



אוגוסט: איך הגלגל מסתובב

גיליון מס' 58 | ספטמבר 2019



שווקי הון

- ⊗ אג"ח: יקרות ומסוכנות יותר מה-NASDAQ
- ⊗ מניות ארה"ב: המנכ"לים מוכרים, החברות קונות
- ⊗ מניות טכנולוגיה: לכל אחת סיפור משלה

כלכלה בעולם

- ⊗ ארגנטינה: פעם תשיעית גלידה
- ⊗ אירופה: כישלון הריבית השלילית הוא הסוד הגלוי ביותר

יוליה ויימן
אנליסטית מאקרו
שווקים גלובליים

למידע נוסף
נא ליצור עמנו קשר:

אבא הלל סילבר 12
רמת גן 52506
טלפון: 03-6114626
פקס: 03-6114645
info@tandem-capital.com
www.tandem-capital.com

|| שווקים פיננסיים

אג"ח: יקרות ומסוכנות יותר מה-NASDAQ

אגרות חוב אמורות להיות נכס סולידי המספק הגנה מפני התנודתיות של שוקי המניות. לאורך שנים רבות, היועצים הפיננסיים אמרו ללקוחותיהם שונאי הסיכון להפוך את האג"ח לנכס העיקרי בתיק ההשקעות ולהסתפק בתשואה מועטה אך בטוחה בתמורה לסיכון זניח. היסטורית, אג"ח ממשלת ארה"ב ואג"ח תאגידיות בדירוגים גבוהים, באמת הוכיחו את עצמן כהרבה יותר בטוחות מאשר המניות, וסייעו למחזיקיהן להפחית את הפגיעה בתקופות קשות בשווקים.

בעצם, מאז סוף שנות ה-90 של המאה הקודמת, אג"ח גם מהוות השקעה משתלמת, שכן מאז ועד היום, המגמה היא של ירידת תשואות. כך, התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים ירדה מ-6.7% בשנת 1997, לרמה של סביב 1.5% כיום. הראלי באג"ח הביא את התשואה על אג"ח ל-30 שנה אל מתחת ל-2%, לראשונה בהיסטוריה, וכעת היא לזו של אג"ח ל-3 חודשים. מתחילת השנה, הניבו אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10-7 שנים (כפי שמיוצגות ע"י קרן של iShares 7-10 Year Treasury ETF, תשואה של 9.4%, בעוד שהסופר-ארוכות (iShares 20+ Year Treasury Bond ETF) הביאו למשקיעיהן 21.2%, יותר מאשר הניב S&P 500 (16.7%) ואף מה-NASDAQ (20%).

אך הראלי באג"ח, מן הסתם, הפך אותן ליקרות מאוד. התשואה הריאלית (ללא אינפלציה) על אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים הינה כעת שלילית, וכך גם התמורה על אחזקת אג"ח ארוכות במקום הקצרות (בשל היפוך העקום). כלומר, האג"ח כעת לא מספקות הגנה מפני אינפלציה, על אף היותה נמוכה ברמה היסטורית, וגם לא מקבלים פיצוי על סיכון מח"מ, אלא ההיפך. על פי דוקטור למימון קליף אסנס, מיליארדר ומייסד קרן גידור AQR המנהלת 200 מיליארד דולר, החיבור של שני הנתונים הללו מצביע על כך שאג"ח אמריקאיות ארוכות כיום הן יקרות ביותר - והכי פחות כדאיות - מאז 1955.

ידוע כי השווקים נוטים בטווח ארוך לחזור תמיד לקו הממוצע. נכון, קשה לראות את זה באופן בולט במצב הנוכחי, אך אם התשואות ינועו לכיוון הממוצע ארוך הטווח שלהן, מחזיקי האג"ח יספגו הפסדי עתק, דומים או אף גדולים מאלה שיספגו מחזיקי המניות אם וכאשר מכפילי הרווח יחזרו לקו הממוצע הרב-שנתי שלהם. והסיכון אינו מרוכז באג"ח ממשלתיות בלבד, כמובן: הן משפיעות על התשואות של אג"ח תאגידיות באופן משמעותי ביותר. התשואות של אג"ח קונצרניות בדירוג השקעות בארה"ב עומדות כיום על 2.9% בממוצע, לעומת ממוצע רב-שנתי (מאז שנות ה-70) של 7.5%. כך שגם כאן, החזרה לקו הממוצע, או אף תזוזה קטנה יחסית בכיוון שלו, עשויה להיות כואבת מאוד.

