שיקפו פרמיית סיכון שנעה בטווח של 2.1% - 2.5% (ממוצע חודש דצמבר 2020) לעומת טווח ממוצע של 1.5% - 2.1% בדצמבר 2019. הפער בינם לבין המרווח החציוני (בממוצע חודשי) של הדירוג שבו דורג שיקף לאורך השנה סיכון גבוה יותר ביחס לדירוג החציוני שבו דורגו (למעט בבנק ירושלים אשר הציג מגמה מעורבת) [\(תרשים 17\)](#).

בבחינת **ההתפלגות הגיאוגרפית** של המרווחים הממוצעים לפי קבוצות דירוג בחודש דצמבר 2020 למול התקופה המקבילה אשתקד, נראה כי ברמות הדירוג הגבוהות, פער המרווחים בין החברות המקומיות (אג"ח קונצרני שקלי בלבד) לחברות בארה"ב ואירופה נותר מתון יחסית (כאשר הדירוג שלהן גלובאלי ביחס לדירוג המקומי) וככל שרמת הדירוג יורדת נפתח פער משמעותי במרווחים [\(תרשים 20\)](#). המרווחים הממוצעים לפי קבוצות הדירוג הציגו בממוצע שנתי של שנת 2020 ביחס לממוצע שנתי של 2019 מגמה של פתיחת מרווחים בישראל ובארה"ב (בעיקר ברמות דירוג הנמוכות) כאשר באירופה המרווחים נותרו יציבים יחסית.

בבחינת **תנודתיות התשואות** (פער הריביות) ב-12 החודשים האחרונים ניכר כי התנודות המשמעותיות ביותר נמצאו ברובן בחברות מענף הנדל"ן ובהן חברות אמריקאיות, כאשר ברוב התצפיות התשואה עלתה משמעותית בהשוואה לשנה הקודמת [\(תרשימים 18 ו-19\)](#).

פרמיית ה-CDS, בחתך גלובאלי, ירדה במהלך שנת 2020 ברוב רמות הדירוג בטווח של עד 9 נקודות בסיס [\(תרשים 21\)](#).

הערה: יש לשים לב שבחלק מהמדגמים ומתתי המדגמים יש מיעוט תצפיות בחלק מרמות הדירוג שעלולות להטות את התוצאות.

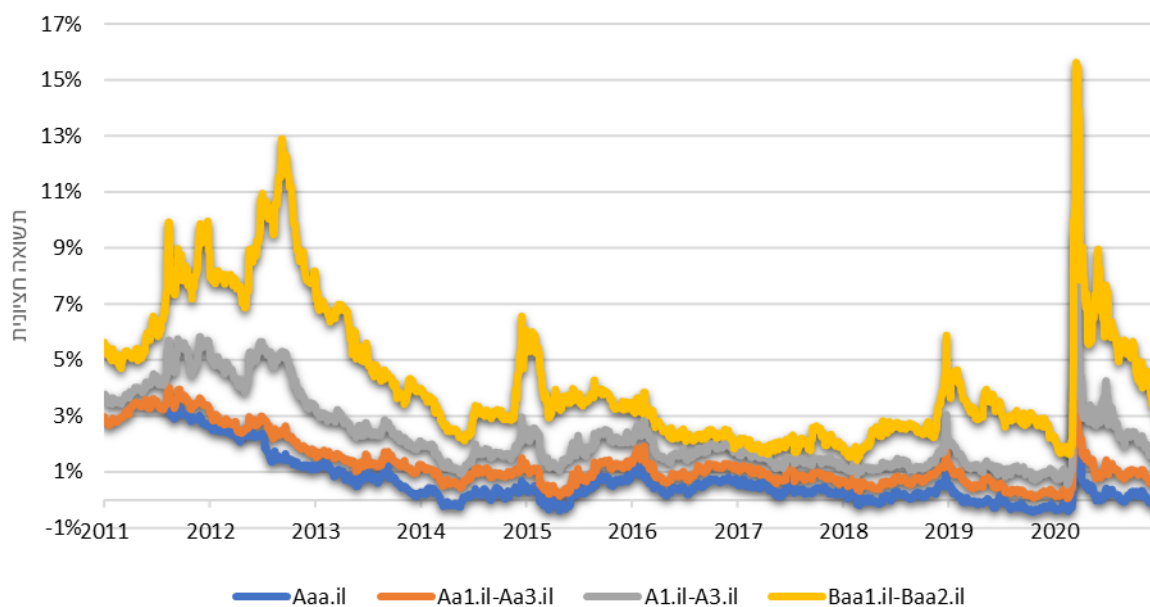
¹ ממוצע חודשי של המרווחים החציוניים היומיים

