



העולם

- ⓐ סחר גלובלי: האם בעתיד הכל יהיה "מיוצר בפולין"?

שוקי הון

- ⓑ שוקי המניות: זהירות, מדרגה
- ⓐ אג"ח תאגידי בארה"ב: חם מהממוצע לעונה

סחורות

- ⓐ זהב: הגנה מאינפלציה ומעין הרע

|| החדשות החשובות בעולם

סחר גלובלי: האם בעתיד הכל יהיה "מיוצר בפולין"?

היקפי הסחר הגלובלי צנחו ברבעון הראשון, תצוגה מקדימה של מה שעשוי להיות הנפילה הגדולה ביותר בסחר בינלאומי מזה עשרות שנים. מגפת הקורונה והקשיים הכלכליים הכרוכים בבלימתה גורמים למקבלי ההחלטות ולחברות הרב-לאומיות לשקול מחדש את שרשראות האספקה חוצות היבשות, שהפכו למאפיין חשוב של הכלכלה הגלובלית בעשורים האחרונים.

גוף הולנדי הנחשב לבר סמכא בענייני הסחר העולמי, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, אמר כי תנועת הסחר בין מדינות העולם נפלה ברבעון הראשון ב- 2.5%, הירידה הגדולה ביותר מאז המשבר הפיננסי הגלובלי; CPB צופה כי הנפילות באפריל ובמאי היו גדולות אף יותר. האנליסטים והכלכלנים משלל גופים פיננסיים בינלאומיים אינם צופים התאוששות מהירה בתנועות הסחר הגלובליות לאחר הסרה הדרגתית של הוראות הסגר והמגבלות הכלכליות. על פי הערכת ארגון הסחר העולמי, היקפי הסחורות דרך מעברי הגבול ירדו ב- 13% עד 32% במהלך 2020.

תנועות הסחר הבינלאומיות יתאוששו בשנה הבאה, אם המדינות יצליחו לבלום את המגיפה והפעילות הכלכלית תחזור לשגרתה שלפני התפרצותה של הקורונה בעולם. אך העצירה הפתאומית בסחר חשפה את גודלה של התלות ההדדית בין מדינות העולם בייצור של כל דבר, מטקסטיל דרך טלפונים ועד למכוניות. מדינות אינדיבידואליות הפכו לצמתים בשרשראות אספקה ארוכות ומסובכות, שפגיעותן נחשפה לעיני כל כאשר המגיפה חתכה אותן לחתיכות. מגפת הקורונה בעצם האיצה פי כמה וכמה את תהליך הבחינה המחודשת של שרשראות הערך, שהחל עם פרוץ מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין.

כעת, קובעי המדיניות וחברות הרב-לאומיות מעריכים כיצד לקרב את הייצור לבית, להגן על הייצור של המוצרים החיוניים ולהפחית את התלות בסין. סגירת מפעלים (וכלכלות בכלל) ועוצר על הגבולות, הגבירו את הספקות לגבי אמינותן של שרשראות אספקה ארוכות, בייחוד אלו המסתמכות על סין, בתקופה בה נרשמת עלייה בתעריפים, מכסים, ומתחים פוליטיים בין מדינות העולם. השינוי כבר החל כאשר התברר כי מלחמת הסחר בין סין לארה"ב לא תיעלם מן העולם, וחברות רבות החלו להעביר את הייצור למדינות כמו וייטנאם בכדי להימנע מהתעריפים על היבוא מסין.



החדשות החשובות בעולם | המשך

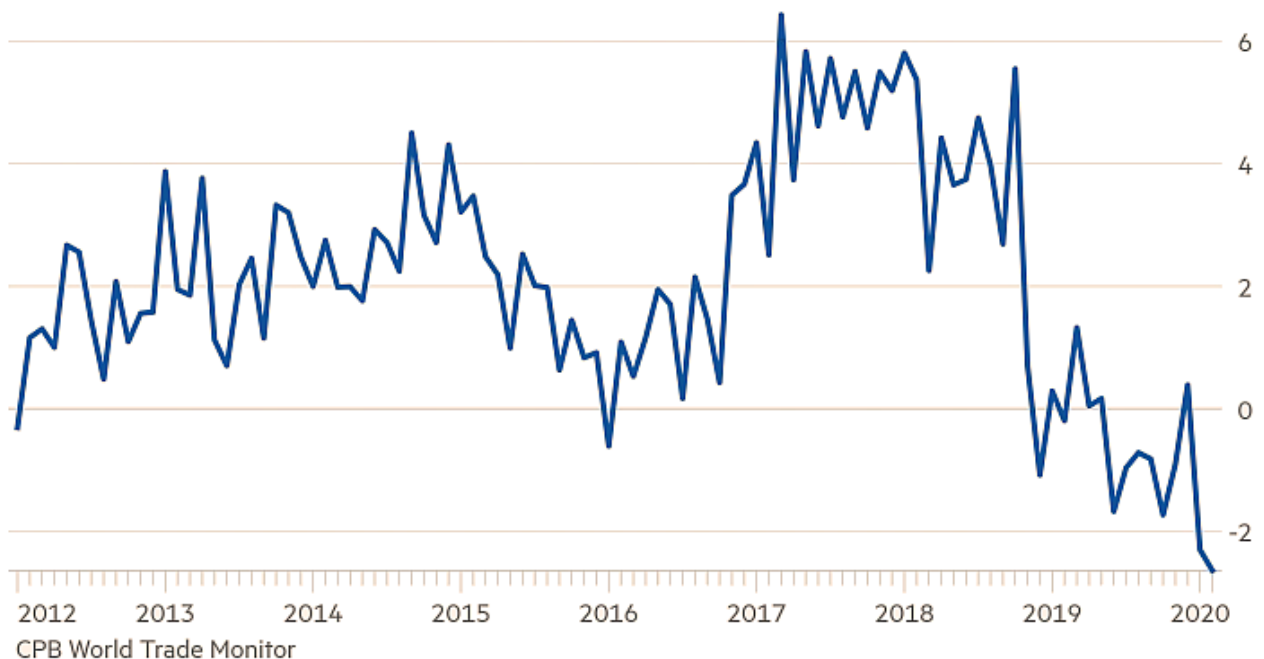
סחר גלובלי: האם בעתיד הכל יהיה "מיוצר בפולין"? (המשך)

