



# הרבעון השני של 2020: כוח בלתי ניתן לעצירה

גיליון מס' 66 | יולי 2020



## העולם

פרדוקס פילוסופי וחיי השווקים

## שווקי הון

שווקי המניות: הקלידו אות כרצונכם להמשך הפעולה

אג"ח שווקים מתפתחים: דרושה מודעות לסיכונים

אג"ח תשואה גבוהה בארה"ב: ראלי זהיר ומתחשב בסיכונים

## כלכלה בעולם

ריבית שלילית? לא בארצות הברית



TANDEM CAPITAL

יוליה ויימן  
אנליסטית מאקרו  
שווקים גלובליים

## למידע נוסף

נא ליצור עמנו קשר:

תובל 40 מגדל ספיר  
רמת גן 5252247  
טלפון: 03-6114626  
פקס: 03-6114645  
info@tandem-capital.com  
www.tandem-capital.com

## || החדשות החשובות בעולם



### פרדוקס פילוסופי וחיי השווקים

אחד הפרדוקסים הפילוסופיים הקלאסיים הוא פרדוקס הכוח בלתי ניתן לעצירה, אשר פועל כנגד עצם בלתי ניתן להזזה. מה יקרה? לפילוסופיה אין תשובה חד משמעית, אך אולי החיים עצמם יעזרו לפתור את החידה.

הרי שמה שאנו עדים לו כעת בעולם הכלכלי-פיננסי, הוא ההתגלמות של הפרדוקס הזה, וההתנגשות העוצמתית בין הכוח הבלתי מוגבל לעצם הבלתי נייד, יוצר שלל של תופעות לוואי מעניינות, עד כדי אבסורד.

מחד, אנו חווים את המשבר הכלכלי העמוק ביותר מאז השפל הגדול שנגרם על ידי מגפה גלובלית שכמותה לא ראינו מאז "השפעת הספרדית" לפני מאה שנים. מאידך, הסיוע הפיסקלי החסר התקדים של ממשלות המערב, יחד עם התמיכה המוניטארית האינסופית של הבנקים המרכזיים, מצטברים לכוח פיננסי עצום, כנראה הכוח הגדול ביותר בעולם כיום.



ההתנגשות של הכוח הפיסקלי והמוניטארי עם העצם הכלכלי השקוע בחולות הטובעניים של המשבר, יוצר שיבושים אדירים בשווקים הפיננסיים: הראלי החזק בשוקי המניות, שמונע על ידי הנזילות השופעת ושאינו שם לב לתחזיות לנפילה חסרת תקדים ברווחים; או התשואות על אג"ח בדירוגים נמוכים ("זבל") אשר נמצאות לא רחוק מהמוצע ההיסטורי על אף הסיכונים ההולכים וגוברים לחברות, ובייחוד לחברות עם חובות גדולים, מצידה של הכלכלה החלשה; או הנפקות אג"ח בתשואות נמוכות מבחינה היסטורית על ידי מדינות הנמצאות על סף פשיטות רגל - וביקוש גואה לאג"ח אלו; או זינוק במאות אחוזים במניותיהן של חברות אשר הכריזו על פשיטת רגל... הדוגמאות לא חסרות.

אם מישהו היה אומר לפני שנה בלבד, שבשנת 2020 תהיה מגפה גלובלית וסגר כלכלי עולמי, שיגרמו לעלייה בשיעורי האבטלה הגדול ביותר בעידן המודרני ולרבעון השלישי ביותר בתוצר מאז מלחמת העולם השנייה, ושווקי המניות ירדו בתגובה ב- 30% אך תוך שבועות ספורים יגיעו קרוב לשיאי כל הזמנים - האם היינו מאמינים? שאלה רטורית.