² טווח שנתי בין 1% ל-3%

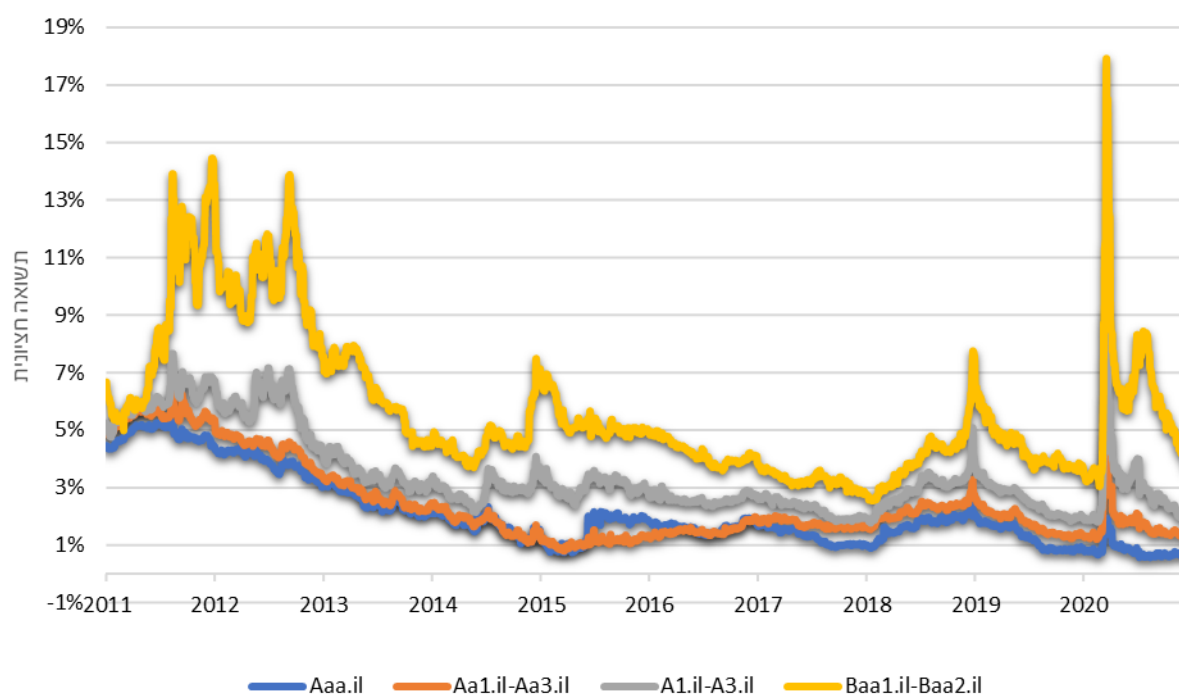
³ היסטורית ציטוטים של לפחות 12 חודשים עבור אג"ח נבחרות

התפתחות נתוני שוק מרכזיים⁴

תרשים 1: התפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי קבוצת דירוג משנת 2011

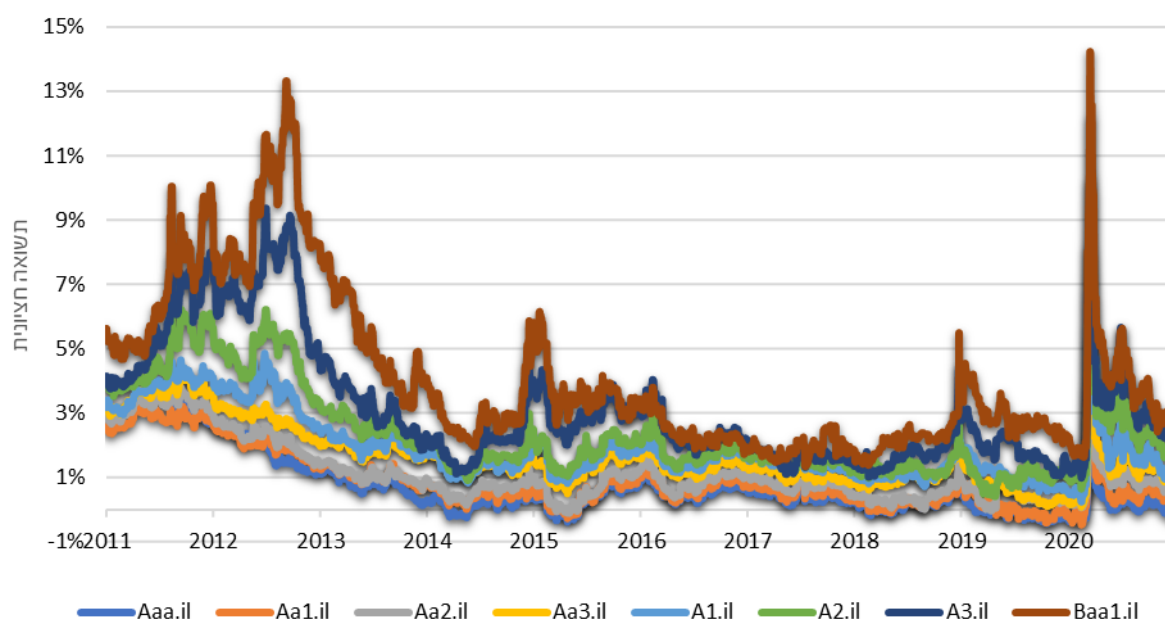


תרשים 2: התפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי קבוצת דירוג משנת 2011