אומנם כעת כולם מדברים בעיקר על המתיחות עם סין, אך המעצמה האסיאתית אינה הבעיה היחידה של שרשראות האספקה הגלובליות. מה שמדאיג את התאגידים ואת הפוליטיקאים היא הפגיעות של אותן השרשראות מכל אירוע שעלול לשבש את תהליכי ייצור ואספקה; בתחומים מסוימים שיבושים הללו עלולים לעלות בחיי אדם. מתחילת השנה, 85 מדינות בעולם הטילו מגבלות כבדות על ייצוא מכשור רפואי ותרופות, ו-27 מדינות הגבילו ייצוא מזון. גלובליזציה היא דבר טוב וחשוב, אך במלחמה כל אחד דואג לעצמו. לכן מספר של ממסלות במערב, כולל בארה"ב ובאנגליה, מחפשות דרכים להגביר את הייצור המקומי של המוצרים החיוניים, ולהקטין תלות בייבוא בכלל, לא רק מסין.

אך לא כל דבר ניתן לייצר בבית, בייחוד בכלכלות קטנות יותר, ובאלו עם עלויות עבודה גבוהות מאוד. לכן מדינות רבות מחוץ לסין רואות הזדמנויות למנף את עצמן כ"פסי ייצור גלובליים" חדשים. כך לדוגמה, הבנק האירופאי לשיקום ופיתוח מסייע למדינות מזרח אירופה לקדם את עצמן כבסיסי ייצור יציבים ואמינים, שקרבתם למערב אירופה מבטלת את הסיכונים הכרוכים באורך שרשרת האספקה. ישנו סיכוי לא מבוטל, שבשנים הבאות יותר ויותר מוצרים עבור החברות האירופאיות ייוצרו בפולין, סלובקיה ובולגריה; וארה"ב תראה יותר מדבקות המכריזות "Made in Mexico".

היקפי הסחר הבינלאומי

שינוי לעומת השנה הקודמת, %



שווקים פיננסיים

שוקי המניות: זהירות, מדרגה

בסוף חודש מאי, החלו חלק מהמשקיעים המוסדיים הגדולים לחסל את הפוזיציות שלהם בשוקי המניות של ארה"ב ואירופה; מספר קרנות הכריזו על מהלכיהם בפומבי ולהתריעו בפני סיכונים הולכים וגדלים. כך לדוגמה, קרנות של ענקית ההשקעות מבוססות GMO (המנהלת עבור משקיעיה מעל 64 מיליארד דולר), הורידו את פוזיציות הלונג שלהן בשווקים הללו ב-30%, וקרן הדגל של GMO עברה לפוזיצית שורט נטו בשווקים המפותחים.

האסטרטגים של GMO, כמו גם של מספר גופי השקעות אחרים, טוענים כי הניתוק בין מחירי המניות בארה"ב ובאירופה, לבין הנתונים הפונדמנטליים בכלכלות הללו, אינו מציאותי ועושה רושם של בועה מתנפחת אל מול עיננו. לדעתם, העובדה שעתיד הכלכלות ורווחי החברות שרוי בחוסר וודאות טוטאלית, משמעותה כי המניות היו אמורות להיות זולות, כלומר לתמחר מרווח ביטחון רחב למשקיעים.

אך המניות רחוקות מאוד מלהיות זולות. בסוף מאי, הגיע מכפיל הרווח העתידי של S&P 500 ל-21.6, שיאו מאז שנת 2001. העלייה במכפיל העתידי מאז סוף מרץ, מקרבת אותו לשיא היסטורי של 23.4 שנרשם בעת בועת ההיי-טק ב-2000. הזינוק הזה מתרחש על רקע חוסר וודאות באשר לרווחים, שגרמה ליותר משליש מהחברות ב-S&P 500 לבטל ולמשוך את תחזיותיהן לגבי רווח למניה ב-2020. היעדר יכולת חיזוי רווחים בולט ביותר במגזרי התעשייה ומוצרי הצריכה הלא חיוניים, אך שאר הענפים - פרט לשירותי תקשורת ושירותים ציבוריים - גם נכללו ברשימת הביטולים.

