



העולם

הדיכוטומיה הגיעה לקיצוניות

שוקי הון

אביב במניות: מיתון כסיבה לראלי

מניות ארה"ב: יכאב מחר, ישתלם מחרתיים

מניות הטכנולוגיה: חוף מבטחים?

אג"ח ממשלת ארה"ב: לא הכל תלוי בפד

|| החדשות החשובות בעולם

העולם: הדיכוטומיה הגיעה לקיצוניות

החדשות הכלכליות הרעות מגיעות מכל עבר. כלכלות המפותחות התכווצו ברבעון הראשון בשיעורים שלא נראו מאז המשבר הפיננסי הגלובלי, ובחלק מהמדינות - מאז מלחמת העולם השנייה. האבטלה גואה, העסקים פושטים רגל בהמוניהם, הביקושים הפרטיים מתרסקים, איום הדפלציה שוב על הפרק. מה שיותר גרוע הוא שאלו הן הטיפות הראשונות בזרם החדשות הכלכליות הנוראיות, שכן הצפי הוא כי הרבעון השני יהיה יותר גרוע מהראשון. לצד כל אלו, שוקי המניות רושמים ראלי מטורף, עם עליות חודשיות מהגדולות בעשורים האחרונים, וזאת לצד הראלי בשוקי האג"ח ולהתאוששות במספר שווקים פיננסיים אחרים.

הדיכוטומיה שבין הכלכלה הריאלית לבין שוקי המניות לא הייתה כה בולטת מאז המשבר הפיננסי הגלובלי, שבשיאו התחיל השוק השורי בן 11, שהסתיים במרץ האחרון. כולנו שיננו את המילים "שוק המניות אינו הכלכלה", אך אין כמו לראות בעצמך. הקשר בין ביצועי שוקי המניות המונעים בעיקר על ידי תנודת המשקיעים בין תאוות בצע לבין פחד, לבין הצמיחה הכלכלית הריאלית, הוא רופף ולעיתים נעלם. אם כבר לנסות לנבא את הכלכלה על פי התנהגות שוק פיננסי מסוים, עדיף לבחור לשם כך את שוק האג"ח; אם כי גם שם הקשר לתחזית הכלכלית נפגם בשל התערבות הכבדה וההרסנית, גם אם נחוצה מאוד, של הבנקים המרכזיים.

הדיכוטומיה בין שוקי המניות לבין ביצועי הכלכלות אינה דבר חדש, הוא פשוט בולט כעת לעין בצורה מופרזת. מאז המשבר הפיננסי הגלובלי, התגלו לעינינו מספר תובנות קשות: לדוגמה, שהכלכלות המפותחות הן הרבה פחות יציבות והרבה יותר חשופות למשברים קשים, מכפי שהאמנו. בעשור האחרון, העולם המפותח חווה זינוק בחובות, ירידה בפריון עבודה, וביצועים כלכליים נחותים בהרבה מהפוטנציאל. באותה העת, ביצועי השווקים היו מעולים: מאז השפל של המשבר הפיננסי הגלובלי בסוף פברואר 2009, עלה המדד העולמי MSCI ACWI במעל 250%, והמדד המוביל בארה"ב S&P 500 הוסיף כמעט 400%.

ברור שמי שהניע את הצמיחה הגלובלית בעשור האחרון, היו השווקים המתפתחים, ומה שהניע את שוקי המניות היה הכסף הזול שזרם אליהם מאז המשבר הפיננסי הגלובלי. משבר הקורונה, כך נראה, מגדיל עוד יותר את הדיכוטומיה בין שווקים לכלכלה: בעת שזו מתרסקת, המניות מזנקות, ממונעות על ידי הבנקים המרכזיים והממשלות, שנכנסו לאחרונה למשחק "שפיכת הכספים". האם זה יכול להימשך? כן; כמה זמן? לא ידוע, שכל אחר ייחשב לעצמו את הסיכונים מול הסיכויים.



|| שווקים פיננסיים

אביב במניות בארה"ב: מיתון כסיבה לראלי

לאחר הדפרסיה של חודש מרץ, נכנסו שוקי המניות באפריל לשלב המאניה.