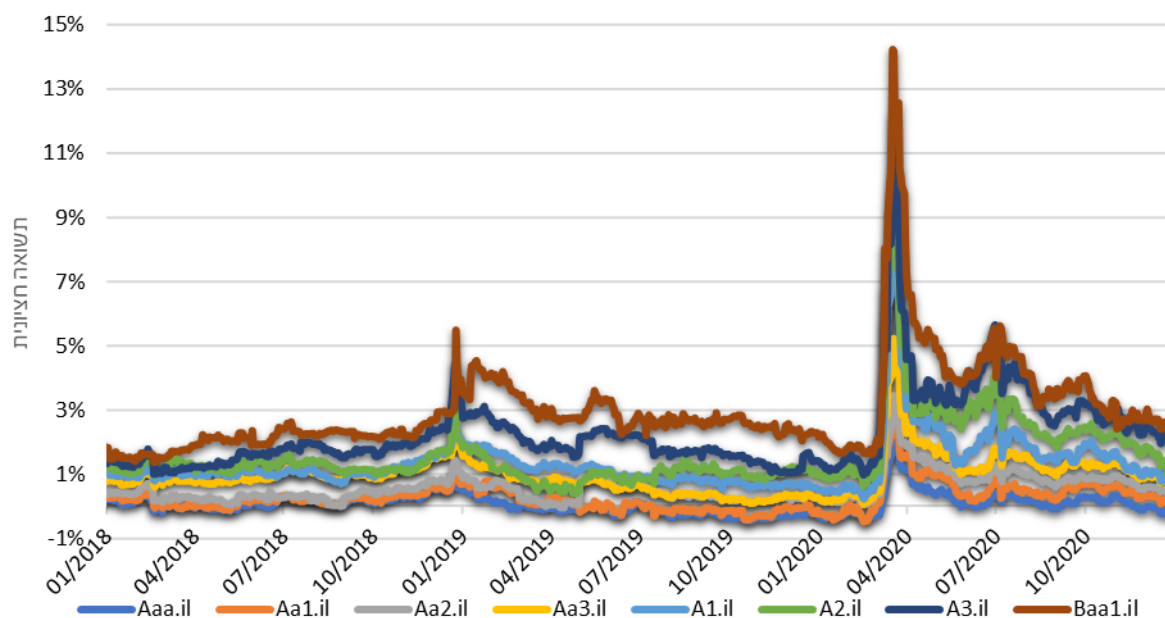


⁴ המדגם כולל את כלל האג"חים המדורגים בשוק (עד דרוג Baa2.il כולל) בבסיסי ההצמדה השונים (כ- 189 תצפיות במגזר הצמוד וכ- 252 תצפיות במגזר השקלי), כאשר דירוגי S&P מעלות מומרים לדירוגי מידורג. רמות דירוג בהן נותרו תצפיות בודדות בלבד ואג"חים בעלי מח"מ הנמוך מ-1 נוכו מהמדגם.

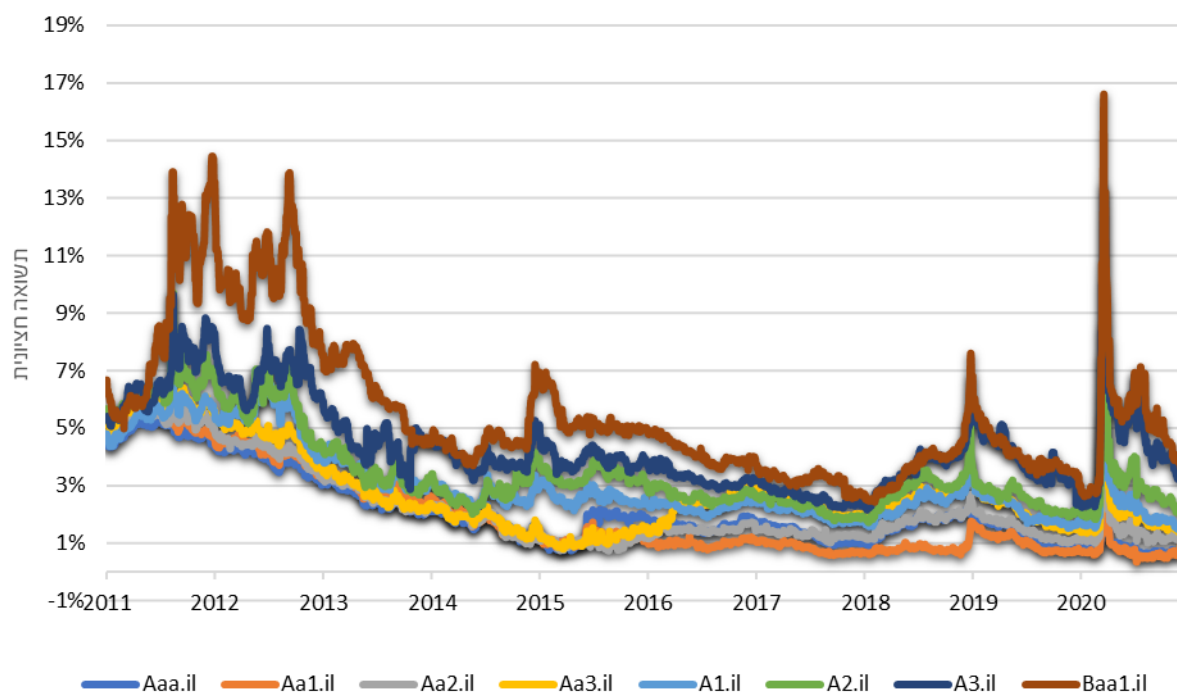
תרשים 3: התפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי דירוג, משנת 2011



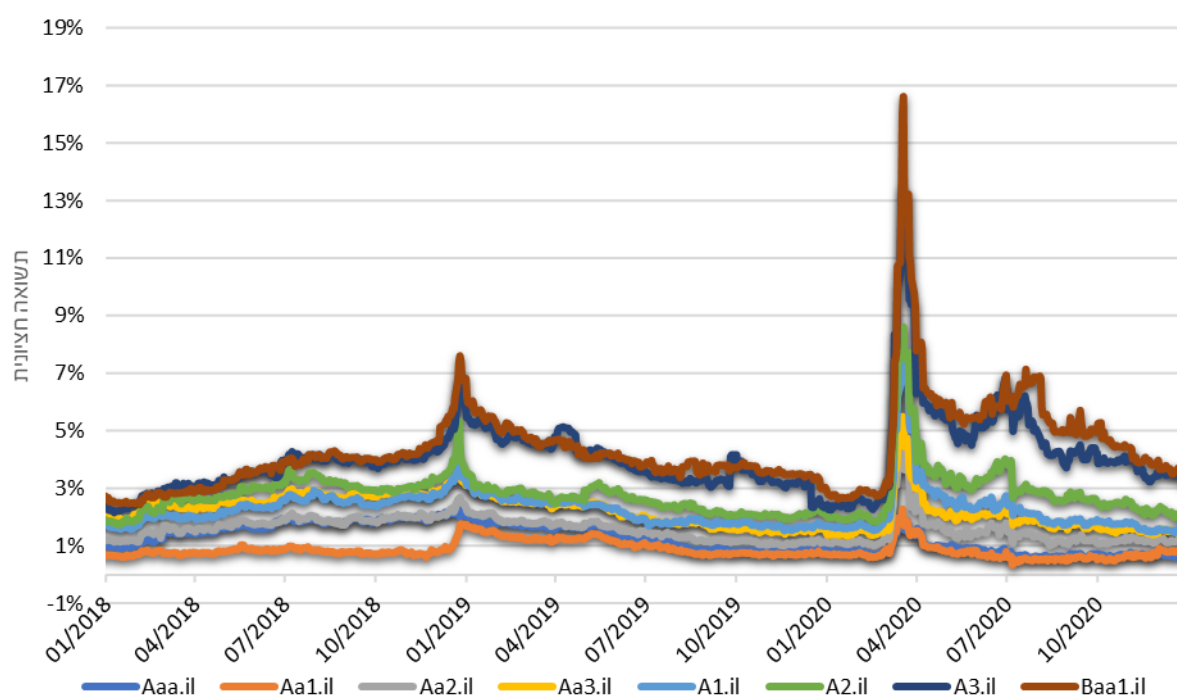
תרשים 4: התמקדות בהתפלגות התשואות החציניות של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי דירוג מתחילת שנת 2018



