

# כלואים בעולם של חוב: סביבת אי-הוודאות משחקת לידיהן של קרנות האשראי הפרטי

הסביבה הכלכלית והאירועים שמלווים אותה דוחפים את המגזר העסקי, הציבורי והפרטי להישען על מקורות מימון כדי לצלוח את אתגרי התקופה ולהמשיך לנוע גם בתוך אי-הוודאות ■ היקף נטילת אשראי מחוץ למערכת הבנקאית צומח בהתמדה ומשקף את השינויים שחלו בהיצע מקורות ההון בשוק הפרטי, שמגרד את רף שני טריליון הדולר – ומזנב במאזני החוב של הבנקים

קריאת זן שמירה



סיסי בנק בניו יורק, שוק האשראי החוץ-בנקאי צומח בקצב שנתי ממוצע של כ-10% | צילום: Shin Woongjae / The New York Times

**יגאל צמח**

התראות במייל

02 בספטמבר 2024



האקלים המאקרו-כלכלי הוביל להתייבשות מקורות המימון המסורתיים. המציאות החדשה והתנאים הפיננסיים שהשתנו בחדות אילצו את המערכת הבנקאית להדק חגורות ולהתיישר עם מגבלות רגולטוריות נוקשות. זאת, לאחר שנים של מדיניות משוחררת יחסית כתוצאה מכסף זול ומסביבת ריבית נמוכה.

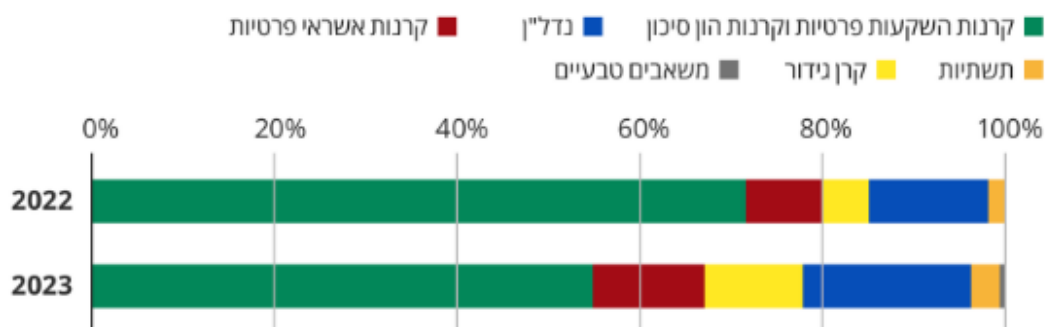
שילוב הדברים והוואקום שנפער בשוק האשראי הובילו להצטלבות תהליכים: בעוד התחدد הצורך המיידי של הלואים בניוון ויצירת נגישות למקורות אשראי חלופיים לחוב הבנקאי-מסורתי התחדד, נרשמו גם תזוזות במפת שוק החוב כאשר גופים שפעלו עד אז בעיקר בשוליים הרחיבו את אזורי פעילותם ועיצבו מחדש את מאזן הכוחות מול הבנקים.

## עוגת האשראי נפרסה מחדש

בזמן שהמערכת הבנקאית נאלצה להקשיח את תנאים ולכווץ את היקפי האשראי שסיפקה, היה זה החוב הפרטי שניצל את ההזדמנות, ותפס את מקומה. עיקר הצמיחה התרחשה בסביבתן של קרנות האשראי הפרטי (PD), שביססו את מעמדן כצינור מימון חלופי או משלים לחוב המסורתי.

## צומחת מדי שנה

ההקצאה לנכסים בלתי סחירים בכל שנה, באחוזים



מקור: Perqin pro

אפשר לקשור את המגמה בעיקר ליתרון היחסי שמפגינות הקרנות מול החוב הבנקאי. הבנקים נושאים בדרישות הון גבוהות, בהליכים מסורבלים ומכפיפים לתנאים מחמירים. מנגד, הקרנות אינן ניצבות לפני דרישות הון רגולטוריות, שכן הן לא מעמידות אשראי במסגרת מאזניהן, אלא עבור לקוחותיהן.