ב-23 במרץ, השפל האחרון בשוקי המניות, מכפיל הרווח העתידי עמד על 13.1 כאשר ה-S&P 500 הגיע לרמתו הנמוכה מאז 2016. מאז אותו התאריך, עלה מחירו של המדד ב-36%, בעוד שהערכת הרווח למניה ל-12 החודשים הקרובים ירדה במקביל ב-14.4% - לכן זינק המכפיל העתידי לקרבת שיאו ההיסטורי. האנליסטים מצפים כעת כי הרווחים של החברות ב-S&P 500 בארבעת הרבעונים הקרובים יפלו בכ-20%, לעומת הצפי לעלייה של 10% בתחילת השנה. נכון לעכשיו, המדד נמצא בנקודה בה הוא היה בסוף אוקטובר 2019. אז, ציפיות הרווחים לשנה קדימה היו גבוהות בכ-25% ממה שהן היום; מכפיל הרווח העתידי עמד על 17.4 - עדיין גבוה מממוצע רב שנתי, אך רמה הרבה יותר הגיונית אל מול המציאות הכלכלית.

מכפיל הרווח העתידי במדד S&P 500



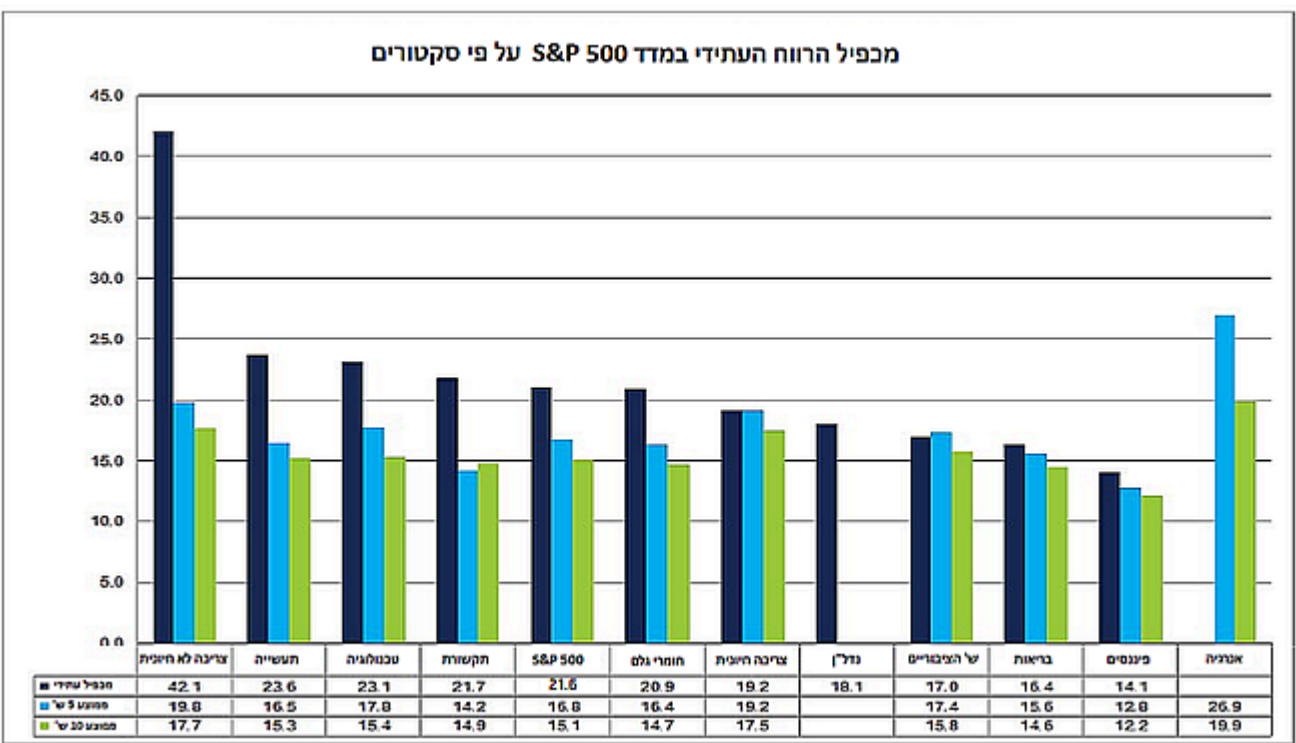
שווקים פיננסיים | המשך

שווקי המניות: זהירות, מדרגה (המשך)

כמובן שבתקופה הנוכחית, קשה להתייחס לתחזיות הרווח כאל עובדה מוגמרת; אך הסתירה שבין הקריסה באומדני הרווחים לבין הראלי במניות, בולטת מדי בכדי להתעלם ממנה. נכון, שוקי המניות מבססים את תנועותיהם על תחזיות לטווח שמעבר למידי, כך שאפשר לומר כי הם מדלגים על ההווה והעתיד הקרוב העגומים וצופים את פני העתיד בו החיים יחזרו פחות או יותר לשגרה. אך גם אם אובדן הרווחים בשנה הקרובה היא תופעה חולפת, הרווחים שלא התקבלו בפועל הם הפסדים. הרווחים שניתן לצפות מחברות להרוויח בעשור הבא, כעת נמוכים יותר מאשר לפני השתלטות המגפה על חיינו.