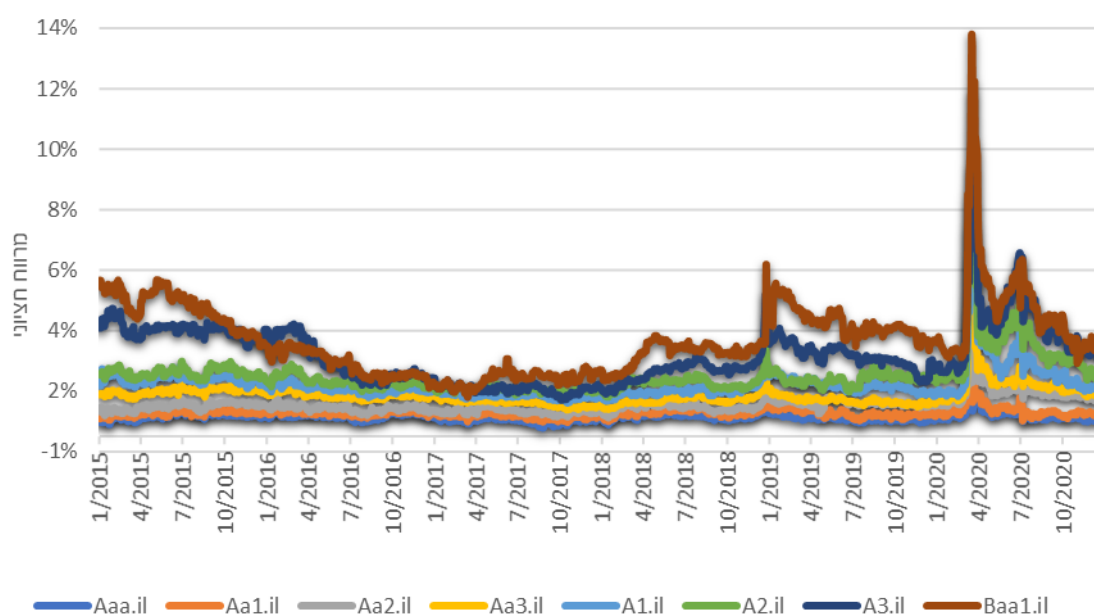
תרשים 5: התפלגות התשואות החציוניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי דירוג, משנת 2011



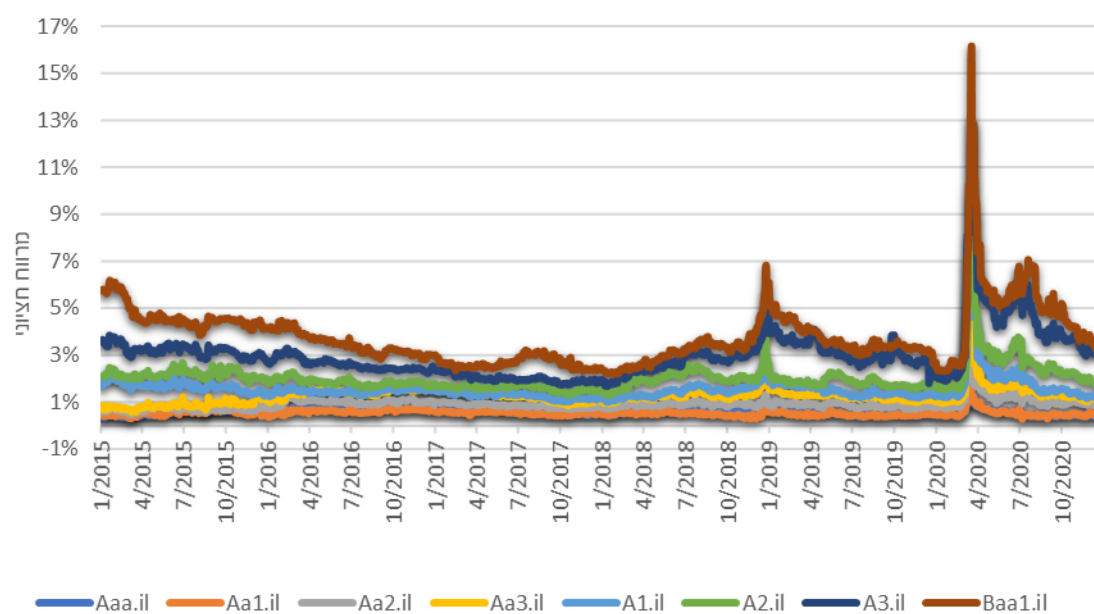
תרשים 6: התפלגות התשואות החציוניות של אג"ח קונצרניות שקליות לפי דירוג מתחילת שנת 2018