חודש מרץ 2020 יירשם בהיסטוריה הפיננסית כאחד החודשים הגרועים מבחינת הביצועים, והגרוע ביותר מבחינת התנודתיות. לעומתו, חודש אפריל הביא את האביב האמיתי בשוקי המניות. שניים מתוך שלושה המדדים העיקריים בארה"ב, DJIA ו-S&P 500, רשמו את החודש הטוב ביותר מאז 1987, עם עלייה חודשית של 13% ו-11%, בהתאמה. מדד הטכנולוגיות Nasdaq סגר את אפריל עם קפיצה של 15%. בעבור הכלכלה האמריקאית, אפריל היה אחד החודשים הרעים אי פעם, בעוד ששווקים זינקו באופוריה. שוקי המניות עובדים על ציפיות ותחזיות; נראה שהראלי של אפריל הוא סימן לכך ששחקני השוק בונים פוזיציות מתוך הנחה כי ארה"ב תרשום התאוששות מהירה וחזקה לאחר היחלשות מגפת הקורונה.

המניות בארצות הברית רשמו שפל ב-23 במרץ, כאשר הפד חתך את הריביות לאפס, ומאז המגמה הכללית היא למעלה, אם כי תוך תנודתיות עזה. משקיעים רבים מסכימים כי המניע החשוב ביותר לריבאונד היה תוכנית הסיוע האדירה של הפדרל ריזרב, בשילוב עם צעדי תמיכה פיסקלית חסרת תקדים של ממשלת ארה"ב. המאמצים של קובעי המדיניות שלחו איתות ברור על כך שהם מוכנים לפעולה בכל היקף שיידרש, ללא מגבלה, בכדי להציל את הכלכלה. מה שקובעי המדיניות הצליחו לעשות, זה בעצם למחוק את התסריט של שפל כלכלי סגנון 1929. עכשיו, מה שעומד על הפרק הוא "רק" מיתון כבד, שאת אורכו לא ניתן להעריך בשלב זה - אך עבור שוקי המניות, זאת סיבה לאופטימיות.

בנוסף לכך, הזרמת הנזילות לשווקים הפיננסיים בהיקפי עתק על ידי הפדרל ריזרב, לא יכולה שלא לדחוף את שוקי המניות מעלה; בעקבות כך, חלק מהאנליסטים צופים כי המדדים העיקריים ישברו שיאים חדשים בסוף השנה או בתחילת 2021. אחרים טוענים כי קיימת סכנה של נפילות או אף שפל נוסף בשוקי המניות, כל עוד נושא הקורונה נותר בכותרות וכל עוד הפחד מהנגיף לא מאפשר חזרה להתנהגות צרכנית, עסקית ואנושית של טרום-מגפה. נראה גם ששוקי המניות מתעלמים מהרווחים הנופלים בקרב כלל החברות, ומהצפי להמשך התכווצות הרווחים. חלק אומרים כי נפילת הרווחים כבר מתומחרת, דבר המוטל בספק אם מסתכלים על העליות החזקות במחירי המניות מאז השפל במרץ.

להגנת המשקיעים האופטימיים, נזכיר כי לא רק הפדרל ריזרב נמצא במשחק העליון "הזרם כספים כפי יכולתך", אלא גם ממשלת ארה"ב. לאחר חבילת סיוע של 2 טריליון דולר ועוד מספר תכניות נלוות, הגירעון התקציבי הפדרלי צפוי להיות השנה ברמה של 3.7 טריליון דולר - סכום אשר צפוי לפצות את המשק על חלק גדול מהירידה בהשקעות עסקיות, בדיבידנדים וברכישות חוזרות, לאחר שביטחון הצרכנים יתייצב והם יקטינו את שיעור החיסכון מטה מרמת המשבר. כעת, שיעור החיסכון בארה"ב זינק לשיא מאז 1981, מעל 13%, אך זהו מצב של פאניקה, וכשהיא תשקע, האמריקאים יחזרו לצרוך כמו שרק אמריקאים יודעים. נכון, זה לא יקרה מחר אלא כאשר הכלכלה תתחיל להשתפר - אך זה יגיע, ויגיע ישירות לשורה התחתונה בדיווחי התאגידים. יכול להיות שהמשקיעים צופים כי השיפור הכלכלי יגיע מוקדם יותר מכפי שמשתקף מהמדדים המקדימים ומהנתונים הקשים בפועל; אך מי ש"אשם" באופטימיות היתרה (אם היא באמת יתרה) אלה הם קובעי המדיניות, שהציבו חומה של טריליונים בפני השפל הכלכלי, ומחקו את התסריט הנורא הזה כליל.