יש לומר כי קיים שוני ניכר בין הערכות הרווח והמכפילים בסקטורים השונים. כך, ענף מוצרי הצריכה הלא חיוניים רושם את המכפיל הגבוה ביותר, של 42.1, בעוד שסקטור הפיננסי נסחר במכפיל העתידי הנמוך ביותר, 14.1. הסקטור היקר ביותר לאחר הצריכה הלא חיונית הוא הטכנולוגיה; אך הוא גם נמצא בין שלושת הענפים - לצד שירותים הציבוריים והבריאות, שהינם זולים כמעט כמו הפיננסיים - שצפוי לרשום גידול קטן ברווחים השנה, לעומת הירידה ברווחי תשעת הסקטורים האחרים במדד S&P 500. כלומר, המדד הרחב יקר, בייחוד לאור הנפילה הצפויה ברווחים, אך בתוכו ניתן למצוא סקטורים עם תחזית רווח חיונית ושוני גדול בתמחור.

ללא נתונים אחרים, השאלה במה להשקיע הייתה אמורה להיות פשוטה: במה שזול יותר ועתיד להרוויח על אף הכלכלה הרעועה. עם זאת, לאור התערבותן המאסיבית של הרשויות המוניטאריות בשווקים, העניין מסתבך, והתשובה לשאלה הופכת לתלויה יותר באמונתו האישית של כל משקיע: האם הזרמת הכספים על ידי הבנקים המרכזיים יכולה להמשיך ולתחזק את הראלי למרות הנתונים הכלכליים העגומים והזירה הפוליטית המתחממת. הרי שאם אכן הפד יגבר על הכל, אזי אין טעם להימנע בבונקר של סקטור הגנתי כמו שירותים הציבוריים, ועדיף להחזיק את ענף הטכנולוגיה שבראלי, מן הסתם, יעלה הרבה יותר ויפצה על יוקרו. מאידך, אם משקיע אחר סבור כי המניות צפויות להתרסק, אזי הוא - כמו האסטרטגים של GMO - יבחר לא להיחשף בלונג לשוק האמריקאי, או יעבור לאג"ח.



שווקים פיננסיים | המשך

אג"ח תאגידי בארה"ב: חס מהמוצע לעונה

החברות האמריקאיות בדירוגי השקעות הנפיקו אג"ח בהיקף של מעל 1 טריליון דולר בחמשת החודשים הראשונים של 2020, כמעט כפול מסך ההנפקות בתקופה המקבילה אשתקד וקרוב למוצע לשנה מלאה בחמשת השנים האחרונות, העומד על 1.3 טריליון דולר. היקף ההנפקות בשלושת החודשים האחרונים היה גדול מ- 200 מיליארד דולר לחודש, לראשונה מאז תחילת המעקב החודשי בשנת 1990.

שיאניות ההנפקות השנה הן יצרנית המטוסים Boeing, חברת הטכנולוגיה Oracle, חברת הנפט Exxon וקבוצת הטלקום AT&T, עם הנפקות בהיקף של 25, 20, 18 ו- 12.5 מיליארד דולר, בהתאמה. "מסיבת ההנפקות" מגיעה לנוכח הרעה משמעותית בתנאים הכלכליים בגלל משבר הקורונה, המגדילה באופן חד את הסיכונים עבור ההכנסות של החברות ועבור יכולתן לעמוד בהחזרי החובות. אם כי חבילות תמיכה גדולות מבנקים מרכזיים ברחבי העולם סייעו לייצב את התנאים הפיננסיים; מה עוד שמסע הרכישות של הפד מייצב את הרצפה תחת רגליו של שוק האג"ח התאגידי האמריקאי.

חברות מגדילות את ההנפקות כשהן מנצלות את הירידה בעלויות המימון בכדי להחזיר את הלוואות החירום שנטלו לפני כן, וכן לצורך ההגדלה של כריות המזומנים שלהן על רקע הפגיעה של הטלות הסגר בעולם בזרמי ההכנסות של התאגידיים. אך גם החברות שלא הזדקקו לסיוע חירום ושאין צריכות לחזק את המאזנים החזקים ממלאה, כמו Intel, Apple, ועוד, ניצלו את ההזדמנות של ירידת התשואות. חברות כמו Pfizer, Philip Morris, Toyota ואחרות הנפיקו אג"ח חדשות בתשואה נמוכה יותר ממה שהיו משלמות בשנה שעברה. אך בין שלל העסקאות היו גם כאלה שהיוו גלגל הצלה עבור חברות שהגיעו לקו השבר בעקבות המשבר, כמו לדוגמה רשת המלונות Marriott International. הסממן הבולט לחומרת המצב הפיננסי עבור חברות רבות הוא מספר פשיטות רגל: בחודש מאי 2020 יותר תאגידיים הגישו בקשה להגנה בפני נושים מאשר בכל חודש אחר מאז השפל הגדול.