אנו חווים כעת מצב נדיר בו אג"ח הפכו למסוכנות לא פחות מאשר המניות. יתכן והמצב הנוכחי של ריביות נמוכות מאוד ימשך עוד שנים רבות, ומאידך יתכן ואנו עומדים לפני פיצוץ בועת האג"ח. את זה אנו נדע רק בדיעבד; מה שאנו כן יודעים כעת זה שעולם ההשקעות הפך לים סוער ללא איי מקלט.



שווקים פיננסיים | המשך

מניות ארה"ב: המנכ"לים מוכרים, החברות קונות

בעלי העניין באמריקה התאגידית מוכרים את המניות בחברות שלהם כמו ב- 2007. על פי נתוני TrimTabs, Investment Research, העוקבת אחר נזילות שוקי המניות בארה"ב, בחודש אוגוסט מכרו מנכ"לים, דירקטורים ובעלי האחזקות הגדולות מניות בחברותיהם בסך של 600 מיליון דולר ליום בממוצע. בסך הכול, על פי הערכה, אוגוסט צפוי להיות החודש החמישי ברציפות בו מכרו בעלי העניין מניות בסכום העולה על 10 מיליארד דולר. הפעם האחרונה בה נרשמה שורת המכירות הפנימיות כה ארוכה ומסיבית, היו בשנים 2006 ו-2007, ערב המשבר הפיננסי והשוק הדובי האחרון.

חשוב לציין כי שוק המניות האמריקאי גדל באופן משמעותי בעשור האחרון שכל כולו היה שוק שורי, כך שהסכומים הללו מהווים שיעור קטן בהרבה לעומת גודלם היחסי ב- 2007. עם זאת, ההתמשכות וההאצה במכירות בעלי העניין יכולה להיות סממן לגידול בחששות לגבי הקשיים העתידיים, כולל החשש מפני מיתון כלכלי ומפני סיומו של השוק השורי הארוך ביותר בשבעים השנים האחרונות בארה"ב. יתכן והירידה בסנטימנט בשוקי העולם בהשראת מלחמת הסחר, פגיעתה בכלכלות השונות בכל קצוות הגלובוס והתנודתיות העזה שהיא מנחיתה על השווקים, משפיעה גם על מי שמכיר את הנתונים מבפנים וסבור כי המכפילים הגבוהים אינם מאפשרים הרבה רווח עתידי בתנאי השוק הנוכחיים.

מאידך, יש לזכור כי הרכישות והמכירות של בעלי העניין אינם תמיד מהווים מדד אמין למצבו של המגזר התאגידי. יתכן והירידה בגידול ברווחים בחברות האמריקאיות בשני הרבעונים האחרונים, משפיעה הרבה יותר מאשר כל נתוני המאקרו יחד: הרי שהבונוסים המשולמים למנהלים תלויים בגידול ברווחים. כך שיכול להיות, שהמנהלים פשוט מעבים את השורה התחתונה האישית שלהם, ולא מעבר לכך. מה שיכול לתמוך בהשערה שהמכירות אינן מנבאות אסון קרב בשוק המניות, הוא גודל הרכישות החוזרות המבוצעות על ידי החברות. ברבעון השני של 2019, ביצעו החברות הכלולות במדד S&P 500 רכישות חוזרות על סך 166 מיליארד דולר, ירידה של 13% לעומת התקופה המקבילה של 2018, אך גבוה בהרבה מאשר בתקופות המקבילות של השנים "הרגילות", בהן הרכישות החוזרות לא תומצו באופן יוצא מן הכלל על ידי רפורמת המיסים של טראמפ, כפי שהיה ב- 2018.