תרשים 7: התפלגות המרווחים החציוניים של אג"ח קונצרניות צמודות מדד לפי דירוג משנת 2015

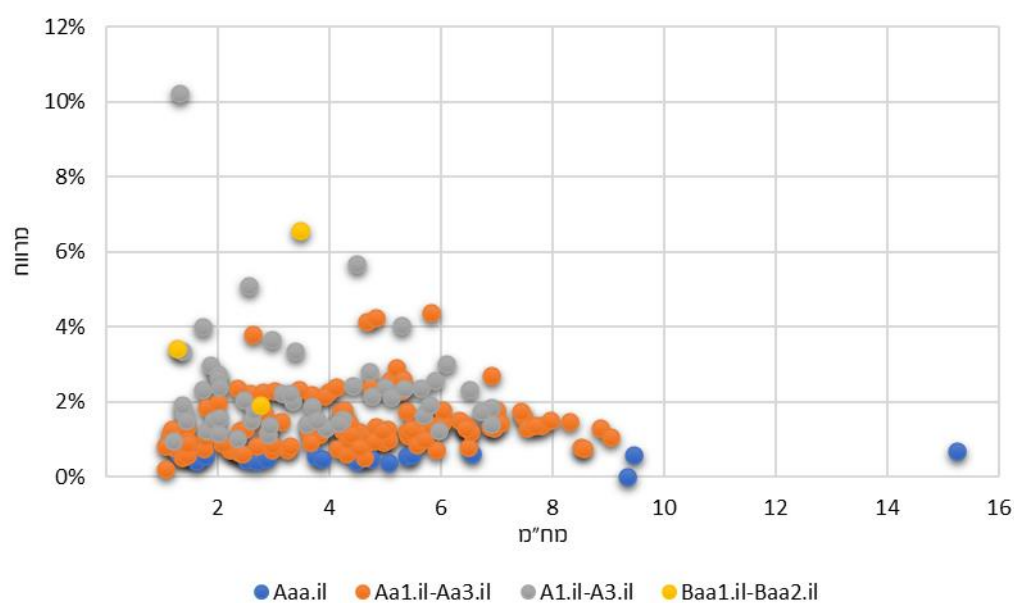


תרשים 8: התפלגות המרווחים החציוניים של אג"ח קונצרניות שקליות לפי דירוג משנת 2015

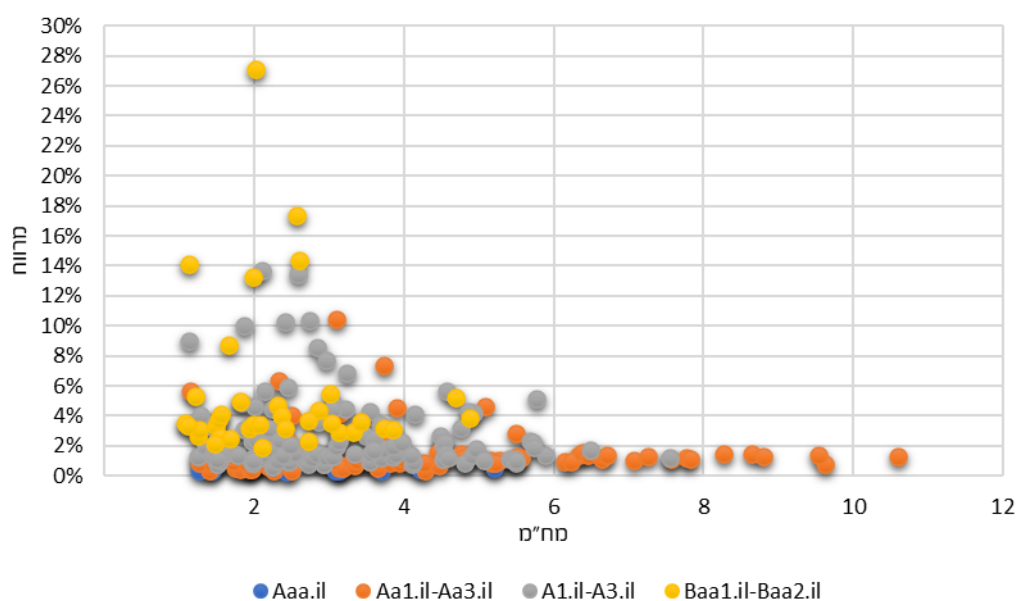


מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידורג

תרשים 9: התפלגות המרווח - אג"ח קונצרניות צמוד מדד, לפי מח"מ וקבוצות דירוג, ליום 31.12.2020



תרשים 10: התפלגות המרווח - אג"ח קונצרניות שקליות, לפי מח"מ וקבוצות דירוג, ליום 31.12.2020



מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידורג

תרשים 11: מספר אג"חים, תשואה חציונית ומח"מ משוקלל

אג"ח צמוד מדד			אג"ח שקלי			
מח"מ משוקלל	תשואה חציונית, ממוצע דצמבר 2020	מספר אג"חים	מח"מ משוקלל ⁵	תשואה חציונית, ממוצע דצמבר 2020	מספר אג"חים	
4.3	-0.14%	19	3.2	0.66%	8	Aaa.il
5.3	0.21%	15	4.6	0.79%	6	Aa1.il
5.2	0.50%	38	4.0	1.15%	30	Aa2.il
4.6	0.81%	62	4.6	1.48%	47	Aa3.il
3.7	0.90%	11	3.6	1.51%	40	A1.il
3.4	1.46%	29	3.6	2.10%	48	A2.il
3.8	2.25%	12	3.0	3.44%	35	A3.il
2.3	2.55%	2	2.6	3.60%	24	Baa1.il

מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידורג

תרשים 12: ציפיות האינפלציה (%) הנגזרות משוק ההון

0.1	הציפיות משוק ההון לשנה הראשונה
1.1	הציפיות משוק ההון לשנה השנייה (פורורד)
1.4	הציפיות משוק ההון לשנה השלישית (פורורד)
1.5	הציפיות משוק ההון ל 3-5 שנים (פורורד)

מקור: בנק ישראל

⁵ מח"מ משוקלל מחושב ע"י הכפלת המח"מ של כל סדרה בחלקה בסך העג. של הקבוצה.