הפדרל ריזרב האמריקאי חתך את הריביות לרמת האפס ובכך סייע להוריד את התשואה הממוצעת על אג"ח בדירוג השקעות לסביבת 2.4%, נמוך מרמתה ערב המשבר. בנוסף, הפד צפוי בקרוב להתחיל לרכוש אג"ח תאגידיים באופן ישיר, לאחר שכבר הזרים 1.3 מיליארד דולר לקרנות הסל על אג"ח אלו. הגאות בהנפקות האג"ח הינה בבירור אחת המטרות העיקריות של תמיכתו חסרת התקדים של הפד בשוק, אך היא קרתה הרבה לפני שהפד הוציא אף דולר אחד: עצם הצהרת הכוונות הספיקה בכדי לחדש ולהאיץ את העסקאות בשוקי האג"ח, ובעצם כמעט בכל הנכסים הפיננסיים. נגיד הפד פאוול הצהיר בחודש מרץ כי הוא רוצה למנוע מצב בו "בעיות הנזילות יהפכו לבעיות כושר הפירעון", וכעת נראה כי הוא מצליח בכך: בעיות הנזילות נמחקו מהפרק, ויכולתן המשופרת של החברות ללוות בזול מונעת עבור רבות מהן את בעיית כושר הפירעון, לפחות לטווח הקצר.

חגיגת ההנפקות מגדילה עוד יותר את הר החוב התאגידי בארה"ב, שהיה גדול מדי עוד לפני פרוץ משבר הקורונה. אך לאור ההערכות כי הריביות בארה"ב ככל הנראה יישארו נמוכות מאוד במשך השנים הבאות, חברות רבות לוקחות את הסיכון עם עיניים עצומות. ובכל זאת, ישנה בעייתיות בכך שהמינוף הולך וגדל בעת שתזרימי המזומנים הולכים ויורדים. בתסריט של התאוששות כלכלית איטית, כפי שהיא צפויה להיות, הדבר עלול להכביד על איכות האשראי ועל הדירוגים. מאידך, אם ההתאוששות תהיה מהירה מהצפוי, תזרימי המזומנים גם ישתפרו מהר יותר, ואולי יצילו מספר חברות מהורדת הדירוג ואף מפשיטת רגל. התסריט האופטימי הזה גם יכלול ירידה של היקף ההנפקות לרמות קרובות יותר למוצעים של השנים האחרונות.

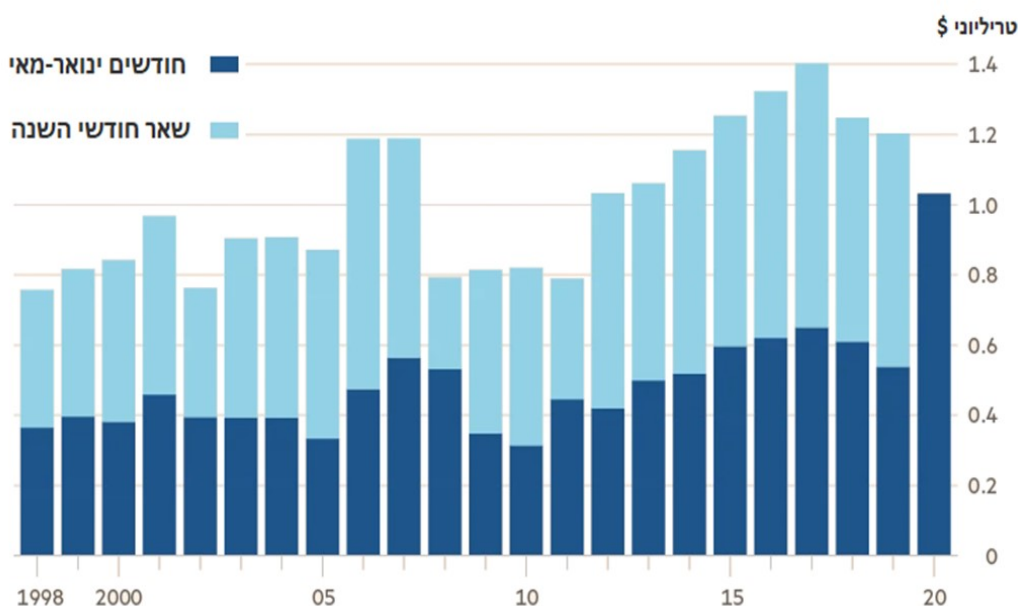


שווקים פיננסיים | המשך

אג"ח תאגידי בארה"ב: חם מהמוצע לעונה (המשך)

מרבית האסטרטגים מענקיות ההשקעות האמריקאיות לא מאמינים בתסריט האופטימי, נהפוך הוא. כך לדוגמה, Citigroup סבורים כי העלויות הכלכליות המלאות של משבר הקורונה רחוקים מלהיות מתומחרים, וכי הם ממליצים לחברות לגייס כמה שיותר כספים בתנאים הפיננסיים הנוחים של היום, לפני שהמציאות מכה בשווקים. מאידך, בנקי ההשקעות מרוויחים עמלות נאות על השירותים שהם מספקים לחברות שמנפיקות אג"ח, וקשה להכריע האם הם אובייקטיביים בנושא זה, על אף ההיגיון בדברי האנליסטים.