ובאשר לרווחי החברות, הם שוב הצליחו להכות את התחזיות ולהוכיח כי אמריקה התאגידית מלאה בכוחות ובמרץ, למרות הקשיים הכלכליים בעולם והפגיעה מצד מלחמת הסחר. התחזיות המוקדמות לגבי רווחי החברות ברבעון השני של השנה דיברו על ירידה של 2.8% ברווחים, בעוד שבפועל נרשמה עלייה של 1.7% ברווחים לעומת התקופה המקבילה אשתקד. אם כי, התחזית לרבעון השלישי ממשיכה להיות שלילית, של ירידה של 1.9% ברווחים (ירידה של 0.3% ללא מגזר האנרגיה). יתכן וההערכה הזו שוב תוכח כפסימית מדי, ויתכן והיא מוצדקת: הרי שהיא עולה בקנה אחד עם הצפי להאטה הכלכלית, אם לא המיתון. הנתונים הכלכליים ממחישים כי יש בסיס להערכות הללו וכי ארה"ב אינה חסינה בפני ההאטה הכלכלית הגלובלית. הירידה במדדי התעשייה האמריקאית מאותתת כי המגזר הזה נמצא בקשיים בדומה למקביליו בגרמניה, אנגליה, יפן ואחרות; בעוד שהיפוך עקום התשואות על אג"ח ממשלת ארה"ב מערער את המורל בקרב המשקיעים.

עם זאת, חשוב לציין כי הצרכן האמריקאי - האחראי לחלק הארי של ההכנסות של החברות בארה"ב ושל הצמיחה הכלכלית בכלל - נמצא במצב טוב, עם רמת האבטלה בשפל היסטורי, העלייה בשכר והאינפלציה הנמוכה. הדבר התבטא בגידול של 4.7% בחישוב שנתי בהוצאות בתי האב בארה"ב ברבעון השני, שיעור הגידול החזק ביותר מאז 2014. החגיגה הצרכנית המשיכה גם מעבר לרבעון השני, דבר שמשתקף בגידול נאה במכירות הקמעונאיות ובהוצאה הפרטית בחודש יולי. כל עוד הצרכנים בארה"ב מרגישים נוח, לחברות תהיה הכנסה וגלגלי הכלכלה ימשיכו להסתובב, גם אם לאט יותר.



המשך || שווקים פיננסיים

מניות הטכנולוגיה: לכל אחת סיפור משלה

מניות טכנולוגיה הגדולות, הידועות בכינוי FAANG (Google, Netflix, Amazon, Apple, Facebook) לא הניבו תשואה נאה למחזיקיהן ב-12 החודשים האחרונים. להוציא את Facebook, התשואות של ענקיות אלו בתקופה זו נעות סביב ה-0% או אף שליליות. המניות נמצאות מתחת לשיא שלהן, שנרשם באוגוסט 2018, ערב המפולת בסתיו האחרון, שמחקה מיליארדים מערך השוק שלהן (רק חברת האם של גוגל, Alphabet, הצליחה לשבור את השיא הזה באביב האחרון אך לאחר מכן שוב ירדה).

בעצם, המגמה של מניות ה-FAANG בשנה האחרונה זהה לזו של המדד S&P 500: התאוששות חדה מסוף דצמבר 2018 ועד סוף אפריל, ומאז - חזרה לאותו מקום, במקרה הטוב, בו הן היו לפני שנה, תוך תנודתיות מורטת עצבים בדרך אליה. המניות של ענקיות הטכנולוגיה מהוות 20% מהמשקל של S&P 500, מה שנותן להן השפעה רבה על הכיוון של המדד הכללי. כפי שהן הובילו בחלקו הגדול של הראלי בן העשור, כך כעת הן נמנות בין הגורמים העיקריים לחוסר ההתקדמות של ה-S&P 500 לקראת שיאים חדשים.

במהלך הראלי הארוך בהיסטוריה של השווקים האמריקאיים, ובייחוד בחמש השנים האחרונות, הגדילו מניות ה-FAANG את משקלן במדדים תוך גידול במאות אחוזים במחיריהן, וכתוצאה הפכו למסחר הפופולרי ביותר בקרב מנהלי ההשקעות. במשך שנים, המשקיעים ראו אותן כמשחק בטוח הודות לפוטנציאל צמיחה עתק והובלתן בתעשיותיהן. אך לאחרונה הן איבדו את המשיכה שלהן: על פי סקר של Bank of America, מנהלי הקרנות מעדיפים כעת הימורים אחרים, כגון התחזקות הדולר והראלי באג"ח. נתוני BoA מראים כי בחודשים האחרונים, הקטינו קרנות הנאמנות את אחזקותיהן ב-Amazon, Netflix ו-Alphabet באופן משמעותי מאוד. על פי נתוני Goldman Sachs, כלל מניות ה-FAANG מהוות אחד מאחזקות של קרנות הנאמנות, שנמצאות במשקל חסר הגדול ביותר ביחס למשקלן במדדי הייחוס.