תרשים 13: מרווח חציוני, השוואת ממוצע שנת 2020 מול ממוצע שנת 2019⁶

אג"ח צמוד מדד			אג"ח שקלי			דרוג
הפרש	מרווח חציוני, ממוצע 2019	מרווח חציוני, ממוצע 2020	הפרש	מרווח חציוני, ממוצע 2019	מרווח חציוני, ממוצע 2020	
0.11%	0.59%	0.70%	0.05%	0.50%	0.55%	Aaa.il
0.11%	0.77%	0.88%	0.08%	0.47%	0.55%	Aa1.il
0.33%	1.10%	1.42%	0.29%	0.86%	1.15%	Aa2.il
0.56%	1.19%	1.74%	0.27%	1.23%	1.50%	Aa3.il
0.61%	1.69%	2.29%	0.45%	1.46%	1.91%	A1.il
1.04%	1.90%	2.94%	0.80%	1.85%	2.65%	A2.il
1.06%	2.66%	3.72%	1.18%	3.14%	4.32%	A3.il
0.46%	3.75%	4.21%	1.30%	3.67%	4.97%	Baa1.il

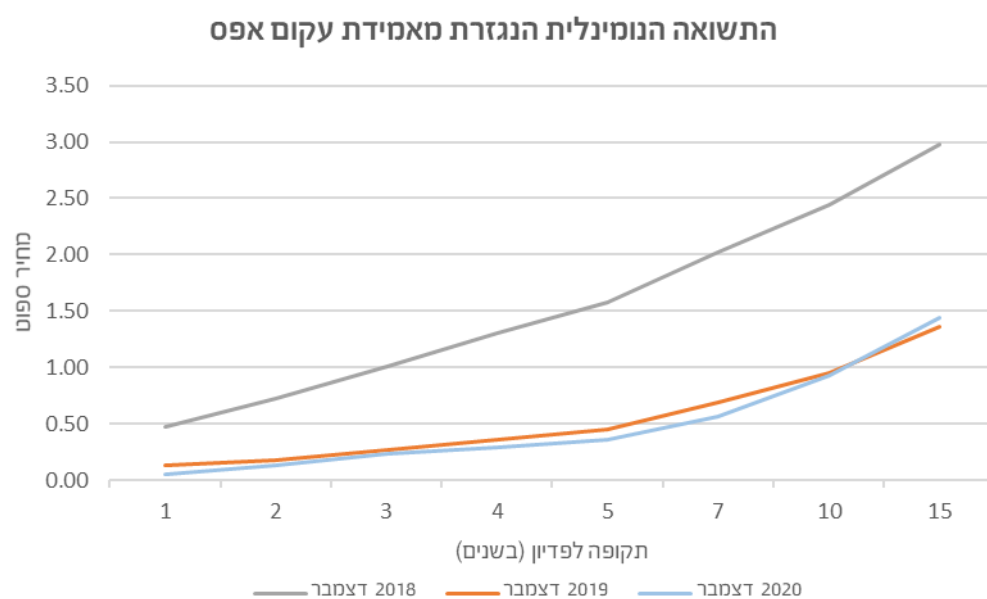
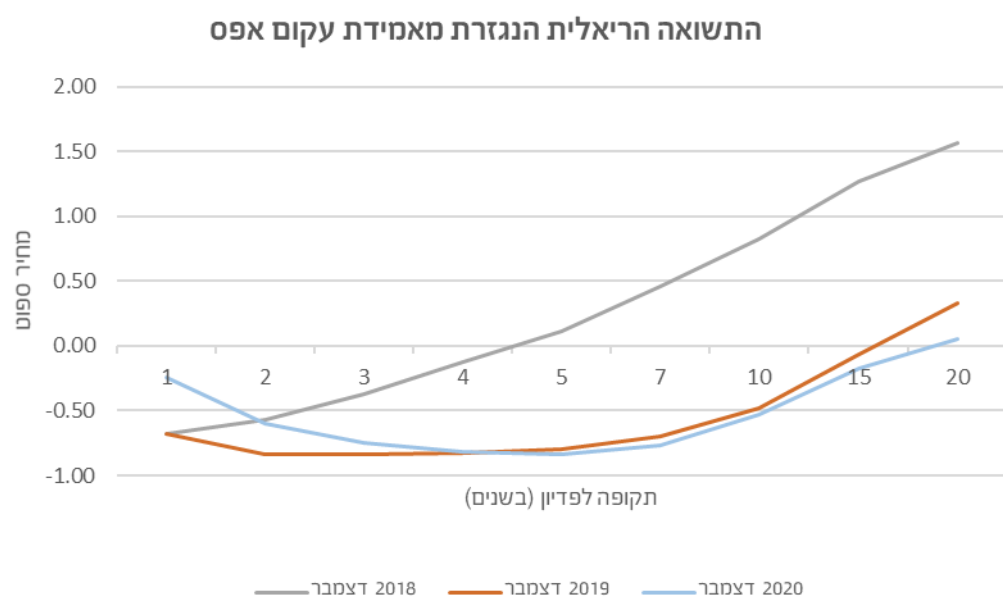
תרשים 14 : מרווח חציוני, השוואת ממוצע חודש דצמבר 2020 מול ממוצע חודש דצמבר 2019