הנפקות אג"ח על ידי חברות אמריקאיות בדירוגי השקעות



כך או כך, מה שהתחיל כמסיבה פרטית במועדון של הלוויים האיכותיים ביותר, התרחב מאז כמעט לכל שכבות הדירוגים, כולל אג"ח תשואה גבוהה ("זבל") של חברות מסוכנות יותר מבחינת כושר פירעוןן והתחזית העסקית, כמו חברות שייט ובתי קזינו. לרוב, גם הביקוש להנפקות אג"ח זבל היה חזק, מה שאיפשר לעתים קרובות למנפיקים המפוקפקים לקצץ בעלויות. ההנפקות בחלק הנמוך יותר של טבלת הדירוגים היו בהיקפים הרבה יותר קטנים, אך גם גבוהים מאשר באותה התקופה בשנים האחרונות. עד סוף מאי, הונפקו בארה"ב אג"ח זבל על סך 160 מיליארד דולר, לעומת 99 מיליארד בתקופה המקבילה אשתקד. למרות העלויות במחירי אג"ח זבל באפריל ומאי, האווירה שם קצת פחות חגיגית, שכן התשואות נותרו עדיין גבוהות בהרבה מהמוצע הרב-שנתי, והפדרל ריזרב אינו שופך כספים רבים בשוק זה, אלא יותר מסמן את נכונותו לתמוך באופן בררני וזהיר.

הפדרל ריזרב החל ביישום תוכניתו לרכישת אג"ח במאי, ולאחר השבוע הראשון של שופינג התברר כי מתוך 1.3 מיליארד דולר שהוצאו על קרנות הסל האג"חיות, רק כ-220 מיליון הוזרמו לתעודות על חוב תשואה גבוהה. חשוב לומר שהפד אף פעם לא הבטיח לרכוש כל אג"ח זבל שבא ליד, אלא כיוון את עיקר התמיכה שלו ל"מלאכים שנפלז", כלומר חברות טובות בעיקרון שאיבדו את דירוג ההשקעות שלהן בעקבות המשבר הנוכחי. העניין אינו שולי, שכן בסוף אפריל עבר היקף אג"ח תאגידי ששינו קידומת ל"זבל" את 150 מיליארד דולר - מעל השיא של 2009.



שווקים פיננסיים | המשך

אג"ח תאגידי בארה"ב: חס מהממוצע לעונה (המשך)

חברת הדירוגים הגדולה ביותר, S&P Global, אמרה בסוף מאי כי מספר הורדות הדירוג הפוטנציאליות שעל שולחנה נמצא בשיא כל הזמנים. ברור הוא שהפד רוצה לתמוך בחברות אמריקאיות איכותיות, שחלקן גם סמל כלל-אמריקאי, אשר נקלעו לקשיים זמניים.

עם זאת, הפד השקיע 100 מיליון דולר בקרן הסל, iShares iBoxx High Yield Corporate Bond (HYG), שמחזיקה אג"ח בשלל הדירוגים, "מלאכים" לצד החברות הכושלות כמו Whiting Petroleum או J.C. Penney. הפד גם השקיע כ-90 מיליון בתעודת סל על אג"ח זבל דומה ל-HYG, SPDR Bloomberg Barclays High Yield Bond (JNK). דווקא קרן הסל הספציפית על "מלאכים שנפלו", בשם VanEck Vectors Fallen Angel High Yield Bond (ANGL), משכה רק 11 מיליארד דולר מסך השקעת הפד.

אך עיקר הרכישות של הפדרל ריזרב היו וצפויים להמשיך להיות בדירוגי ההשקעות. מתוך 15 תעודות הסל בהן השקיע הבנק המרכזי של ארה"ב, מי שמשך את חרבת הכספים היו iShares iBoxx US Dollar Investment Grade Corporate Bond (LQD), Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ו-VCIT (Vanguard Short-Term Corporate Bond) (VCSH).

הודעתו של הפד במרץ על כוונתו לרכוש תעודות סל על אג"ח חברות האיצה את המשקיעים להזרים אליהן כסף רב. כך, קרן הסל LQD טפחה מאז ועד סוף מאי ב-12 מיליארד דולר לשיא כל הזמנים של 49 מיליארד. גם נכסיה של HYG גדלו באופן חד והגיעו ל-25 מיליארד דולר, סכום מאוד מכובד עבור נכסים שעד לא מזמן נחשבו מסוכנים מדי בשביל הקהל הרחב.