קיימת עוד סיבה לראלי בשוקי המניות על רקע הכלכלה שנמצאת על הקרשים וצפויה להידרדר עוד, לפני שהיא תשתפר. המשקיעים מזרימים את כספם לשוקי המניות כי אין להם לאן ללכת. אג"ח ממשלתיות לא מניבות כמעט כלום, אג"ח של חברות איכותיות נושאות מרווח קטן מאוד; עדיף כבר להשקיע במניות של אותן החברות ולקוות לטוב. הרי התשואות נמוכות כל כך בגלל הציפיות לחולשה ניכרת בכלכלה לתקופה ארוכה, וכן בשל האמונה כי הפדרל ריזרב ימשיך במדיניות המוניטארית המרחיבה בטווח הנראה לעין. ישנה תחושה ששוקי המניות רושמים ביצועים טובים כל כך בדיוק בשל החולשה הכלכלית המעמיקה.



שווקים פיננסיים | המשך

שוקי המניות בארה"ב: יכאב מחר, ישתלם מחרתיים

אז מה הלאה? האם הראלי יימשך? או שמה כדאי לנקוט במשנה זהירות עתיק הימים, "תמכור במאי ותלך" (sell in May and go away)? אכן קיימת סטטיסטיקה ארוכת טווח (מעל 50 שנים) של המדד DJIA, המוכיחה כי התשואות הממוצעות לחודשים מאי-אוקטובר, קטנים משמעותית מאלו בחודשים נובמבר-אפריל. אך הפרש כמעט ונעלם בחמש השנים האחרונות - אולי כי תוכנות האלגוריתמים, שמנהלות חלק גדול מאוד של המסחר היומי בעת הפוסט-מודרנית, אינן יוצאות לחופשת קיץ ארוכה. או אולי בגלל שהמציאות השתנתה קיצונית, והכללים הישנים אינם עובדים בעולם הפיננסי-דיגיטלי החדש. בכל אופן, נראה שהשנה מרבית המשקיעים יעדיפו לעקוב מקרוב אחר התנודתיות העזה בשווקים, שמפחידה רבים, אך ללא ספק מציעה הזדמנויות נדירות.

מה שבטוח הוא שהתנודתיות העזה תימשך בחודשים, אם לא רבעונים הקרובים. למרות הכל, שוק המניות אינו פועל בוואקום, והחברות שמניותיהן נסחרות בו, מקבלות את ההכנסות שלהן מאותה הכלכלה האמריקאית והגלובלית, אשר נמצאת כעת על הקרשים. גם נגיף הקורונה עדיין נמצא איתנו במלאו נוכחותו המלכותית ("קורונה" - כתר בלטינית); אם פתיחה מסוימת של הפעילות הכלכלית תגרום לגל שני של הידבקות, השווקים יתרגמו את זה לנפילות כבדות. וגם - השווקים בארה"ב זינקו במעל 30% מהשפל במרץ, והדבר יצר פתח לתיקון משמעותי כלפי מטה.

מה עוד, שהמניות עכשיו באמת, אבל באמת יקרות. על פי FactSet, בהתבסס על יותר ממחצית החברות ב-S&P 500 שכבר דיווחו על תוצאות הרבעון הראשון של 2020, הרווחים נפלו בכ- 14% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, הנפילה הגדולה ביותר מאז שיאו של המשבר הגלובלי. יתרה מזו, במהלך אפריל חתכו האנליסטים את תחזיות הרווח לרבעון השני בשיעור הגדול ביותר מאז לפחות 2002; כעת הצפי הוא לצניחה ברווחים ב- 37% לעומת הרבעון השני של 2019.

הנכסים במאזן הפדול ריזרב האמריקאי ומכפיל הרווח העתידי במדד S&P 500



שווקים פיננסיים | המשך

שווקי המניות בארה"ב: יכאב מחר, ישתלם מחרותים (המשך)

התחזית להתאוששות ברווחים במחצית השני של השנה נמחקה כלא הייתה, וכעת הצפי הוא לנפילה ברווחים לכל אורך השנה - ולהתכווצות של 18% ברווחי החברות בכל שנת 2020. ברור הוא שבשל טיבעה האי-וודאית של המגפה הבריאותית והכלכלית, תחזיות אלו יעודכנו עוד מספר רב של פעמים, אך הכיוון הכללי אינו אופטימי - ודי ברור למה: אבטלה מעל 15% ורבבות עסקים סגורים, גם אם זמנית, אינם תומכים בצריכה, גם אם הצ'קים מהנשיא יגיעו על בסיס חודשי. ובכן, הנפילה החדה ברווחים הצפויים ב-12 החודשים הקרובים, יחד עם העליות החדות בשוקי המניות בחודש אפריל, יצרו סיטואציה של שוק כמעט בוטתי. מכפיל הרווח העתידי של S&P 500 עומד כעת על 20.3, לעומת הרמה של 15.6 בסוף חודש מרץ. המכפיל העתידי כעת נמצא מעל הממוצע של חמש שנים (16.7) ושל עשר שנים (15.0); הוא עלה מעל 20 לראשונה מאז שנת 2002.