אג"ח צמוד מדד			אג"ח שקלי			דרוג
הפרש	מרווח חציוני, ממוצע חודש דצמבר 2019	מרווח חציוני, ממוצע חודש דצמבר 2020	הפרש	מרווח חציוני, ממוצע חודש דצמבר 2019	מרווח חציוני, ממוצע חודש דצמבר 2020	
0.01%	0.54%	0.56%	-0.08%	0.50%	0.43%	Aaa.il
-0.02%	0.76%	0.74%	-0.01%	0.51%	0.50%	Aa1.il
0.20%	1.03%	1.23%	0.08%	0.84%	0.92%	Aa2.il
0.29%	1.12%	1.41%	0.06%	1.09%	1.15%	Aa3.il
0.18%	1.43%	1.60%	-0.10%	1.31%	1.21%	A1.il
0.04%	1.92%	1.96%	0.06%	1.74%	1.80%	A2.il
0.76%	2.12%	2.88%	0.74%	2.43%	3.17%	A3.il
-0.17%	3.14%	2.96%	0.38%	3.04%	3.43%	Baa1.il

מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידורג

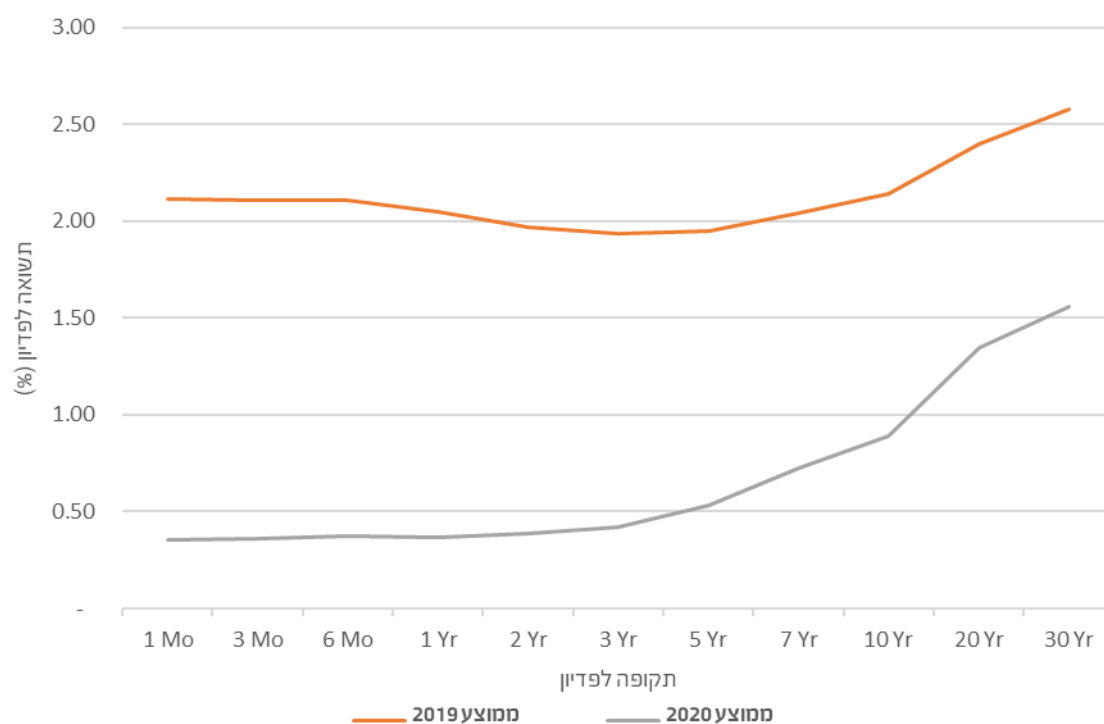
⁶ רמת ה- Baa2.il לא הוצגה עקב מיעוט תצפיות.

תרשים 15: התשואה הנגזרת מאמידת עקום אפס, ממוצע חודשי (%)