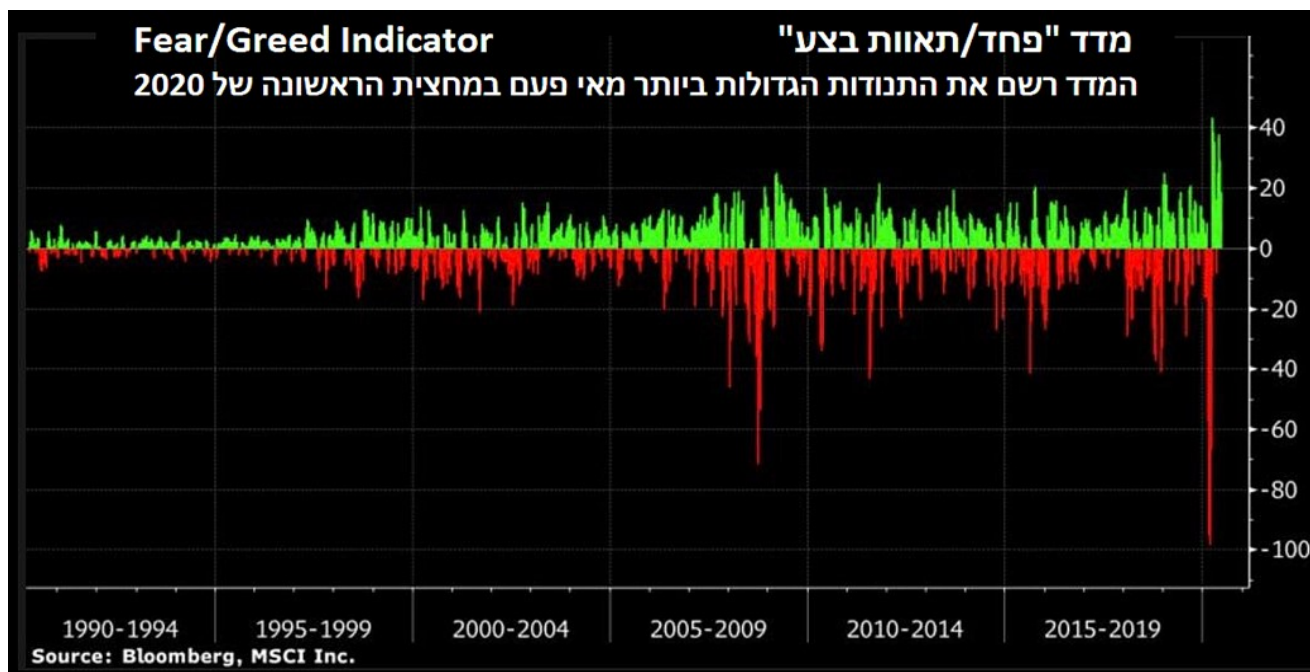


## || שווקים פיננסיים

### שווקי המניות: הקלידו אות כרצונכם להמשך הפעולה

הרבעון השני של 2020 היה הטוב ביותר מאז 1998 מבחינת ביצועי מניות ארה"ב ומאז 2009 מבחינת ביצועי אג"ח תאגידיות אמריקאיות; זאת, לאחר הנפילות הכבדות שנרשמו ברבעון הראשון בכל נתיב השקעה פרט לנכסי מקלט. אכן, המחצית הראשונה של השנה תיזכר כנסיעה ברכבת הרים, שכמותה לא חווינו.

מניות, סחורות ואיגרות חוב התרסקו בחודש מרץ בעקבות המחלה המסתורית שהתפשטה בסין ומצאה את דרכה לאירופה, והוכרזה כמגפה עולמית. השוק השורי הארוך אי פעם במניות ארה"ב, מצא את מותו הפתאומי לא מאלף ואחד סיבות גדולות יותר או פחות שהדאיגו את המשקיעים בעשור האחרון, אלא כתוצאה מהנפת כנף של "הברבור השחור" (אירוע נדיר ובלתי צפוי בעל השפעה גדולה, אותו תיאר בגאונות Nassim Nicholas Taleb). ברגע מסוים היה נראה שהמערכת הפיננסית הגלובלית נמצאת על סף קריסה. ואז קרה בלתי יאומן: המניות הגיעו לשפל. בעת שהכלכלות סביב העולם היו סגורות ונעולות, שיעורי התמותה מ-COVID 19 זינקו, וכלכלנים ואנליסטים התחרו בחומרת נבואות הזעם - המשקיעים חזרו לשווקים בנהירה וסיימו את השוק הדובי הקצר ביותר אי פעם, שנמשך 19 ימי מסחר בלבד. בסוף הרבעון השני, עלה המדד S&P 500 בכ- 40% מהשפל במרץ - ובמקביל, מספר המתים מהמגפה בעולם חצה את הרף של חצי מיליון.



ומה עם הכלכלה הגלובלית? האם התחזיות הנוראיות, שמתעדכנות כלפי מטה כמעט כל שבוע, מתממשות? כשמדובר בארה"ב ובחלק ממדינות מפותחות ואף מתפתחות אחרות, ניתן לומר בזהירות כי בינתיים - בהיעדר גל שני גדול מהראשון ואמצעי סגר נוספים - הנתונים נראים אומנם לא טוב, אך הרבה פחות נורא מהצפוי. זה לא אומר שאנו נראה התאוששות כלכלית בצורת "V" כפי שראינו במניות - כבר ברור שזה לא יקרה; אך לפחות העולם ניצל מקריסה כלכלית, בעיקר בזכות הבנקים המרכזיים בהובלת הפדרל ריזרב האמריקאי, וגם, כמובן, הודות לתמיכה הפיסקלית בהיקפי עתק בארה"ב ובמדינות מערביות אחרות. מכאן, כל חזאי רשאי לבחור לעצמו את כלשהי מאלפבית האנגלי לצורך תיאור המשך ההתפתחויות הכלכליות; גם Q יכול לעבוד.