מכאן שמהירות התגובה והעמדת החוב באופן כמעט מידי מתבררת כיתרון אבולוציוני מובהק, בייחוד בתקופה של התערערות האיזון הכלכלי. בתקופות אלה היציבות הכלכלית היא פונקציה של נגישות להון נזיל וזמין, המאפשר לנהל תזרים יציב ולא להעמיק את בור ההפסדים.

עוצמת השינוי במפת השחקנים בשוק החוב משתקפת היטב כאשר מתרגמים את המגמה למספרים: שוק האשראי החוץ-בנקאי צומח בקצב שנתי ממוצע של כ-10% (CAGR), ומהווה אחוז דומה מסך שוק החוב בעולם, קרי מגרד את רף 2 טריליון הדולר. זוהי תמונת ראי גם למתרחש בזירה המקומית, כאשר אשראי פרטי נוגס בנתחים גדולים משוק ההלוואות. כיוון ששוק הפיננסים מפגר יחסית אחרי מדינות כמו בריטניה וארה"ב, שבהן יש שוק חוץ בנקאי משוכלל, בארץ השוק עדיין בחיתוליו ואפשר להניח שהחלק היחסי של השוק החוץ בנקאי רק ילך ויגדל בדומה לשווקים מעבר לים.

### לא חף מסיכונים

למרות האמור, התחום לא חף מסיכונים. קרנות החוב הפרטי נעות על סקאלה רחבה של אסטרטגיות ומודלים עסקיים, ונבדלות זו מזו ביחס לסוג החוב, מבנה החוב ותנאי הענקתו, הגוזרים בהתאם את פרופיל הסיכון. כך, בעוד יש קרנות המכוונות להלוואות המיועדת לחברות הזנק בתחילת פעילותן, ולמעשה כורכות את ההלוואה בסיכון גבוה (אם כי גם בפוטנציאל תשואה בהתאם), קרנות אחרות פועלות בסגמנטים דפנסיביים הרבה יותר - העמדת חוב לצרכנים פרטיים כנגד שעבוד ובטוחות נדל"ן, המתפקדות ככרית ביטחון עבה במקרה של אירועי קצה וכשל בפירעון ההלוואה.

לצד זאת, דווקא זרם הביקושים שנע לכיוונן של קרנות החוב הפרטיות, בייחוד בתקופה זו, מציף עימו גם סיכונים עבור מודלים עסקיים מסוימים. אלו מחייבים את המנהלים לנקוט במשנה זהירות ולבצע הליכי חיתום במסרקות ברזל, על-מנת להבטיח תיק אשראי איכותי שאינו טומן בחובו מוקשים פיננסיים שעלולים להתפוצץ בבוא העת.

עבור ציבור המשקיעים, החוב הפרטי (שאינו מונפק או נסחר בשוק הציבורי) מגלם חלופה איגרות חוב סחירות, בנוסף, לאשראי פרטי מתאם נמוך לתנודתיות השווקים, והוא מאפשר יצירת אומדנים והערכות מבוססות לשירות החוב על פני תקופת ההלוואה, ללא התנודתיות המאפיינת השקעה הקשורה לשווקים הסחירים.

**לסיכומו של עניין**, המגמה הבין-לאומית שבה קרנות חוב פרטיות מצליחות להתאים מוצרי אשראי מגוונים בהתאם לצרכים המשתנים של הלווים מגיעה גם לישראל, ולכן ניתן לצפות כי החלק של קרנות החוב בשוק האשראי צפוי לעלות.

עם זאת, כדי שהתחום ימשיך לבסס את מעמדו ולהציב תחרות בריאה לחוב הבנקאי-מסורתי, נדרשת פעילות שמרנית מצד הקרנות שצריכות להעמיד אשראי רק כנגד בטחונות ראויים כדי למנוע הפסדי אשראי הנובעים ממצבי קיצון. שוק האשראי החוץ בנקאי מאפשר למשקיעים לגוון את אפיקי השקעתם, ואם בעבר בעיקר משקיעים מוסדיים היו מושקעים באפיק זה הרי שאנו רואים לאחרונה כי גם משקיעים פרטיים מתוחכמים מגדילים חלקם בתחום השקעה זה המקנה תשואה עודפת בקורלוציה נמוכה לשווקים הסחירים.