נהירת המשקיעים אל שוק האג"ח התאגידי על כל דרגיו עשויה להעיד על חימום-יתר של השוק. בדרגים הגבוהים יותר, הביקוש לאג"ח איכותיות (כמו אלה של Amazon לדוגמה) ממשיך לגאות על אף היצע השיא המציף את השוק. אך מה שמדאיג יותר הוא הראלי באג"ח זבל, ובפרט בתת-דירוגים הנמוכים ביותר בתוכן, שם הסיכונים לפשיטת רגל גדולים מאוד. השכבה של אג"ח הנסחרות ברמות מצוקה, הציגה בחודש מאי ביצועים עודפים על כל שאר דירוגי האג"ח. נכון, אג"ח הזבל קיבלו דחיפה מצד העלייה במחירי הנפט, אך גם בניכוי ענף האנרגיה, אג"ח במצוקה עדיין הניבו תשואה נאה מאוד במאי. נראה שבחודש האחרון, המשקיעים איבדו כל חשש ברדיפתם אחר התשואות; ההתלהבות הזו נראית מסוכנת במיוחד כשהיא מתרחשת לצד ההידרדרות באיכות החוב, כלומר הירידה בדירוגים. מאידך, שוק האג"ח בכל זאת נראה פחות מסוכן משוק המניות, שטס הרבה יותר ומהר יותר - וללא התמיכה של הפד (בינתיים).



|| סחורות

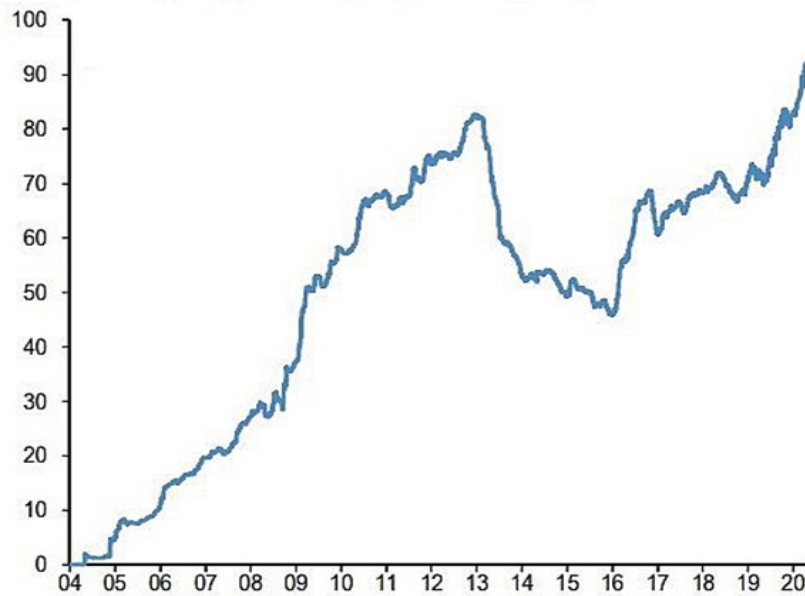
זהב: הגנה מאינפלציה ומעין הרע

זהב שימש לאורך ההיסטוריה כאמצעי חליפין (כסף) וכן היווה תקן יחסי מקביל מטבע עבור מדינות רבות במשך שנים רבות. המטבע שהיה האחרון להתנתק מערך הזהב, היה הפרנק השוויצרי, והמהלך קרה לפני 20 שנה בלבד. האנושות התרגלה במשך מאות רבות של שנים לראות במתכת הצהובה כלי לשמירת ערך הכסף, חוף מבטחים לתקופות סוערות. הרגלים מושרשים אינם נעלמים בקלות, והעובדה שכיום זהב אינו אלא מתכת תעשייתית עם אפשרות לייצר ממנה גם תכשיטים, לא חדרה עוד לתודעה הכללית. אפילו בנקים מרכזיים ומוסדות פיננסיים בינלאומיים שומרים חלק מעתודותיהם בזהב, על אף קיום מתכות יותר נדירות ושימושיות. אך מסורת היא מסורת, והמסורת אומרת שהזהב הוא סוג של מחסה בפני האינפלציה, כי הוא מגן על ערך הכסף המושקע בו.

ישנה מסורת מושרשת של השקעה בזהב על ידי משקיעים פרטיים ומוסדיים בשווקים הפיננסיים. מאז שהמתכת הנוצצת החלה להיסחר בבורסות העולם, המשקיעים נהרו אליו ברגע שרחרחו צרות כלכליות: הרי שבשנים עברו, ברוב המקרים הצרות הללו לוו באינפלציה גבוהה ואף היפר-אינפלציה. האם העלייה המהירה במחירי הזהב מאז תחילת משבר הקורונה, משמעותה כי גם הפעם המשקיעים חוששים מאובדן ערך של הכסף, על רקע העבודה המאומצת של מכוונות הדפוס בבנקים המרכזיים בעולם?

זהב פיזי המוחזק על ידי קרנות סל בעולם

(מיליוני אונקיות, אפריל 2020)



שיעורי האינפלציה היו חלשים מאוד בחלק גדול מהעולם המתועש לפני מגפת הקורונה. תהליכי הגלובליזציה, התקדמות טכנולוגית, הזדקנות האוכלוסייה ועוד גורמים דכאו את עליות המחירים במשך שני העשורים האחרונים. לאחר פרוץ המשבר, שיעורי האינפלציה המשיכו ליפול, וברור מאיזה סיבה: הרי שהרס הביקושים בשל הטלות הסגר והעלייה באבטלה, גבר באופן משמעותי על הפחתת ההיצע בגלל סגירת עסקים. אך ההיגיון הפשוט כביכול אומר שעם הדפסת כסף כה מאסיבית, אנו צריכים להתכונן לקפיצה במחירים ברגע שביקושים מתאוששים לאחר המשבר; אז אולי "חרקי זהב" ("gold bugs") מקדימים את המאוחר כשמזרימים עוד ועוד כסף למתכת?