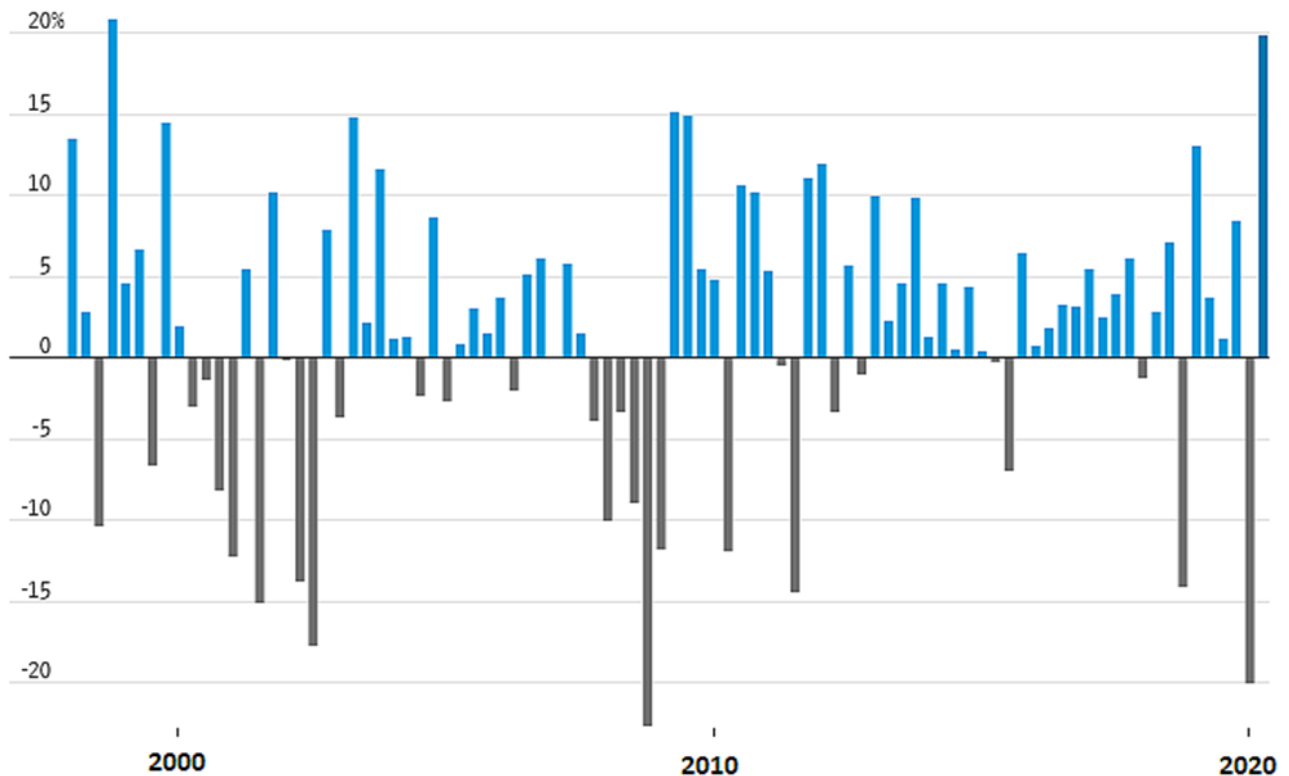
## שווקים פיננסיים | המשך

### שוקי המניות: הקלידו אות כרצונכם להמשך הפעולה (המשך)

ובכן, כל שיפור בנתונים הכלכליים הוא כעת על תנאי, והכיוון הכלכלי הינו מעורפל כמעט באותה מידה כמו שהיה בחודש מרץ. עם כל הכבוד ליכולת הניבוי המוכחת של שוקי המניות, גם הם אינם מחזיקים בכדור בדולח שיוכל להכריע: האם ההתאוששות הכלכלית תימשך או תיטבע בגל השני של המגפה? האם רווחי החברות ישתפרו לאחר הנפילה הצפויה ברבעון השני ובכך יצדיקו את המכפילים הגבוהים מאוד (בלשון המעטה)? ואם התחזיות היותר גרועות יתממשו - כמה זמן הבנקים המרכזיים יוכלו עוד לתחזק את הראלי?

מה שברור הוא, שגם במחצית השנייה, התפתותה של המגפה תעצב גם את צורתה ואת קצבה של ההתאוששות הכלכלית. הנתונים האחרונים מעידים על כך שהשיפור הכלכלי נמשך, אך חזרה לרמה של טרום המגפה עלולה להימשך שנים; כל עלייה במקרי הידבקות (ובוודאי מקרי תמותה) תחזיר את הכלכלה צעד אחורה. הכותרות על COVID-19 ימשיכו להעלות ולהוריד את הסנטימנט הצרכני, העסקי וזה של המשקיעים. ללא תרופה יעילה וחסיון המוני זמין, אנו נאלץ לחיות עם השלכותיה של המגפה על כל תחומי חיינו, כולל על שוקי המניות.

### הביצועים הרבעוניים של המדד S&P 500



## המשך || שווקים פיננסיים

### אג"ח שווקים מתפתחים: דרושה מודעות לסיכונים

מאז הזינוק המסחר של המניות מהשפל במרץ, הנושא של סתירה בין הכלכלה לבין השווקים נדון רבות מכל זווית ראייה אפשרית. איך קיימת עוד סתירה בולטת, שעליה מדברים הרבה פחות.