פרט להסטת הכספים לנתיבים אחרים, ישנם עוד שינויים בראיית מנהלי ההשקעות את ענקיות הטכנולוגיה. המשקיעים פחות מסתכלים עליהן כגוש ויותר כחברות נפרדות, כל אחד עם היתרונות והחסרונות שלה; הם כבר לא קונים את הסיפור של פוטנציאל לא מוגבל, ולוקחים בחשבון את המגבלות של כל תעשייה ותעשייה, וכן משקללים בשיקוליהם את האטת הצמיחה, עלייה בעלויות, השפעת מלחמת הסחר, ואיום של הגברת הרגולציה. זה לא אומר שה-FAANG איבדו את הפוטנציאל, אלא שכעת הן זוכות לניתוח והערכה ריאליות יותר, כאילו היו חברות "ישנות ומשעממות" כגון Costco או Coca-Cola.

יתכן וחמישיית הענקיות תפטור את בעיותיה ותמשיך להוביל את השוק מעלה, ביחד או לחוד; או שזעזוע פנימי או חיצוני יפיל את השוק ביחד עם ה-FAANG, או השוק ימצא מובילות חדשות, כפי שהוא עשה לא פעם. מה שבטוח הוא זה שהשינוי המרענן הזה בריא למשקיעים, לשוק ולחברות עצמן. מבחינת החברות, שינוי היחס מ"תרנגולת המתילה ביצי זהב" ל"חברות מן השורה", עשויה לגרום לשינויים אסטרטגיים - כך, לדוגמה, קיים סיכוי לא מבוטל כי Facebook תתייחס בקפדנות רבה יותר לפרטיות משתמשיה אם היא יודעת כי שערורייה נוספת תפיל את המניה. מבחינת משקיעים, תמיד נכון להסתכל כל הנתונים הפונדמנטליים אמיתיים, ולא על סיסמאות על פוטנציאל בלתי מוגבל. ומבחינת השוק, ריכוזיות גבוהה של תשואות המדד בתוך קבוצה קטנה של מניות, אינה דבר בריא, שכן היא עלולה להגביר את הירידות כפי שהיא הגבירה את העלויות; המכפילים המנופחים עד לרמות לא ריאליות מגדילות את ההפסד הפוטנציאלי בירידות באופן משמעותי ביותר.



כלכלה בעולם

ארגנטינה: פעם תשיעית גלידה

אלברט איינשטיין אמר פעם, ש"הגדרת השיגעון היא לחזור על אותה פעולה שוב ולצפות לתוצאה שונה". אם כך, מה נאמר אל מי שטועה באותה הטעות בפעם התשיעית?

רק לפני קצת יותר משנתיים הנפיקה ארגנטינה אג"ח ממשתליות ל-100 שנים ונכנסה למועדון היוקרתי של מדינות עם ביטחון מספיק גבוה בכדי ללוות לתקופה כה ארוכה. ארגנטינה - המדינה בעלת דירוג "זבל" הראשונה בהיסטוריה שהנפיקה אג"ח ל-100 שנים - רכבה על גל הסנטימנט הגבוה בשווקים והתקוות לעתיד חדש וטוב יותר בעקבות השינוי הפוליטי והכלכלי שהובטח על ידי נשיא ארגנטינה החדש. ביוני 2017, אג"ח אלו על סך 2.75 מיליארד דולר נמכרו בתשואה של 7.9% וזכו לביקוש יתר. בכלל, גופי השקעות מהגדולים והמתוחכמים בעולם השקיעו באג"ח פחות או יותר ארוכות של ארגנטינה, כולל Goldman Sachs, Templeton, PIMCO, ועוד. קרנות גידור, היותר הרפתקניות בהגדרתן, השקיעו בשמחה באג"ח הסופר ארוכות החדשות של ארגנטינה. וכעת הגופים הללו משלמים על זה, וביוקר. ואם Templeton "השמרנית" הפסידה על ארגנטינה רק את כל התשואה שהייתה לה מתחילת השנה, קרן גידור Autonomy Capital, המושקעת באג"ח ל-100 שנים של ארגנטינה, התרסקה במעל 23% בחודש אוגוסט בלבד.