מאידך, זוהי הפעם הראשונה מאז ומתמיד, שהפדרל ריזרב אומר "לנו לא ייגמר הכסף" - כלומר, הוא מאותת כי ישפוך כמה שצריך, מתי שצריך, ויהי מה. לאחר כל שלל התכניות השונות שכבר הוכרזו, יכולתו ונכונותו לגרום לשווקים לטבוע בניזילות, אינה מוטלת בספק. הפדרל ריזרב הסיר מעצמו כמעט את כל המגבלות; במסגרת תכנית הסיוע שלו הוא הבטיח לרכוש אפילו אג"ח זבל - אז אם יהיה צורך, למה שלא ירכוש גם מניות? וגם אם לא נגיע למצב הדמיוני הזה (אם כי הרבה פחות דמיוני מאשר הוא היה לפני חודשיים בלבד), הדפסת הכסף בהיקפי עתק יוצרת מצב בו הכסף הזה מחפש לאן לזרום, ורובו כנראה יזרום למניות, שכן האופציות מניבות התשואה האחרות הן עוד יותר תנודתיות ומסוכנות. מי שירוויח יותר מכולם מהמצב יהיו המשקיעים שיגדילו את חשיפתם בכל נפילה משמעותית בשווקים - ויחזיקו את המניות לטווח ארוך, דרך כל שלבי המאניה והדפרסיה הבאים.

מניות הטכנולוגיה: חוף מבטחים?

לאורך כל השנים האחרונות, כשהמדדים האמריקאיים שברו שיאים, המדדים האירופאיים גם רשמו עליות, אך בפיגור ניכר. גם אם נתעלם מהבעיות הכלכליות והפוליטיות ביבשת, ישאר עוד גורם לכך, והוא - המחסור בחברות טכנולוגיה גדולות, עמידות ומוצלחות באירופה בכלל ובמדדים המובילים בפרט. המדדים האירופאיים מסתמכים בעיקר על מניות מחזוריות, כגון אלו של חברות אנרגיה ופיננסים, שאמורים להראות ביצועי יתר בתקופות הטובות כלכלית, ובעת היחלשות הכלכלה ביצועיהם הנחותים מובנים מאליהם.

ההתאוששות במניות ברחבי העולם מובלת על ידי חברות עם צמיחת רווחים אמינה ומאזנים מוצקים, כאשר המשקיעים מחפשים מקלט בטוח בתוך סערת המשבר הבריאותי והכלכלי הגלובלי. תחום הטכנולוגיה האמריקאית התגלה כאחד המרוויחים הגדולים ביותר ממגמה זו, כאשר חמשת חברות הטכנולוגיה הגדולות ביותר מהוות 20% משווי השוק של S&P 500, יותר מכפול מאשר במדד הבריטי FTSE 100 וגדול פי חמש מה-DAX הגרמני. לכן לא מפתיע כי המדד הכלל אירופאי STOXX 600 רשם ירידות גדולות יותר בפברואר-מרץ מאשר ה-S&P 500, והתאוששותו הייתה חלשה יותר.

ב-30 לאפריל, למרות הראלי הגדול בשוקי המניות, היה המדד האירופאי מופסד 20% מתחילת השנה; לעומתו, ה-S&P 500 צמצם את הירידות ל-10% בלבד. המדד של חברות הטכנולוגיות הגדולות, Nasdaq 100, כבר עבר לתחום החיובי מתחילת השנה, בהובלת "חמשת הגדולות" המהוות 40% ממשקלו.



שווקים פיננסיים | המשך

מניות הטכנולוגיה: חוף מבטחים? (המשך)

באפריל, עלתה המניה של Facebook ב-23% ומניית Amazon זינקה ב-27%; המניות של שאר חברות בלהקת "חמשת הגדולות" גם רשמו תשואות גבוהות מאלו של S&P 500.

בשבוע האחרון של אפריל החלו ענקיות הטכנולוגיה האמריקאיות לדווח על תוצאות הרבעון הראשון של 2020; הדיווחים היו טובים מהצפוי. חברת Apple הגדילה את מספר הנרשמים לשירותיה השונים; עסקי הענן של Microsoft רושמים עלייה דו-ספרתית בהכנסות; אמזון נותרה כמעט היחידה בארה"ב שהגדילה באופן משמעותי את כוח האדם שלה; מספר משתמשי פייסבוק הגיע ל-3 מיליארד, כמעט 40% מאוכלוסיית העולם. אפילו התחזיות ההגיוניות לכאורה של נפילה מאסיבית בהכנסות מפרסום לא התממשו, שכן Alphabet (חברת האם של Google) ופייסבוק הודיעו כי הביקושים התייצבו באפריל, כאשר במקום חברות התיירות והעסקים הלא-מקוונים, באו חנויות מקוונות, טכנולוגיה ומשחקי מחשב.