לפני שלושה חודשים בלבד, כשהמגפה החלה להתפשט במהירות בזק ברחבי העולם והמשקיעים אחוזי הפניקה משכו כספים מכל דבר הניתן למכירה, העולם חווה משבר נזילות - ומי שהרגיש אותו במידי ובאופן חזק ביותר, היו השווקים המתפתחים. בין סוף ינואר לסוף מרץ, נמשכו כ- 80 מיליארד דולר מנכסים הפיננסיים של המדינות המתעוררות - לעומת כ- 20 מיליארד שברחו מהן בשיאו של המשבר הפיננסי הגלובלי, לשם השוואה. יחד עם התחזקות הדולר, עצירת הסחר הבינלאומי והתיירות, הנפילה במחירי הסחורות והפסקת העברות העובדים, הדבר ריסק את המטבעות של השווקים המתפתחים והעמיד חלק מהם על סף פשיטת רגל; כ- 100 מדינות פנו לקרן המטבע בבקשה לסיוע ועוד רבות הזדקקו להקלות בתשלומי החובות מהנושים הבינלאומיים.

ואז, כשהיה נראה כי העולם כולו והשווקים המתפתחים בפרט, עומדים בפני משבר בסדר גודל בלתי נתפס, הבנקים המרכזיים העיקריים בראשות הפד שוב הצילו את כולם: הם פתחו את סכרי הנזילות ודכאו את עלויות המימון בכל השווקים; התשואות על אג"ח במדינות המתועשות צנחו לאפס. הכסף הזול בשפע ונהירה אחר התשואה הניעה את כספי המשקיעים אל הנכסים הפיננסיים של המדינות המתעוררות. והמדינות הללו מיהרו לנצל את צמצום מרווחי התשואות על אגרות החוב שלהן, ולספק למשקיעים בינלאומיים אג"ח בהיקף מוגבר: ברבעון השני של 2020, הונפקו אג"ח ממשלתיות של שווקים מתפתחים הנקובות במט"ח, על סך 130 מיליארד דולר, כ- 40% יותר מאשר בתקופה המקבילה אשתקד.

בדרך כלל, כאשר חובות במט"ח של המדינות המתעוררות עולים, הגופים הפיננסיים הבינלאומיים כמו קרן המטבע, בנק העולמי ואחרים, מתריעים על הסיכונים הכרוכים בכך: הרי שחוב במטבע זר נושא סיכונים מטבע הלא ניתנים לשליטת המנפיק. עם זאת, יש מי שיגיד ש"הפעם זה שונה": עלויות המימון הן נמוכות בהשוואה להיסטוריה, וצפויות להישאר נמוכות לאורך זמן. המדינות המנפיקות היו ברובן השווקים המתפתחים החזקים ביותר, עם דירוגי חוב גבוהים, שבתנאי השוק הנוחים של Q2 הצליחו למכור אג"ח ארוכות יותר מאשר ברבעון הקודם תמורת קופון רק מעט גבוה יותר. המיעוט החלש יותר מבין המדינות המנפיקות, אלו עם הדירוגים מתחת לדירוג ההשקעות, גם רשמו הישגים כאשר מכרו אג"ח זהות לאלו של השנים הקודמות, אך בתשואות נמוכות יותר.

כל זה אינו אומר שהשווקים המתפתחים התחמקו מכלל סיכון. קודם כל, הצונאמי של הנזילות השוטף את השווקים, אינו נצחי; במקדם או במאוחר, הבנקים המרכזיים יצטרכו להתחיל לספוג אותה בכדי לא ליצור בועות מיותרות ומסוכנות. ככל הנראה, ככל שסיכונים המגפה יפחתו באופן זה או אחר, והכלכלות ייפתחו, כך הלחצים על קובעי המדיניות לספק תמיכה מוניטארית יפחתו, עד שיהפכו כיוון לצורך בריסון כלשהו. ובינתיים, כל עוד מגפת הקורונה ממשיכה לשבש את החיים על פני הגלובוס, הפגיעה הכלכלית נמשכת.

ובכן, לא בכדי השנה, לראשונה מזה שישה עשורים, המדינות המתעוררות צפויות לרשום צמיחה כלכלית שלילית. פתיחה של הכלכלות אין משמעותה צמיחה מהירה, כפי שהיא אינה יכולה להחזיר בבת אחת את כל הביקוש, ההיצע, הסחר, הסנטימנט, ההשקעות, המשרות ועוד, שנשמטו בגלל מגפת הקורונה. התחזית של ארגון הסחר העולמי עדיין מדברת על נפילה של 13% בהיקף הסחר העולמי ב- 2020, וזהו התסריט האופטימי.