זהב: הגנה מאינפלציה ומעין הרע (המשך)

קפיצה חדה ופתאומית במחירים יכולה להתרחש כתוצאה מגל גואה של ביקושים - דבר שאינו צפוי במצב הנוכחי. ההתאוששות הכלכלית צפויה להיות ארוכה ומייגעת; לאחר הטראומה שנשרטה בתודעה של הצרכן הגלובלי, הוא אינו צפוי לחזור להרגליו הבזבזניים בין לילה. למרות כל זאת, אינפלציה מהירה אכן אפשרית - בשביל זה צריך התאוששות כלכלית מהירה בהרבה מהצפוי (עם זינוק מהיר בתעסוקה ועלייה בשכר), או זעזוע נפט בסגנון של שנות ה-70, או ביטול כמעט-טוטלי של גלובליזציה, כולל ניתוק שרשראות הערך, ההון והעבודה הגלובליות. אפשרי, אך לא נראה כסיכון מדי, בלשון המעטה.

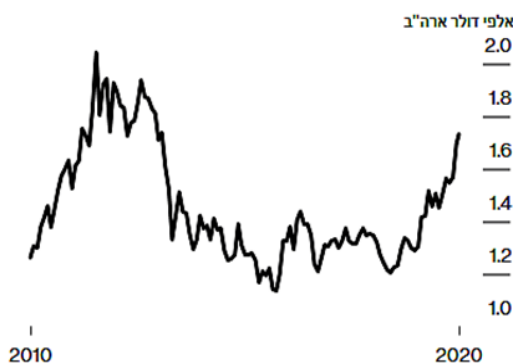
בכלל, אחד הגורמים המשפיעים ביותר על שיעורי האינפלציה, הן ציפיות האינפלציה - וגם אלו אינן משתנות בין לילה. לאחר שהתרגלנו במשך מספר שנים לחוסר עליות המחירים, אנו צופים כי ככה העניינים יימשכו גם בעתיד. יתרה מזו, אם תקופת ירידת המחירים בהשראת הקורונה תימשך מעבר למספר חודשים, קיים סיכוי לכך שדווקא ציפיות לדפלציה יהפכו ל"הרגל טבוע" בתודעה הצרכנית. בעידן המודרני העולם חווה מספר מקרים בהם קשיים כלכליים גררו דווקא דפלציה (הבולט שבהם הוא יפן), ואנו לימודי ניסיון עד כמה קשה להפוך את המגמה.

אזי לא נראה שהנהירה לזהב היא תוצאה של הציפיות לעלייה בשיעורי האינפלציה; הזהב אינו מגן בפני הדפלציה, אז גם זוהי לא הסיבה לעלייתו. (בתקופות הדפלציה כסף שווה יותר היום מאשר אתמול, כלומר, הוא מגדיל את ערכו בכל יום שלא הוצאנו אותו - כך שאין טעם להשקיע במשהו שאינו מניב תשואה גבוהה מאד, גבוהה מעליית ערכו של המזומן)

קיים הסבר פשוט יותר לעלייה האחרונה בזהב: הזהב עולה כאשר הריבית יורדת. מחירי הזהב בניכוי אינפלציה עלו לאחר המשבר הפיננסי, כשהריביות נחתכו, אחרי זה דשדשו במקום על רקע חוסר השינוי בריביות, לאחר מכן ירדו כאשר הפדרל ריזרב החל בנורמליזציה של שיעורי הריבית, ואז החלו לטפס בהדרגתיות בסוף 2018, כאשר נפילות השווקים, מלחמת הסחר ועוד גורמים שונים גרמו לעלייה חדה בביקושים לאגרות החוב הממשלתיות האמריקאיות ולירידת התשואות (ולצפי שהפד יוריד את הריבית). זהב אינו משלם ריבית, ולכן אינו אטרקטיבי להשקעה בתקופות בהן הריבית הריאלית המשולמת על אגרות חוב, הינה גבוהה. ובזמנים כמו היום, כאשר התשואה הריאלית על אג"ח ממשלתיות הינה שלילית, זהב נראה די טוב.

כלומר, גם אם ישנם משקיעים שחוששים מאינפלציה, היא אינה הסיבה לעליית מחירו הפעם. ההיפך הוא נכון: אחד הפחדים העיקריים של הבנקים המרכזיים בעולם היא להיקלע לחולות הטובעניים של דפלציה; זאת הסיבה להורדת הריביות לאפס או אף מתחת לרמה זו, שמצידה מקפיצה את מחירי המתכת היקרה.

מחיר הזהב בניכוי אינפלציה
(במונחי שווי דולר ארה"ב במאי 2020)



תשואה על אג"ח ארה"ב ל-10 שנים



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.