בנוסף, כשכמעט כל החברות ב-S&P 500 השהו או מתכננות להשהות את הרכישות החוזרות, אלפבית (Alphabet) רכשה ברבעון הראשון את מניותיה על סך 8.5 מיליארד דולר, היקף שיא עבורה; מייקרסופט ביצעה רכישה חוזרת של 6 מיליארד; ואפל לא רק הרחיבה את תכנית הרכישות לשנת 2020 אלא גם הגדילה את הדיבידנדים. יכולתן של החברות הללו לבצע רכישות עצמיות גדולות ולחלק דיבידנדים שמנים ממחישה את עמידות עסקיהן בפני המשבר. החברות הללו לא זקוקות לסיוע מממשלתי, כמו רבות אחרות; הן עדיין מגדילות את כוח העבודה; הן משקיעות הרבה מאוד במחקר ופיתוח. לענקיות הטכנולוגיה מאזנים בריאים וכריות מזומנים שמנות: לחמשת הגדולות יחד מזומנים על סך כ-600 מיליארד דולר אל מול החוב לטווח ארוך של 200 מיליארד בלבד. הניהול החכם, המעמד של מובילות בשוק שלהן והמוצרים והשירותים המבוקשים מאוד בכל מצב, מאפשרים להם לייצר תזרימים נאים. הן ממשיכות לגדול גם בתקופה קשה זו, וקיימים סיכויים לא רעים בכלל שהן יצאו מהמשבר חזקות עוד יותר מאשר נכנסו אליו.

נכון, ענקיות הטכנולוגיה אינן חסינות מההרעה בכלכלה, הן הזהירו כי הרבעון השני יהיה קשה יותר מבחינת ההכנסות ועגום יותר מבחינת הרווחים. אפל הזהירה בפני ירידה הצפויה במכירות הטלפונים; פייסבוק ואלפבית מודעות לתחזיות הכלכליות שיפגעו גם בהוצאות על פרסום; ואמזון גרמה למנייתה של עצמה ליפול כשהודיע כי הוצאות כבדות על הגנה על העובדים בתנאי קורונה יגרמו לצניחה ברווחים ברבעון הנוכחי. עם זאת, חברות הטכנולוגיה יודעות להתחדש ולחדש, כפי שהן אמורות מעצם תחום עיסוקן, החדשנות. בעולם שפתאום השתנה מול העיניים, הן מוצאות מקורות חדשים להכנסות, או מגדילים את הישגים על רקע השינוי המתרחש בחברה. באם זה מכירת מינויים במקום מוצרים או שירותים; הגדלת שירותים במקום מוצרים יקרים; אספקת מוצרי ושירותי תשתית לעבודה מרחוק ולפגישות הוידאו; הקמת רשתות חברתיות ייעודיות (כמו LinkedIn של מייקרסופט); הרחבת המסחר המקוון לקטגוריות ולמיקומים נוספים - כל אלו ועוד נעשים מהר ומשתלמים מהר.

לפני מגפת הקורונה, כולם כבר הסכימו שחברות הטכנולוגיה משחקות תפקיד מאוד משמעותי, אם לא קריטי, בחיי החברה הדיגיטלית; אך אף אחד לא ידע להעריך איך הם ישרדו בתנאי המשבר. במיתון הקודם, שנגרם על ידי המשבר הפיננסי הגלובלי, פייסבוק הייתה עוד רשת חברתית מתחילה, אחת מתוך כמה, אפל מכרה בעיקר מחשבים יקרים מדי, אמזון הייתה חנות ספרים אונליין; גוגל כבר הייתה גדולה, אך רחוקה ממה שהיא היום; רק מייקרסופט הייתה אז חברת ענק וסוג של מונופול בתחומה. מאז, החברות הללו התפתחו וגדלו, השקיעו והתרחבו לתחומים שכיום כבר הינם עסק הבסיסי, כגון ענן עבור מייקרסופט ואלפבית, שירותי תקשורת שונים עבור פייסבוק, ועוד. האמונה הרווחת היא שככל שחברה גדלה, היא הופכת לפחות גמישה ויותר מקובעת בדרכיה, אך נראה שבתחום הטכנולוגיה, החדשנות נשארת גם אצל הענקיות שבין החברות.