בחודשים האחרונים, אנו עדים לגלישתה המהירה של ארגנטינה לקראת חדלות פירעון מדינית, בפעם התשיעית מאז זכתה לעצמאות והשלישית במאה הנוכחית; רשימת ההתרסקויות הפיננסיות של המדינה כוללת את האי-תשלום חובות ריבוניים הגדול ביותר בהיסטוריה העולמית ב-2001. בעצם טכנית, המדינה כבר נמצאת בחדלות פירעון לאחר שהכריזה על התוכנית לדחות חלק מהתשלומים על חובותיה ולפרוס מחדש את מועדי הפירעון.

זה לא היה אמור להיות ככה. בחירתו של מאוריציזו מקרי לנשיאות בשנת 2015 הייתה אמורה להביא לסוף עידן המשברים החוזרים ונשנים, ולהביא לארגנטינה סוף סוף את היציבות והשגשוג המיוחלים. השלטון הקודם הותיר אחריו אחת הכלכלות המווסתות ביותר והחופשיות פחות בעולם, שנמצאה במיתון, ללא גישה לשווקים פיננסיים בינלאומיים, עם אינפלציה גבוהה וללא אמון של אזרחים או משקיעים זרים במוסדות המדינה. הנשיא החדש שחרר את המטבע, ביטל מגבלות על תנועות מט"ח ויישם רפורמות לייצוב הכלכלה ולהחזרת הביטחון של הקהילה הבינלאומית. אך התברר כי זה לא היה מספיק. בתקופה בה הכלכלה הגלובלית פרוחה, הסנטימנט גאה, התיאבון לסיכון בשווקים הבינלאומיים היה גבוה מאוד, וכל נכס פיננסי שהניב תשואה כלשהי נחטף כמו לחמניות טריות - ארגנטינה זכתה ליחס אוהד, שאפשר לה להנפיק אג"ח ולראות את שוק המניות שלה רושם שיאים. אך ברגע שמחזור הצמיחה העולמי עבר את שיאו והסנטימנט ירד, המשקיעים הזרים התפקחו והשווקים בארגנטינה החלו לרעוד. הפדרל ריזרב האמריקאי העלה את הריביות, והמטבעות של כלל השווקים המתפתחים סבלו, אך יותר מכולן - אלו שהגיעו לנקודה זו עם בעיות פנימיות קשות. ארגנטינה, בעלת חוב עתק ש-80% ממנו נקוב בדולר, הייתה הקורבן הגדול ביותר.

בשנת 2018, הפזז הארגנטינאי התרסק אל מול הדולר, האינפלציה זינקה, הריביות על החובות במטבע זר שוב הפכו ליקרות מדי, והגירעון הפיסקלי התרחב מעבר ליכולת השליטה של הממשלה. ביוני 2018, קיבלה המדינה מוכת המשברים סיוע בסך כ-50 מיליארד דולר מקרן המטבע הבינלאומית. קו הסיוע היה אמור לאפשר מרחב נשימה לממשלה ולעודד את משקיעיה, אך גם זה לא הצליח: הפזז המשיך בצניחה חופשית ועד אוגוסט שנה שחלפה איבד מעל מחצית מערכו; בריחת הון הגיעה לממדי עתק. בתגובה, נאלץ הבנק המרכזי להעלות את הריבית ל-60%, שיא עולמי (בינתיים עד כה הוא עלה ל-85%), והממשלה הודיעה על צעדי חירום כגון קיצוצים רחבים ועמוקים, העלאת מיסים ועוד. בנוסף, הסיוע מקרן המטבע באה עם דרישה לקיצוצים בפנסיות, תוכניות רווחה וסובסידיות על דלק ושירותים ציבוריים. באופן לא מפתיע, הפופולריות של מקרי צנחה שכן אנשים רבים היו תלויים בתוכניות הללו, שעזרו למדינה להתאושש מהמשבר הכלכלי העמוק של שנת 2002.



המשך || כלכלה בעולם

ארגנטינה: פעם תשיעית גלידה (המשך)

מעורבותה של קרן המטבע בכלכלת ארגנטינה הינה שדה מוקשים פוליטי, שכן רבים מאשימים אותה בכך שהיא חרפה את המשבר ההרסני של 2001-2, אשר דרדר מיליונים מארגנטינאים אל מתחת לקו העוני. לא פלא הוא שבאוגוסט 2019 הובס מקרי בבחירות הראשוניות, מה שמצביע על ההפסד הצפוי בבחירות לנשיאות באוקטובר. המנצח בבחירות הראשוניות הינו ממשיך דרכה של הנשיאה הקודמת שהנהיגה פרוטקציוניזם, סובסידיות, הלאמת כספי ציבור, מגבלות על תנועות הון ועוד, והותירה את המדינה עם כלכלה לא מתפקדת ומוסדות מתפוררים. כמוכך שזהותו ועמדותיו של מי שעשוי להיות הנשיא הבא של ארגנטינה, הבריחו מהמדינה את ההשקעות הזרות שעוד נותרו, וגם גרמה למקומיים לנסות ולהציל את כספם על ידי הברחת הון אל מחוץ למדינה.