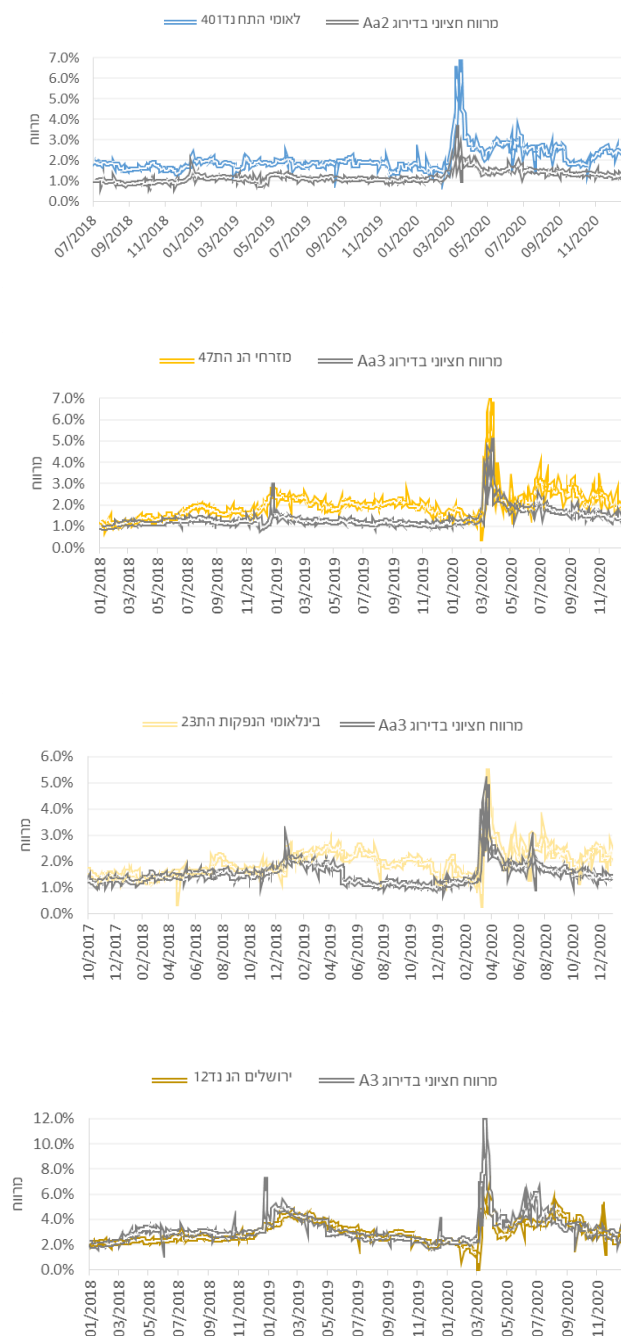
מקורות: בנק ישראל ועיבודי מידורג

תרשים 16: עקום התשואות בארה"ב, ממוצע חודשי



מקורות: www.treasury.gov ועיבודי מידרוג

תרשים 17: מרווחי אג"ח Coco's מול מרווח חציוני של אותה רמת דרוג



מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידורג

התנודות הגבוהות ביותר בתשואות לפדיון בתיק המדורג (YOY)

תרשים 18: תנודות התשואה הגבוהות ביותר (מח"מ גדול מ-1), אג"ח קונצרניות צמודות מדד (עד דירוג Baa2)

שם	קוד בורסה	ענף פעילות	דרוג מעלות/מדורג	מח"מ ליום 31/12/2020	הון רשום למסחר	סוג הצמדה	תשואה ברוטו ליום 31/12/2020	תשואה ברוטו ליום 31/12/2019	פער התשואה (YOY)
גזית גלוב אגו	1260546	נדלן מניב	Aa3.il	2.56	1,077,936,993	מדד	3.03%	0.31%	2.72%
גזית גלוב אג2	1260603	נדלן מניב	Aa3.il	4.61	2,939,706,681	מדד	3.19%	1.13%	2.06%
דה לסר אג4	1132059	נדלן מניב	ilA-	1.26	292,124,940	מדד	9.69%	4.40%	5.29%
נורסטאר אג11	7230352	נדלן מניב	A3.il	2.51	432,136,263	מדד	4.32%	1.43%	2.89%
נורסטאר אג12	7230402	נדלן מניב	A3.il	4.44	238,019,666	מדד	4.73%	1.86%	2.87%

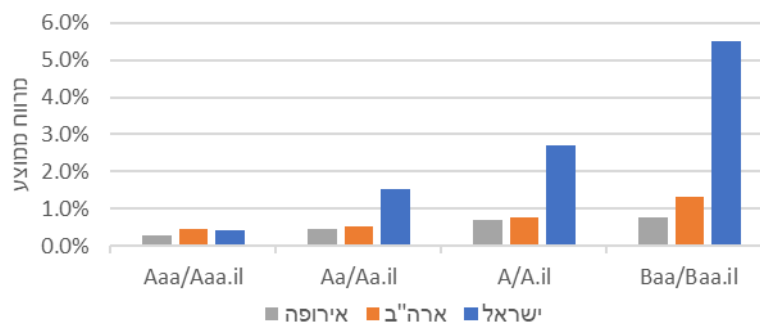
תרשים 19: תנודות התשואה הגבוהות ביותר (מח"מ גדול מ-1), אג"ח קונצרניות שקליות (עד דירוג Baa2)

שם	קוד בורסה	ענף פעילות	דרוג מעלות/מדורג	מח"מ ליום 31/12/2020	הון רשום למסחר	סוג הצמדה	תשואה ברוטו ליום 31/12/2020	תשואה ברוטו ליום 31/12/2019	פער התשואה (YOY)
הרץ פרופר אגו	1142603	נדלן מניב	A2.il	2.07	542,208,000	שקלי	13.76%	7.12%	6.64%
מויניאן אג2	1143015	נדלן מניב	A3.il	2.55	1,032,832,020	שקלי	13.57%	5.17%	8.40%
וורסטון אגו	1140987	נדלן מניב	ilBBB+	1.98	321,004,000	שקלי	27.18%	9.65%	17.53%
אמ.די.ג'י אג3	1142504	נדלן מניב	Baa1.il	2.54	255,999,506	שקלי	17.51%	7.95%	9.56%
ג'יאפאי אגו	1134915	נדלן מניב	ilBBB	1.18	68,208,400	שקלי	14.16%	6.54%	7.62%

מקור: מערכת מגמה ועיבודי מידורג

השוואה בינלאומית

תרשים 20: השוואת מרווחים ממוצעים לפי קבוצות דירוג בהתפלגות גיאוגרפית, דצמבר 2020



הערה: בארה"ב ובאירופה המדגם כולל אג"חים במח"מ בינוני-ארוך, בעוד שב ישראל המדגם כולל את כל המח"מים לאור מיעוט תצפיות.

מקורות: מוד"ס, מערכת מגמה ועיבודי מידרוג

תרשים 21: פרמיית CDS חציונית (בנקודות בסיס) 5 שנתית לפי רמות דירוג - (חתך גלובאלי) לסוף שנת 2020:

	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3
פרמיית CDS	12	15	19	25	33	43	47	51	55	79
גודל המדגם	9	52				172			344	
פער מול סוף שנת 2019 בנקודות בסיס	-3	-5	-9	-6	-3	2	1	0	-2	8

מקור: מוד"ס ועיבודי מידרוג

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדיקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דיקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>