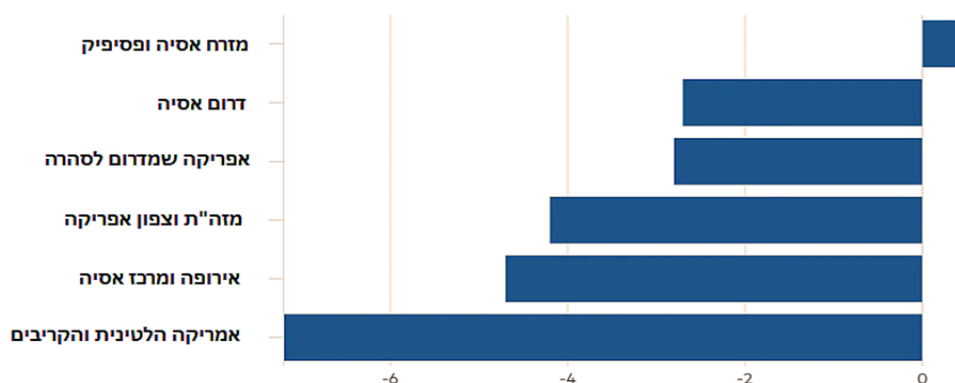


## שווקים פיננסיים | המשך

### אג"ח שווקים מתפתחים: דרושה מודעות לסיכונים (המשך)

מחירי הסחורות אומנם התאוששו והתייצבו לעומת מרץ ואפריל, אך עליית המחירים תלויה מאוד בקצב ההתאוששות של הכלכלות, והוא אינו צפוי להיות מהיר; מחירי הנפט נותרים נמוכים בשליש מרמתם בתחילת השנה. העברות העובדים מחו"ל, המספקות חלק נכבד מהכנסות במט"ח של מספר מדינות מתעוררות, צפויות ליפול ב- 100 מיליארד דולר במהלך 2020, 20% מסך ההעברות בשנה שחלפה. הקריסה הטוטלית של מגזרי תיירות ואירוח, בהם תלויות מדינות מתפתחות רבות כמקור מטבע חוץ חשוב מאוד (בחלק מהמדינות, תיירות מהווה מעל 20% מהכלכלה), מוסיפות עוד מכה קשה לכלכלות הללו, והשיפור בתחום זה אינו צפוי עד לפיתוח חיסון יעיל ונגיש לכולם.

תחזית הצמיחה הכלכלית במדינות המתפתחות  
שיעור שנתי, 2020



בעיית החוב התאגידי גם הולכת וגדלה. החוב התאגידי בשווקים המתפתחים גדל באופן חד בעשור האחרון, והגיע ל- 30 טריליון דולר ערב המשבר. מתוך כ- 1,800 הורדות הדירוג ועדכונים כלפי מטה לתחזית הדירוג, שבצעה חברת Standard & Poor's מתחילת המגפה העולמית, 420 היו במדינות המתפתחות; כמעט מחצית מהחברות הנסקרות על ידי החברה במדינות הללו, "הורדו בדרגה". בסך הכל עד כה, 8% מהחברות בדירוגי השקעה במדינות המתעוררות ראו את דירוגם נחתך מדירוג השקעות לדירוג "זבל", והיד עוד נטויה. באשר לחברות בדירוגים שמתחת לדירוג השקעות במדינות המתעוררות, חברת Moody's צופה לכ- 14% מקרי חדלות פירעון במהלך 2020.

וגם, צריך לזכור גם שאם המדינה מאבדת את דירוג השקעות, כך גם כל תאגידיה, גם אם מצבם טוב - כלומר, רבים מקרנות הנאמנות וקרנות הפנסיה לא יוכלו להשקיע במדינות וחברות אלו, וזרם ההשקעות יקטן. זאת, בתקופה בה רווחי החברות בשווקים המתפתחים צפויים השנה ליפול ב- 4% בממוצע. החברות בבעלות משלתית, שאחראיות על 60% מסך החוב התאגידי בשווקים מתפתחים, נפגעו קשות ממשבר הקורונה, והרבות מהן זקוקות להצלה. זאת, בעת שהמצב הפיסקלי בכל העולם, ובמדינות המתעוררות בפרט, מתדרדר. כל עוד נגיף הקורונה איתנו, צורכי המימון של המדינות ילכו ויגדלו, החובות ימשיכו לצמוח ולהוות חרב מעל ראשם של השווקים המתפתחים.

בהינתן האתגרים הקשים העומדים על הפרק בפני המדינות המתעוררות, יכולתן לשרת את חובותיהן במט"ח ממשיכה להיות נושא למעקב. הזרמת הנזילות על ידי הבנקים המרכזיים גברה על העצירה הפתאומית של תזרימי ההון לשווקים המתפתחים שהתרחשה ברבעון הראשון של 2020, אך השאלה האם היא תספיק לעצירת הבאות, אם וכאשר יתרחשו, נותרת פתוחה. המדינות המתעוררות ממשיכות להיות בעין הסערה, שכן הסיכונים לא חלפו אלא רק התגברו, והמשקיעים בנכסי המדינות הללו חייבים להיות מודעים לכך.



## שווקים פיננסיים | המשך

### אג"ח תשואה גבוהה בארה"ב: ראלי זהיר ומתחשב בסיכונים

משבר הקורונה, ללא ספק, הנחית מכה חזקה על החברות אמריקאיות. הסגר הכלכלי והמהומה בשוקי הנפט באפריל הביאו לעלייה במקרי פשיטת רגל, החל מקמעונאים כמו J.C. Penney ו- Neiman Marcus דרך חברת השכרת רכב Hertz ועד לרשימה ארוכה של חברות נפט קטנות ובינוניות. עם כל השוני, לכל השמות הללו דבר אחד במשותף: הן היו בחובות כבדים עוד לפני המגפה; אובדן הכנסות במהלך הסגר רק דחף אותן מעבר לקצה. חלק גדול מפושטי הרגל גם השתייכו לסקטורים שהחלו לדעוך שנים רבות לפני הקורונה (מי לא שמע על "מות הריטייל"?).