אוגוסט 2019 היה חודש הרסני עבור ארגנטינה, אפילו בסטנדרטים של המדינה שידעה המון משברים קשים. הפז הארגנטינאי המשיך לצנוח ואיבד מעל 25% בתוך חודש; השווקים נכנסו למצב של פניקה, כאשר אג"ח לפירעון בעוד שנתיים נושאות כעת תשואה של 67%. עתודות המט"ח של הבנק המרכזי רוקנו ממיליארדי דולרים בניסיון להגן על המטבע אך הדבר לא צלח, והממשלה הטילה מגבלות כבדות על תנועות מט"ח - צעד מביך עבור הנשיא מקרי, שעלה על מצע של חופש כלכלי. אך הצעד הזה מתגמד לעומת הודעת התבוסה האמיתית: הממשלה הכריזה על דחיית תשלומים בסך 7 מיליארד דולר על חוב מקומי לטווח קצר המוחזק על ידי משקיעים מוסדיים, וכן ביקשה לארגן מחדש את חובותיה בפז ובדולרים לקרן המטבע והנושים הבינלאומיים על סך של מעל 100 מיליארד דולר (כלומר, לדחות את מועדי התשלומים). כל מי שקרה עיתונים בשנת 2001 יחוש כעת תחושה חזקה מאוד של ד"ה וו.

הפז הארגנטינאי מול הדולר - שלוש השנים האחרונות



המשך || כלכלה בעולם

אירופה: כישלון הריבית השלילית הוא הסוד הגלוי ביותר

בוועידת הבנקאות שהתקיימה בתחילת החודש בפרנקפורט, הבירה הפיננסית של אירופה, אמר מנכ"ל Deutsche Bank קריסטאן סיווינג בקול רם את מה שרבים חושבים אך עד כה בחרו שלא להגיד.

הנושא של פגיעה ברווחי מערכת הפיננסית מצד הריביות הנמוכות והשליליות נדון רבות הן בעיתונות והן במקורות המקצועיים, אך מר סיווינג הלך רחוק מכך: לטענתו, בטווח ארוך הריביות השליליות הורסות את יסודותיה של המערכת הפיננסית. הוא הוסיף כי הפגיעה הזו היא לחינם, שכן המדיניות הסופר-מרחיבה אינה תורמת לכלכלת האיחוד המוניטארי: היא לא מגדילה את התחרותיות העסקית ולא גורמת לעסקים ללוות ולהשקיע יותר; אלא היא פשוט מענישה את החוסכים ומעוותת את מחירי הנדל"ן והנכסים הפיננסיים.

נכון, Deutsche Bank נפגע יותר מאחרים וממשיך להיפגע ממדיניות הריביות השליליות של הבנק המרכזי של אירופה, שכן הוא נקלע לקשיים פנימיים רבים עוד בטרם החלת מדיניות זו. אך עיקר דבריו של סיווינג הנוגעים לכלל המערכת הפיננסית, מוצאים תמיכה רבה בקרב אנשי הבנקאות והפיננסים. כך, המתחרה העיקרי של סיווינג, מנכ"ל Commerzbank מרטין זילקה, תמך בדברים אלו ואף הוסיף כי המדיניות של הבנק המרכזי "אינה אחראית במיוחד ואינה בת קיימא". הקולגות של השניים ממעבר לאוקיאנוס, כגון האסטרטג הראשי של JPMorgan דיוויד קלי ואחרים, שותפים לדעה זו. על פי קלי, "המדיניות המוניטרית באירופה כשלה בצורה מרהיבה", ושיעורי הריבית מתחת לאפס האטו את הכלכלה במקום להאיצה. על פי הערכת הכלכלנים של Deutsche Bank, הבנקים בגוש האירו הפסידו 8 מיליארד אירו בשנה כתוצאה מהריביות השליליות. זאת, כתוצאה משחיקת ההכנסות מהלוואות ומהעמסת תשואה שלילית על הפקדת כספים בבנק המרכזי. במהלך חמש השנים האחרונות, שילמו הבנקים האירופאים מעל 21 מיליארד אירו על "הזכות" להפקיד מזומנים בבנק המרכזי. על פי המחקר של Goldman Sachs, אם שיעור הריבית של הבנק המרכזי של אירופה יורד למינוס 1%, רבע מכלל הבנקים בגוש האירו יהפכו למפסידים. מנכ"ל Nordea תיאר את מדיניות הריביות השליליות כ"מסוכנת, שלמעשה חונקת את הבנקים".