המשך

שווקים פיננסיים

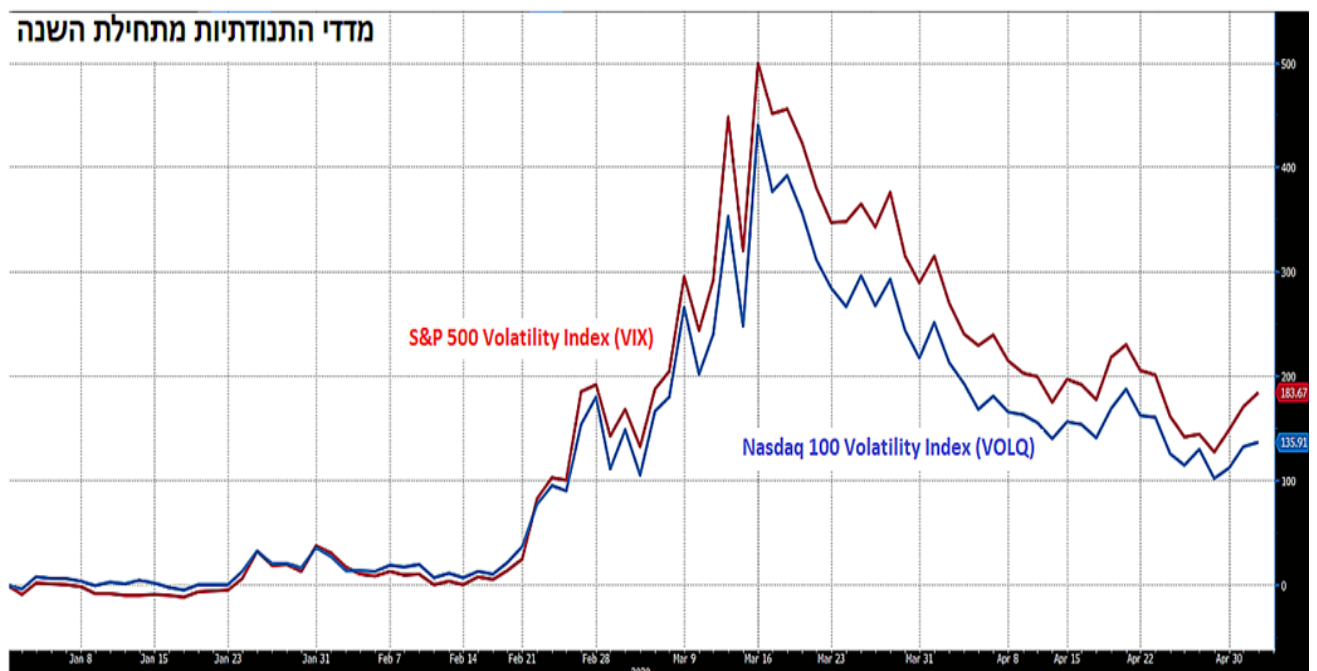


מניות הטכנולוגיה: חוף מבטחים? (המשך)

הוותיקים שבין המשקיעים עדיין מתייחסים לחברות הטכנולוגיה כמעין סטארט-אפים מוגדלים, המציעים תשואות גבוהות בעבור סיכון גבוה; אך התפיסה הזו מיושנת מאוד. בעולם של היום, הכפר הדיגיטלי, חברות הללו יציבות יותר מאשר רבות מהתעשיות המסורתיות. לדוגמה, מדד התנדטיות על Nasdaq 100, ושמו Volatility Index Nasdaq 100 (VOLQ), מצביע על תנדטיות נמוכה יותר במדד הטכנולוגי מאשר בכלל השוק כפי שמיוצג על ידי S&P 500, כולל בנקודת הפחד המירבי באמצע מרץ. חלק מההסבר לכך טמון בנתונים הפונדמנטליים היוצאים מן הכלל, כגון חובות נמוכים, תזרימי מזומנים שופעים, גידול חזק ומתמיד בדיבידנדים וברווח למניה, ועוד, אשר ממקמות אותן טוב יותר מאשר כלל השוק ביכולתן להתמודד עם המשבר הכלכלי. לא פלא הוא שהמשקיעים רואים בחברות הטכנולוגיה הגדולות, חוף מבטחים בסערה של המשבר, ומצביעים ברגליים (כלומר, בכספיהם): בשיא המהומה והפאניקה בשווקים, משכה תעודת הסל על Nasdaq 100, Invesco QQQ ETF, זרמי השקעות חדשים על סך כמעט 5 מיליארד דולר.

