



ירידה לשם עלייה... או ירידה

גיליון מס' 69 | אוקטובר 2020



העולם

⊙ מגפת הקורונה: מיליון קורבנות ועוד אחד

שוקי הון

⊙ נכסים בטוחים: יש דבר כזה?

⊙ מניות יפן: בחירה קפדנית משתלמת עד מאוד

⊙ אג"ח זבל: לא עדיף כבר מניות?

|| החדשות החשובות בעולם

מגפת הקורונה: מיליון קורבנות ועוד אחד

"חלק ניכר מההיסטוריה החברתית של העולם המערבי בשלושת העשורים האחרונים הייתה היסטוריה של החלפת מה שעבד עם מה שנשמע טוב." - תומאס סוול

מגפת הקורונה גבתה קורבנות רבים - בחיי אדם, בבריאות, בסבל אנושי, בבריאות הכלכלית של משקי בית ומדינות, ובירידה דרסטית ברמת החיים של מיליונים. הקורבן הנוסף של המגפה היא הגלובליזציה.

בשלבים המוקדמים של המגיפה, תשומת הלב העיקרית הופנתה לתפקידן של שרשראות האספקה. מכיוון שהגבולות נסגרו והמפעלים ננעלו, נוצר חשש מובן כי תלות בשרשראות האספקה תגביר ותאריך את הפגיעה בפעילות הכלכלית בעולם. אך חששות הללו הופרכו עם הזמן: רשתות האספקה המשיכו לתפקד היטב השנה, על אף שיבושים נקודתיים. גם החשש לגבי המשך תנועה חופשית של הון אנושי - קרי הגירה והגירה זמנית לצורכי עבודה - הופרך, למרות סגרים במקומות רבים בעולם והיחלשות ניכרת של שוקי העבודה בכלל המדינות על פני הגלובוס, כתוצאה מהמשבר הכלכלי.

עם זאת, נראה כי מגפת Covid-19 תירשם בספרי ההיסטוריה כנקודה בה גל הגלובליזציה, שעיצב מחדש את כלכלת העולם בשלושת העשורים האחרונים, החל לסגת.

למעשה, הוא החל להיחלש הרבה לפני המגפה; מסיבות רבות שבמרביתן אינן קשורות בפוליטיקה של מעצמה זו או אחרת. כמו בכל תהליך משמעותי, גם כאן הגורמים העיקריים הם כלכליים, הקשורים ישירות בכדאיות, ולא באידיאולוגיה. הגלובליזציה צברה תאוצה על גבי התפתחויות טכנולוגיות שייצרו תנופת מיקור-החוץ - דבר שהפך העברת הייצור למקומות עם עבודה זולה, לכדאית מאוד. אך עם הזמן, הייצור הפך ממוטה עבודה למוטה טכנולוגיות והון, והמניע העיקרי להמשך התעצמות תהליכי הגלובליזציה, נמוג. אך בהחלט קיים גם ההביט הפוליטי: בעבר, תהליכי הגלובליזציה נתמכו על ידי אמונתם של השחקנים המדיניים העיקריים במערב, כי הגברת האינטגרציה שימשה את האינטרסים האסטרטגיים שלהם. אמונה זו נסדקה לאחר הופעתה של אוטוקרטיה כמעצמת-על כלכלית ומתחרה גיאופוליטית למערב.

המגפה עשויה להוות זרז משמעותי לתהליכים שהחלו הרבה לפני, כמו לדוגמה רובוטיזציה בייצור, שתהפוך את עלויות העבודה לשיקול זניח בהחלטות היכן לייצר.



החדשות החשובות בעולם | המשך

מגפת הקורונה: מיליון קורבנות ועוד אחד (המשך)

המגפה עשויה גם להעצים את הלך הרוח הפוליטית המתנגדת לגידול הגלובליזציה.

