

סגור חלון



"היפוך עקום התשואות בארה"ב בהחלט מהווה נורת אזהרה, אך קרוב לוודאי שלא נראה מיתון בטווח הקצר, אלא צמיחה מתונה"

סטן סוקולובסקי, מנהל קרן CIFIC להלוואות בכירות, מסביר בראיון ל"גלובס" כי ענף הלוואות מסוגל לספק מענה במגוון של סביבות כלכליות ותנאי שוק, וצריך להיות חלק מרכזי בכל תיק השקעות • "שנת 2018 הייתה מקרה מבחן כשכ-90% מהנכסים הפיננסיים הניבו תשואות שליליות, ואילו הלוואות רשמו עלייה של 1% והציגו רק שבריר מהתנודתיות"

גיא בן סימון 30/7/19

ענף הלוואות הבכירות (Senior Secured Corporates Loans) עושה את צעדיו הראשונים בישראל, כאשר הגופים המוסדיים כאן הולכים בעקבות עמיתיהם בעולם ומפזרים את ההשקעות גם בקרנות הלוואה בחו"ל. עד כה השקיעו גופים מקומיים למעלה מ-4 מיליארד דולר בקרנות הלוואות הבכירות.

קרן CIFIC, אחת השחקניות הבולטות בארה"ב, המיוצגת בישראל על ידי חברת 4F בניהולם של יוסי וקנין ואיתי ברקן, מנהלת נכון להיום כ-21 מיליארד דולר. לחברה מעל 200 לקוחות מוסדיים בהם שתי קרנות פנסיה ציבוריות מהגדולות בארה"ב.

קרן CIFIC פועלת בשתי אסטרטגיות מרכזיות: של קרדיט CLO - מכשיר איגוח המגובה בהלוואות במינוף גבוה, והלוואות Senior Secured.

שווי של הענף בארה"ב מוערך כיום במעל לטריליון דולר. בישראל, מהנתונים של חברת סמארטבול (Smartbull), עולה כי בסך הכול מושקעים בענף כ-2.9 מיליארד דולר באמצעות 43 גופים מוסדיים ישראלים, על ידי 10 מנהלי קרנות שונים. לפי הנתונים, לכלל ביטוח החזקות בשווי 873 מיליון דולר בהלוואות בכירות, מנורה עם החזקות בגובה 603 מיליון דולר, הראל עם החזקות של 415 מיליון דולר וחברת הביטוח מגדל עם החזקות בגובה 272 מיליון דולר.

איך זה עובד? בנק בארה"ב מקבל פנייה מחברה גדולה לקבלת הלוואה. הבנק בוחן את הבקשה ואם נענה בחיוב, הוא מציג במקביל את פרטי הלוואה לחברות בשוק הלוואות, ואלה מחליטות על סמך המידע שקיבלו האם רכישת הלוואה כדאית. החברה שהסכימה לבסוף להתחייב להלוואה (הנקראת "הלוואה בכירה"), אורזת עוד עשרות עד מאות הלוואות נוספות שאליהן הסכימה להתחייב לכדי קרנות הלוואה סחירות.

כדי לשמור על זהות אינטרסים בין הבנק לחברה שרכשה את הלוואה, לא כל הלוואה מועברת לחזקת החברה, אלא חלק ממנה נותר במאזן הבנק, בין היתר כדי לפזר את הסיכונים - כאשר לכל קרן ישנן מגבלות משלה. גם אם כל הלוואה בודדת עשויה להיות מסוכנת יחסית, ברגע שמקבצים אותן יחד, קרן הלוואה הסחירה עשויה לקבל דירוג נאח מסוכניות הדירוג הרלוונטיות.

סטן סוקולובסקי, מנהל קרן CIFIC, מספק הצצה לאחורי הקלעים של ניהול הקרן.

איך אתה רואה את הכלכלה העולמית כיום, האם אנחנו עומדים בפני מיתון?

"העולם נמצא בשלב של צמיחה מתונה, אך עדיין צמיחה. למרות האירועים הגיאופוליטיים והמתחים הקשורים בסחר, אנו נותרים בעולם של צמיחה, אם כי מתחת למגמה, עם אינפלציה נמוכה ומדיניות תומכת של הבנקים המרכזיים. זו תקופה של תנודתיות גבוהה וקבועה. התנאים האלה ליוו אותנו בעשור האחרון, ואנו מאמינים שהם ימשיכו גם בעתיד. בארה"ב אנו רואים היפוך עמוק בקצה הקדמי של עקום התשואות. האם הוא מצביע על מיתון

או על הסיום הרשמי של מחזור האשראי? ישנן דעות רבות משני הצדדים בשאלה זו. בשבילנו זו בהחלט נורת אזהרה. עם זאת, קרוב לוודאי שלא נראה מיתון בטווח הקצר, אחרת מרווחי האשראי היו גדולים יותר מהותית כיום. עקום התשואות מהווה אינדיקטור נוסף לצמיחה מתונה".