מתחילת הראלי בשוקי המניות בארה"ב ב-2009, ועד סופו של הראלי ב-19 בפברואר השנה, הניב המדד S&P 500 תשואה יוצאת מן הכלל של 530% - אך המדד Nasdaq 100 זינק באותה התקופה ב-950%. אז נכון שפרק של אי-וודאות לפנינו, שיכלול הרעה כלכלית קשה ואף אחד אינו חסין בפניה באופן מוחלט - אבל בסופו של דבר, החברות בעלות גמישות עסקית ועורף פיננסי חזק, ייצאו מהמשבר מחוזקות. אז כן, הרווחים והמניות יכולים ליפול, אפילו לצנח, בחודשים הקרובים - אך הנפילות הללו יכולות לשמש את המשקיעים לחשיפה זולה יותר לליגת האלופות.

מדדי התנדטיות מתחילת השנה



שווקים פיננסיים | המשך

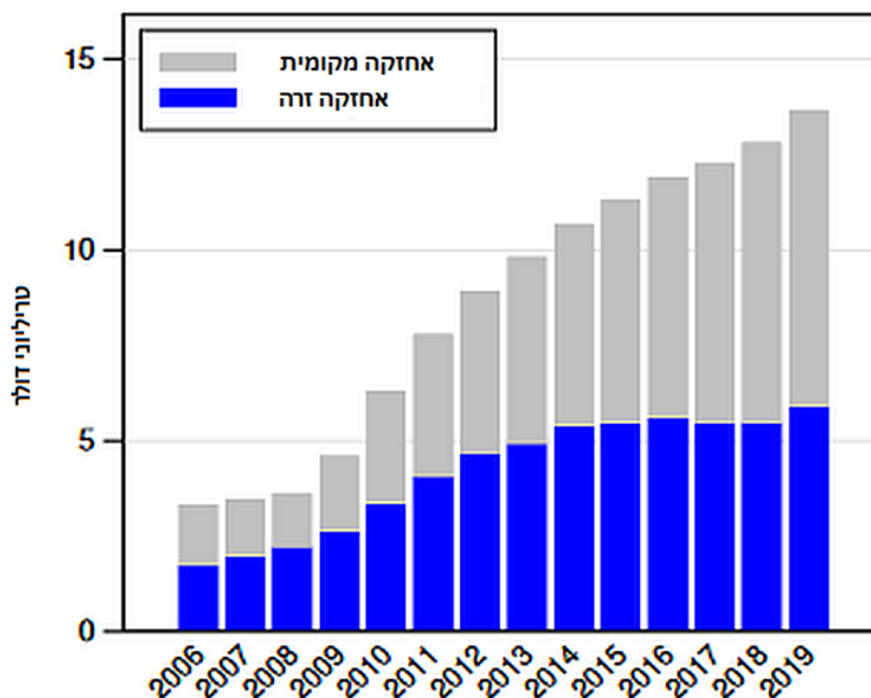
אג"ח ממשלת ארה"ב: לא הכל תלוי בפד

אג"ח ממשלת ארה"ב עדיין נושאות תשואה חיובית לאורך כל העקום - לעומת אג"ח אירופאיות. יכול להיות שזה ישתנה בעתיד הקרוב.

אם ארה"ב הייתה בגלקסיה נפרדת, התשואות היו תלויות רק במדיניות הפדרל ריזרב ובמצבה הכלכלי של ארה"ב. ברגע שהכלכלה הייתה מאותתת את תחילת התאוששות, תשואות האג"ח היו עולות על רקע הציפיות לעלייה בצמיחה ובשיעורי האינפלציה, וכמובן גם להעלאת ריבית הבנק המרכזי בהתאם. אך בחיים האמיתיים, הכל מסובך הרבה יותר, בייחוד כשזה קשור בתחום הפיננסי. יתכן ולמצבה הכלכלי של אירופה, תהיה השפעה ממשית על עקום התשואות של ארה"ב.