שיעורי הריבית באירופה נמצאים ברמה נמוכה מאוד מאז משבר החובות ב-2011 והינם שליליים מאז שנת 2014; המדיניות הלא קונבנציונלית הצליחה לבלום את משבר החובות האירופאי, אך לא תרמה באופן משמעותי לצמיחה וכן ריסקה את הרווחיות של הבנקים. הריביות השליליות היו אמורות, בין היתר, לעודד מתן הלוואות, אך בפועל קרה דבר הפוך, שכן היא צמצמה באופן משמעותי ביותר את רווחיות מתן הלוואות. הבנקים אינם יכולים לשגשג בסביבת הריביות השליליות, ומערכת בנקאית רעועה פוגעת בכלל הכלכלה. גם הצרכנים אינם מרגישים מעודדים במיוחד, ההיפך הוא נכון: ההיגיון ההפוך של הריבית השלילית פוגע בביטחון, והנתונים מעידים כי החסכון גדל על חשבון ההוצאה: שיעור החיסכון באירופה נמצא כעת בשיא של חמש שנים, על 13%. אם כי בעתיד, נראה כי החסכונות הללו יהיה הרבה יותר קשים לספירה, שכן חלק מהם עשוי לעבור מהבנקים אל "מתחת לבלטה". עד כה, הבנקים גלגלו חלק מהפסדיהם מהריביות השליליות אל לקוחות בעלי הון ואל התאגידים; כעת הם שוקלים ליישם ריבית שלילית להמונים. מנהלי הבנקים אומרים כי ישקלו גביית תשלומים על פיקדונות במידה והבנק המרכזי יוריד את הריבית עוד, וההפסדים מכך לא יותירו להם ברירה.



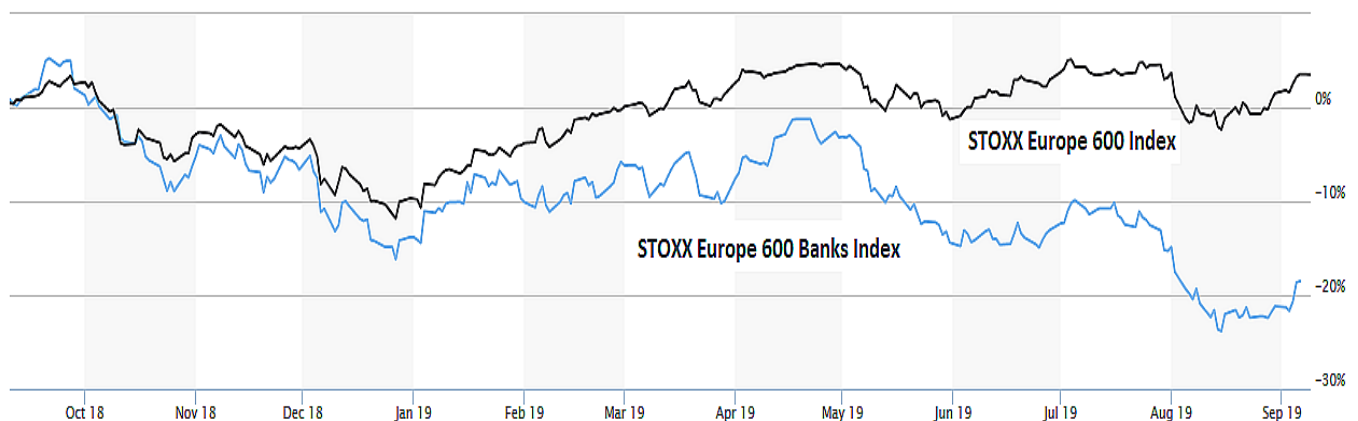
המשך || כלכלה בעולם

אירופה: כישלון הריבית השלילית הוא הסוד הגלוי ביותר (המשך)