"שוק של כ-1.2 טריליון דולר, בוגר ונזיל"

מה מייחד את מודל ההשקעה שלכם?

"משמעת. צוות אנשי המקצוע שלנו מיישמים בעקביות את אותם סטנדרטים קפדניים לחיתום אשראי ולניהול סיכונים. אנו משתמשים באופן קולקטיבי בידע של כולם כדי להבין טוב יותר סיכונים פוטנציאליים, ומשלבים את בחירת האשראי הבסיסית שלנו עם ניתוח ערך יחסי דינמי, תוך ניהול סיכונים פעיל".

מה מאפיין את השוק שבו אתם פועלים - מה גודל שוק ההלוואות הרלוונטי לקרן ואיך הוא מתפתח בשנים האחרונות?

"אנחנו חלק מהנכסים המסורתיים המספקים הכנסה קבועה, כגון אג"ח בשווקים מתעוררים, בדירוג השקעה או אג"ח HY. ההלוואות הבכירות נבדלות בשני נושאים עיקריים: ראשית הן מובטחות בביטחונות, ושנית הן בריבית משתנה. הלוואות מונפקות, מושקעות, מדורגות ונסחרות עוברות חיתום ולמעשה מופצות על ידי כל המוסדות המשתתפים בשוק ההכנסה הקבועה המסורתי. יותר מ-90% מוחזקים על ידי משקיעים מוסדיים הכוללים CLO, חברות ביטוח, קרנות פנסיה, קרנות נאמנות ומנהלי נכסים אחרים. במהלך שני העשורים האחרונים שוק ההלוואות הממונפות גדל לכ-1.2 טריליון דולר, וכעת הוא דומה בגודלו לשוק האג"ח HY. השוק הוא בוגר ונזיל מאוד, עם היקף מסחר של יותר מ-700 מיליארד דולר בשנה, לפי נתוני S&P Capital IQ BAML נכון לאפריל האחרון".

למה להיחשף דווקא להלוואות? לא עדיף לתת יותר משקל לאג"ח של החברות הללו?

"הלוואות צריכות להיות חלק מרכזי בכל תיק השקעות, מכיוון שהן פותרות אתגרים רבים שהנכסים המסורתיים למיניהם אינם מסוגלים לפתור, כולל אלמנט של הגנה באמצעות ביטחונות מובטחים, נזילות, תנודתיות נמוכה יותר, קורלציה נמוכה יותר מול סוגי נכסים אחרים, ותק וייצור הכנסה. הביצועים של מוצרים מסורתיים המייצרים הכנסה קבועה לא ענו על הציפיות בתקופה האחרונה.

"שנת 2018 הייתה מקרה מבחן, כאשר כ-90% מהנכסים הפיננסיים הניבו תשואות שליליות. לעומת זאת, ובניגוד למגמה, ההלוואות רשמו עלייה של 1% והציגו רק שבריר מהתנודתיות. כלומר, אשתקד סוג הנכסים הזה הוכיח את עצמו כ'חוף מבטחים' כשהפגין הנבט תשואות ותנודתיות נמוכה יותר בסביבה בלתי צפויה. בסופו של דבר, במהלך 25 השנים האחרונות ענף ההלוואות הציג ביצועים חיוביים במגוון של סביבות כלכליות (למעט המשבר הפיננסי הגדול, שהיה היוצא מן הכלל)".

אילו בטוחות יש להלוואות האלה, והאם הן עדיין באיכות גבוהה או שחלה ירידה בערך הבטוחות?

סוקולובסקי רואה יתרון לשוק ההלוואות בארה"ב על פני שוק ההלוואות האירופי בהיבט הגודל. "השוק בארה"ב גדול בהרבה וישנה נזילות אקטיבית יותר. הוא מוערך בכמעט טריליון דולר - פי 4 יותר מהשוק האירופי" הוא אומר. "עם זאת, השוק האירופי מספק גם הוא הזדמנויות להשקעה".

כסוחר, איך אפשר להיחשף להשקעה בנכסי הלוואות?

"למרבה המזל, יש חסמי כניסה גבוהים למנהלי נכסי הלוואה. כך, פעולות שונות, פלטפורמות פירעון ונוכחות מסחרית, דורשות תשתית איתנה והבנה מעמיקה של היסודות והפרטים הטכניים. עם זאת, ישנם כ-100 קבוצות מנהלים אשר מציעות קרנות הלוואות למשקיעים. לדעתי, אחת הדרכים להבטיח את הבריאות של המשק היא לפקח על מרווחי האשראי. לאורך ההיסטוריה, יוחסה למשקיעים באשראי היכולת לחזות הידרדרות כלכלית. מרווחי האשראי ממשיכים לנהוג כך גם כיום".