לעומתן, מצבן של החברות שהיו בריאות מבחינה פיננסית ערב המשבר אך הדרדר בעקבותו, השתפר מאוד בחודשים האחרונים, הודות לפעולה מהירה וגדולת הקיף של הפדרל ריזרב האמריקאי. הפד החליט לרכוש אג"ח של חברות בדירוג השקעה וחברות שאיבדו את הדירוג הנכסף כתוצאה ישירה של המשבר - ולא לבזבז כסף ומאמץ על אלו אשר לא הצליחו עוד בכלכלה המעולה של לפני הקורונה. הצעדים חסרי התקדים של הבנק המרכזי של ארה"ב הציל חברות טובות, שהכנסותיהן היו איתנות אך נקטעו על ידי אירוע ענק ובלתי צפוי, כמו Boeing, General Motors ועוד.

החשיפה של הפדרל ריזרב לאג"ח זבל הינה מזערית לעומת חשיפתו לאג"ח בדירוג השקעה, אך היא הספיקה בכדי להציב רצפה תחת רגלי השוק. משקיעים צמאי התשואות נהרו לשוקי אג"ח מסוכנות, וירידת התשואות לאור הביקוש הגבוה אפשרה לחברות רבות להנפיק חוב ולצבור מזומנים הכה נחוצים בתקופה זו. השיפור המהיר בהרבה מהצפוי בחלק מהנתונים הכלכליים בארה"ב במאי וביוני תמך בסנטימנט המשקיעים כלפי נכסי השקעה מסוכנים, כולל אג"ח זבל.

מה עוד, שהתחזיות הקודרות לגבי שיעור פשיטות רגל בקרב חברות בדירוגים נמוכים, לא התממשו: שיעור זה עלה מ- 2.3% בשנה שחלפה ל- 4.7% בסוף מאי (נתון אחרון) - גבוה, אך רחוק שנות אור מ- 15.5% שניבו התחזיות הפסימיות במרץ, ונמוך בהרבה מהשיא של המיתון של 2008/9, אז עמד שיעור פשיטות הרגל על 12.1%. אם כי, יתכן ואנו עוד לא הגענו לשיא (או לשפל, תלוי בנקודת המבט) של המשבר הכלכלי הנוכחי, או שמה הוא ירשום מספר שיאים, על פי מספר גלי המגפה.

חברת Standard&Poor's עדיין צופה כי שיעור פשיטות רגל יגיע ל- 12.5% ב- 12 החודשים המסתיימים במרץ 2021. הפדרל ריזרב מילא את השווקים בנזילות, ואלו שהיו זקוקים לה בכדי להישאר בחיים, ניצלו... לפחות לבינתיים. אם העסקים שלהם אינם מתאוששים מהר, הם עלולים להיחנק תחת עול החובות החדשים שהנפיקו. על פי Standard&Poor's, הנפקות חוב חדש בקטגוריית הזבל שברו שיאים חודשיים ביוני, והגיעו לסך של 47.8 מיליארד דולר.

אך עם כל הדיבורים על הנהירה העיוורת אחר התשואות ובועתיות בשוק האג"ח, הפרטים של גל ההנפקות מעיד דווקא על זהירות המשקיעים כלפי הראלי הנתמך על ידי הפד. החברות בתחתית שרשרת המזון, אלו בדירוגים הנמוכים ביותר, התקשו למצוא מקורות מימון על אף מסיבת ההנפקות הגדולה. מתוך סך של 140 מיליארד דולר של אג"ח תשואה גבוהה שהונפקו מתחילת מרץ עד סוף יוני, כ- 60% הינם בדירוג BB, רמה אחת מתחת לדירוג השקעות, "הזבל" הכי איכותי שיש. לחברות בדירוגים אלו בדרך כלל חוב מעט גבוה יותר או תזרים מזומנים מעט חלש יותר, מאשר לחברות בתחתית דירוג ההשקעות, אך ההבדלים אינם גדולים מאוד, וכמובן שהחברות מסוג ה-BB אינן חשודות בפשיטת רגל קרובה.