מבחינה כלכלית, ארה"ב נמצאת במקום טוב יחסית במשבר הנוכחי: היא הרבה פחות תלויה בסחר בינלאומי ובתיירות, מאשר מדינות אירופה. ייצוא סחורות ושירותים מהווה 12% מהתמ"ג של ארה"ב, וכלל ענף התיירות, פנימית וחיצונית, תורם כ- 3%. לשם השוואה, באיחוד האירופאי הייצוא מהווה כמעט 50% מהתמ"ג, והתיירות היא 10% מהתמ"ג. התלות הגבוהה מאוד בביקושים החיצוניים היא אחת הסיבות העיקריות לכך, שברבעון הראשון כלכלת אירופה התכווצה בשיעור גדול פי שלושה מזו של ארה"ב, -3.8% לעומת -1.2%. במצב של אי-וודאות קיצונית של היום, התחזיות לרבעון השני והלאה הינן בגדר ניחוש בלבד, אך כולן מצביעות על יתרון גדול יותר או פחות של ארה"ב בשנת 2020. דוגמאות מהיסטוריה של מיתונים, כולל האחרון ב- 2008/9, מצביעות על כך שכלכלת אירופה לא תוכל לחזור לעצמה במהירות כפי שצפויה להתאושש כלכלת ארה"ב, לאחר שאיום המגיפה יחלוף. הכלכלן הראשי בבנק המרכזי של אירופה אמר כי אירופה נמצאת במשבר כלכלי הגרוע ביותר מאז מלחמת העולם השנייה, וכי ההתאוששות ממנו צפויה להימשך שלוש שנים.

אג"ח ממשלת ארה"ב על פי אחזקה



שווקים פיננסיים | המשך

אג"ח ממשלת ארה"ב: לא הכל תלוי בפד (המשך)

אם התחזיות הללו יתממשו, משמעות הדבר היא כי ריבית הבנק המרכזי תישאר עמוק מתחת לאפס בעתיד הנראה לעין. משמעות נוספת היא כי הוצאות הפרטיות ואלו של מגזר החברות יפלו על רקע רצונם להקטין חובות ולבנות כריות מזומנים עבות. לכן, החסכונות של בתי אב והעסקים האירופאיים ירקייעו שחקים. גם ללא המשבר, שיעור החיסכון הפרטי באיחוד האירופאי גבוה מאוד: מאז שנת 2000, הממוצע שלו עומד על 12.5% מהתמ"ג, בעוד שבארה"ב שיעור החיסכון הפרטי הממוצע הוא סביב 7%. המיתון העמוק והארוך באירופה יגרום לעלייה נוספת בשיעור החסכונות, לא רק פרטיים אלא עסקיים, שכן החברות יצמצמו השקעה על רקע התחזיות להמשך חולשה בביקושים ביבשת ובשאר העולם. לאן יוזרמו כספי החסכונות הללו, כאשר החוסכים מבקשים אופציה בטוחה? הרי באירופה, לא רק שאין ריבית על פיקדונות, אלא במקרים רבים, המפקידים נאלצים לשלם לבנקים על הזכות להחזיק אצלם כספים; בעוד שאופציה בטוחה נוספת, אג"ח ממשלתיות של גרמניה, נסחרות בתשואה שלילית לאורך כל העקום.

לחוסכים האירופאים שרוצים לשמור על כספם, נותרת אופציה אחת: אג"ח ממשלת ארה"ב. ניירות ערך בטוחות - הרי ארה"ב אף פעם לא תפשוט רגל ותמיד תשלם את חובותיה - ונוחות לקניה ומכירה בזכות העובדה כי שוק הטרז'וריס הוא שוק ני"ע הגדול והנזיל ביותר בעולם. המשקיעים היפניים - המחזיקים בחלק הגדול ביותר בחוב האמריקאי מכלל האחזקות הזרות - יכולים להוות דוגמה לאירופאים, איך תשואות אפסיות ואף שליליות על אג"ח מקומיות דוחפת את הכסף אל ניירות ערך זרים.

לצורך המחשה בלבד, נניח כי שיעור החיסכון הפרטי בגוש האירו יעלה ל- 14% כפי שהיה ב- 2008, וכי כל הכספים יוזרמו לאג"ח ממשלת ארה"ב: אז נראה זרימה של כ- 2.5 טריליון דולר לשוק שהיקפו 18 טריליון, זרם משמעותי מאוד. גם אם רק חלק מהחסכונות של בתי אב יופנה לטרז'וריס, יתווספו אליו החשבונות העסקיים, ששם ככל הנראה חלק גדול יותר יוזרם לחול מאשר אצל האזרחים השמרניים, הסך הכל עשוי להיות משמעותי. אם כך יקרה ונראה גידול חד בביקוש לאג"ח ממשלת ארה"ב, הדבר יפעיל לחץ כלפי מטה על התשואות, שכבר נמצאות הרבה יותר קרוב לאפס מאשר לפני שנה בלבד. ואז, יכול להיות שנראה אג"ח בתשואה שלילית גם באמריקה.



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.