לא פלא הוא שמדד הבנקים האירופאים, Euro Stoxx Banks Index, איבד 46% מאז החלת הריביות השליליות ב-2014; אך הפגיעה במנוע הפיננסי של הכלכלה לא השתלמה במיוחד, עם צמיחה אנמית ושיעורי אבטלה גבוהים. רבים כעת גם שותפים לדעה כי הריביות השליליות לא רק אינן תורמות, אלא גם אינן מוסריות: הן מטיבות עם מדינות שנטלו חובות גבוהים וכעת יכולות לממן אותם בזול; וגם עם בעלי אמצעים שקיבלו גישה לאשראי זול מתמיד ונהנים מרווחי שיא בשווקים. מאידך, הריביות השליליות פוגעות קשות באנשים מן השורה שאינם מקבלים תשואה כלשהי על חסכונותיהם. על פי הערכה, החוסכים באירופה מאבדים הכנסה של 160 מיליארד אירו לשנה כתוצאה ממדיניות זו. המנכ"ל של Credit Suisse תיג'ין תיאם אמר, כי הוא אינו תומך במדיניות הריביות השליליות, שכן היא מהווה "סובסידיה לחייבים וקנס לחוסכים", אשר בטווח הארוך משבשת את הכלכלה.

אכן, הצפי כרגע הוא כי בישיבת הבנק המרכזי הבאה בספטמבר, הריביות יורדו עמוק יותר מתחת לאפס. קובעי המדיניות בבנק שוקלים את הצעד הזה וצעדים נוספים בניסיון נואש לתמוך בכלכלה הרעועה של אירופה. אם זה יקרה, הדבר ישיר עוד יותר את מה שהיה אמור להיות צעד זמני, מאין "זריקת מרץ" לכלכלת אירופה; אך כפי שכולם יודעים, אין דבר יותר קבוע ממה שהיה זמני, ובקרוב אנו נחגוג חמש שנים לניסוי בזמן אמת של ריביות שליליות. אך ככל שעובר הזמן, הביקורת על המדיניות הלא אורתודוקסית הזו, גוברת יותר ויותר. פרט להחלשת הבנקים ולהפקעת החסכונות, המדיניות הזו אשמה גם בהגדלת שיעור חברות "זומבי", בהאצת גידול במחירי נכסים שונים, כגון אג"ח תאגידי, נדל"ן ואחרים, וכן בהעלאת היקפי החוב של החברות לרמות בלתי סבירות. השילוב של חובות ומחירי נדל"ן גבוהים (גידול של 16% בין 2015 ו-2018) הופכת את המדיניות המרחיבה של הבנק המרכזי למעגל קסמים רע, ועלולה לאלץ אותו להמשיך בה לתקופה בלתי מוגבלת מחשש מקריסה. ומה שמדאיג לא פחות היא העובדה כי הבנק המרכזי של אירופה נותר ללא כלים להתמודדות עם משבר כלכלי אמיתי. התקווה כעת כי המרד הגלוי של ראשי המערכת הבנקאית נגד הריביות השליליות יגרום לנגידת הבנק המרכזי החדשה, קריסטין לגארד, שתיכנס לתפקידה בנובמבר, לשקול מחדש את מדיניות המוניטארית של הבנק.

ביצועי המדד הכללי האירופאי אל מול המדד של הבנקים באירופה בשנה האחרונה



הבהרה משפטית

טנדם קפיטל אסט מנג'מנט והחברות הבנות (להלן: "טנדס") הן חברות העוסקות בשיווק השקעות ולא בייעוץ השקעות כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, ובעלות זיקה לנכסים פיננסיים המנוהלים בידי החברות המפורטות באתר האינטרנט של החברה ומתעדכנות מעת לעת.

לטנדס או לעובדיה יתכנו החזקות בניירות הערך או בנכסים הפיננסיים המוזכרים במסמך זה והם עשויים לפעול בהם. מסמך זה נועד לצורך מסירת מידע בלבד, אין בו משום הבטחת תשואה כלשהי או מניעת רווח, ואין הוא מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. כמו כן, אין המידע מהווה הצעה לרכישת ניירות ערך כהגדרתם בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 ורכישה כזו תבוצע אך ורק על בסיס תשקיף תקף.

אין להעתיק או לעשות שימוש בכל חלק ממסמך זה בכל צורה שהיא ללא אישור בכתב מראש מטנדס.