## שווקים פיננסיים | המשך

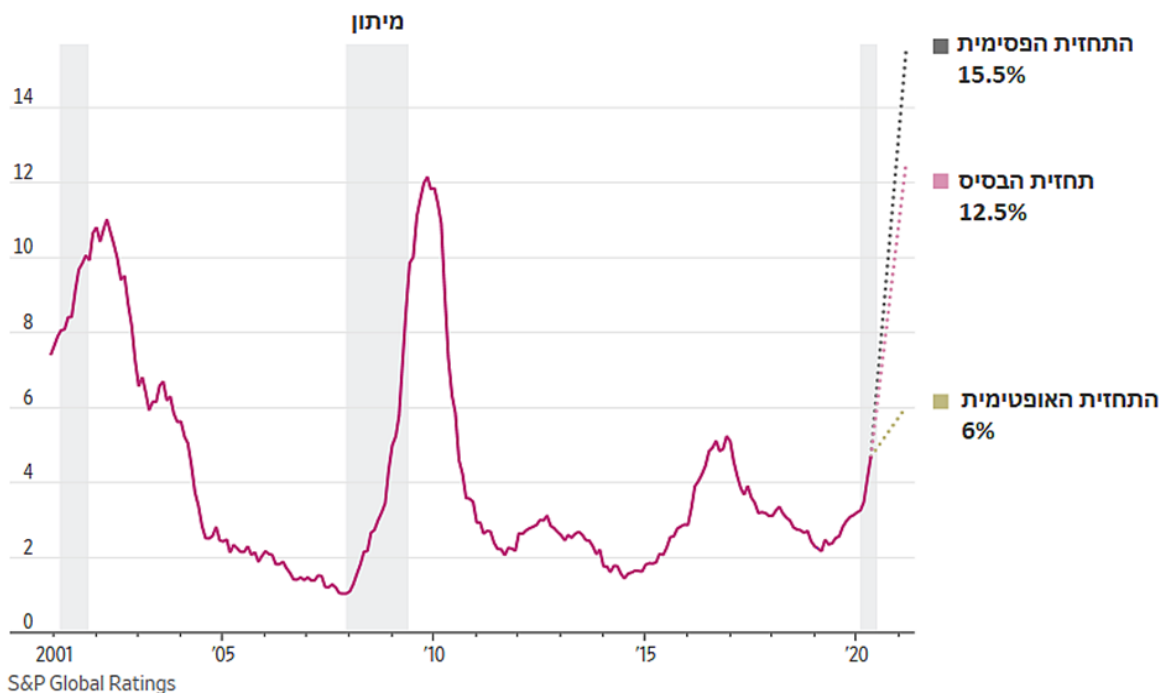
### אג"ח תשואה גבוהה בארה"ב: ראלי זהיר ומתחשב בסיכונים (המשך)

מאידך, החברות בדירוג B- (חברות שאינן כרגע בסכנת חדלות פירעון אך עלולות להגיע למצב זה תחת תנאי שוק קשים), היוו רק כ- 3% מסך ההנפקות. חברת Standard&Poor's מעריכה כי הסיבה לכך היא שתיאבון לסיכון של המשקיעים היה מוגבל בעת זו, על אף שזה נראה אחרת.

כל ההנפקות החדשות הללו הביאו את חברות "הזבל" האמריקאיות למצב בו המינוף שלהן, כלומר יחס של חוב ל-EBITDA (רווח לפני ריבית, מיסים, פחת והפחתות), הגיע לרמות של שיא של 20 שנים. מחד, החברות באמת הזדקקו למזומנים לאור המצב הכלכלי הקשה, ובעיקר בשל העובדה כי לא ניתן להעריך מתי הכלכלה תחזור לפעול כסדרה ותזרימי המזומנים יחזרו לרמות בנות קיימא. מאידך, חברות הדירוגים מתחילות להביע חשש מהזינוק המהיר במינוף בקרב חברות בדירוגים נמוכים; הרי שבכדי לשלם את החובות הללו, החברה צריכה תזרים מזומנים איתן וקבוע. בתחתית של סולם הדירוגים, החברות אינן יכולות להגדיל את חובן בלי לעשות חשבון צמוד של יכולת פירעון.

אומנם המשקיעים נהרו ברבעון השני לנכסים המסוכנים, אך נראה כי בסוף הרבעון, הזהירות חזרה לשורותיהם. בשבוע שהסתיים ב- 1 ביולי, נמשכו מקרנות אג"ח זבל אמריקאיות 3.4 מיליארד דולר, שיא המשיכות השבועי מאז חודש מרץ. המימושים סיימו 13 שבועות של זרמים חיוביים, בהם נוספו לקרנות הללו 54 מיליארד דולר. זו עדיין אינה מגמה, היקף המימושים מעידים על זהירות ולא על פניקה: מרווחי התשואות אומנם עלו במקצת מהשפל של השנה שנרשם ביוני, אך עדיין נותרים ברמה לא גבוהה במיוחד יחסית לתחזיות הקודרות. עם זאת, אין ספק כי החששות הקשורים בגל השני של מגפת הקורונה והשפעתו על הכלכלה, הולכים ומתגברים.

### שיעור פשיטות רגל בקרב חברות בדירוגי תשואה גבוהה ("זבל")



## כלכלה בעולם

### ריבית שלילית? לא בארצות הברית

הדיבורים על האפשרות של הורדת הריבית בארה"ב אל מתחת לרמת האפס, ממשיכים על אף הודעות חוזרות ונשנות של הנגיד ושל חברי הפדרל ריזרב כי אין בכוונתם לנקוט בצעד זה. אפשר לדון על מידת ההצלחה (או, ליתר הדיוק, מידת הכישלון) של הריביות השליליות ביפן ובאירופה, אך יהיו מסקנות הדיון ככל שיהיו, בארה"ב הדבר יישאר בגדר דיון תיאורטי בלבד כל עוד המדינה אינה עומדת בפני אתגר כלכלי או פיננסי גדול בהרבה אף מהמשבר הנוכחי. אכן, הורדת הריבית מתחת לאפס בארה"ב אינה סבירה, ויש לכך מספר סיבות כבדות משקל.

הפדרל ריזרב לא מעוניין לפגוע בבנקים על ידי הריביות השליליות, שכן הפגיעה בבנקים היא פגיעה ביכולתה של הכלכלה לצמוח. כאשר הריבית של הבנק המרכזי הופכת לשלילית, הבנקים נמנעים מלהפוך את הריבית על הפיקדונות לשלילית, בשל התחרות בין הבנקים, בעייתיות חוקית ורגולטורית, התנגדות פוליטית ועוד. כתוצאה, הרווחיות של הבנקים יורדת, והם ילוו פחות לחברות ולפרטיים, ו/או יגבו ריבית גבוהה יותר על הלוואות - כך שהירידה בנזילות תצמצם את סיכויי ההתאוששות הכלכלית המהירה.

אך הבנקים אינם הסיבה היחידה לכך שהפד האמריקאי אינו צפוי להטיל ריבית שלילית. הסיבה אף כבדה יותר הינה הרצון לשמור על אחד מאבני היסוד של המערכת הפיננסית האמריקאית: הקרנות הכספיות. קרנות הנאמנות הכספיות (Money-Market Mutual Funds) רוכשות חוב קצר מאוד מישויות פיננסיות בדירוג גבוה, כולל חברות, בנקים, ממשלות, עיריות ועוד; הקרנות מהוות מקור עיקרי של מזומן זמין לאותן הישויות. בתמורה, משקיעי הקרנות הכספיות נהנים מהשקעה בנכסים איכותיים, בטוחים ונזילים מאוד, אשר אמורים לשמור על ערך כספם לאורך העליות והירידות של השווקים הפיננסיים. כמובן שהתשואה על הנכסים הללו הינה מזערית בשל הסיכון הנמוך מאוד; הריבית השלילית בתוספת דמי ניהול, נמוכים ככל שיהיו, תביא למצב של תשולם התשואה על ידי המשקיעים לקרנות. מאז המשבר הפיננסי הגלובלי, למדה תעשיית הקרנות הכספיות בארה"ב להסתדר עם שולי הרווח הנמוכים או אף שליליים - שכן בסביבת הריבית האפסית, הקרנות גם יודעות לוותר על דמי ניהול לפרקי זמן מסוימים, בכדי שהתשואה נטו ללקוחות לא תהיה שלילית. אך ריבית שלילית של הבנק המרכזי תהפוך את כל העסק ללא כדאי הן עבור הקרנות, והן עבור הלקוחות.

החלת הריבית השלילית צפויה לגרום למרבית הלקוחות לוותר על "התענוג" של השקעה לא כדאית. אם המשקיעים האמריקאים יראו "מינוס" בשורת התשואות, הם פשוט ימשכו את כספם מהקרנות ויעבירו לפיקדונות הבנקים, אשר, כפי שראינו במדינות אחרות, לא יטילו ריבית שלילית כל עוד הם יכולים לשרוד. המשקיעים הפרטיים אף יכולים, בשונה מהחברות ותאגידים, לשמור את כספם "מתחת לבלטות", דבר שעלול לפגוע על הדרך בכלל המערכת הפיננסית ואף להאיץ את המגמות הדפלציוניות. כך, הורדת הריביות מתחת לאפס עלולה למוטט תעשייה פיננסית חיונית בהיקף של 5 טריליון דולר, כרבע מהתמ"ג של ארה"ב - ולהנחית מכה קשה על הכלכלה.

בריחת המשקיעים מהקרנות הכספיות תפגע בחברות וישויות הפיננסיות האחרות אשר סומכים על שוקי הכסף למימון. יציאת ההמונים שכזו נרשמה בשיאה של בהלת השווקים בחודש מרץ. אז, אגירת דולרים הגיעה לשיאה והמשקיעים משכו 140 מיליארד דולר מקרנות הפריים הכספיות, מה שהחריף משמעותית את משבר הנזילות בעולם. הפד נאלץ להתערב עם תכנית תמיכה שמטרתה הייתה לסייע לקרנות הכספיות לעמוד בגל המשיכות ולתמוך בזרימת האשראי לכלכלה הרחבה.

כלומר, בהינתן חוסר הצלחה ממשית של הריביות השליליות ביצירת האינפלציה ובהאצת הצמיחה הכלכלית ביפן ובאירופה, יחד עם הפגיעה המשמעותית במערכת הפיננסית, לא נראה כי הפדרל ריזרב יישם את המדיניות הבעייתית הזו בארה"ב, לפחות בהיעדר תחזית של דפלציה מושרשת לאורך זמן או התמוטטות כלכלית ממשית.





## 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.