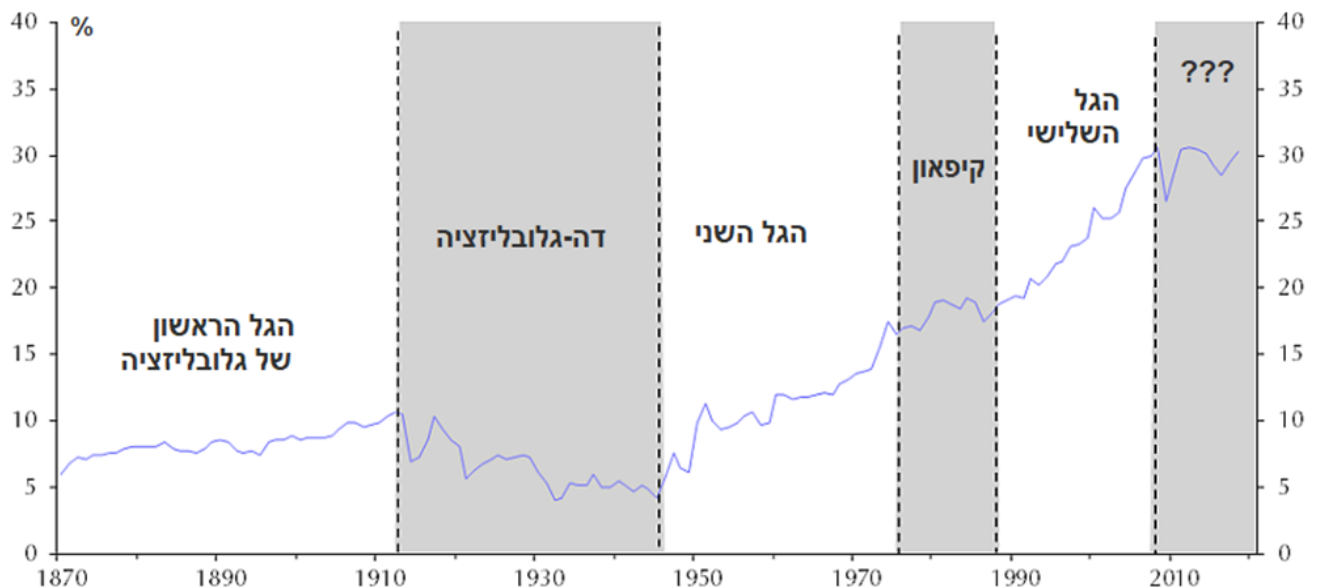
אחד הגורמים העיקריים לכך הוא הרעה משמעותית בתפיסתה הכללית של סין - עמוד התווך של גל הגלובליזציה השלישי - על ידי הציבור בחלק גדול ממדינות העולם. השקפות המיינסטרים כלפי סין הפכו לניציות לאחר שזו ערערה את היציבות הגלובלית בכך שלא הצליחה לשלוט על התפרצות המוקדמת של נגיף ושיקרה על כך; אך גם כתוצאה מהתנהגותה לאחר מכן. מדיניות החוץ האסרטיבית יותר ויותר של בייג'ינג בשילוב עם דיכוי גדול יותר בבית, מזניקים את ההתנגדות לסין במערב.

האלמנט הנוסף בעוינות הגלובלית כלפי סין קשור בהיבט הכלכלי גרידא. סין, מקום המוצא של הנגיף הקטלני, רושמת מזה מספר חודשים שיפור כלכלי ניכר, בעוד ששאר כלכלות העולם שרויות במיתון עמוק. יתרה מזו, ההתאוששות הכלכלית הסינית הינה מסוג שאינו תומך בהתאוששות הגלובלית: בייג'ינג מסבסדת את הצמיחה במגזר הייצוא, בעוד שהצריכה והייבוא נותרים במצב עגום. 1.4 מיליארד צרכנים סיניים היו אמורים להניע ריבאונד עולמי. במקום זאת בייג'ינג תלויה בשאר העולם להמשיך ולקלוט את הייצוא הסיני; מובן כי זה מעורר עוד יותר עוינות כלפי המדינה ברחבי המערב.

במדינות המערב - בשונה מסין - הממשלות מתחלפות לעיתים די תכופות, ואיתן משתנים היבטי מדיניות רבים. אך עולם הטונים של הדיון בין המדינות המתועשות לסין יכול להפוך לפחות עוין, הכוחות הפונדמנטליים שגורמים ל"התנתקות" (חלקית, אך בכל זאת משמעותית) בינן לבין סין, כאן כדי להישאר.

לא כל ההתנגדות מופנית ספציפית כלפי סין כמדינה, אלא יותר כלפי הרעיון של גלובליזציה ללא מעצורים שהיא חייצגת.

ייצוא מוצרים ושירותים בעולם ביחס לתמ"ג הגלובלי: גלי הגלובליזציה



החדשות החשובות בעולם | המשך



מגפת הקורונה: מיליון קורבנות ועוד אחד (המשך)

הסדקים בתפיסה הגלובליסטית החלו להופיע לאחר המשבר הפיננסי הגלובלי של 2008/9. המשבר ההוא חשף את הבעיות שנוצרו בעקבות הגלובליזציה במדינות המערב, כגון שחיקת השכר הריאלי, היעלמות משרות רבות וגידול באי-שוויון ואשר הוסתרו על ידי הגידול הבלתי פוסק בחובות. בתגובה, קובעי המדיניות נקטו בהתערבות מאסיבית בכלכלה (בעיקר מוניטארית), בכדי ולתמוך במערכת הקיימת, מבלי להתחייב לרפורמות וצעדים החלטיים בכלל. אך שפיכת הכספים לכל עבר לא עצרה את הטניה הכללית כלפי הגלובליזציה ואינטגרציה בלתי מרוסנת, שקיבלה את הביטוי החזק ביותר ב-Brexit ובבחירתו של הנשיא טראמפ, אך גם נצפית בכל מקום בארצות המפותחות והמתפתחות המתקדמות ביותר מבחינה כלכלית. ניתן לומר כי הניתוק בין סין לארה"ב (והמערב בכלל) היה חתרוש במקדם או במאוחר גם בלי המגפה הקטלנית, שכן אנשים רבים מדי רואים את עצמם ואת מדינותיהם כמפסידים הרבה יותר ממה שהם מרוויחים, מהפיכת העולם לכפר גלובלי שבו כולם קונים תוצרת סין.

המורשת הכלכלית של מגפת הקורונה עדיין אינה ברורה. באשר לגלובליזציה, יתכן ובעשור הבא היא תצעד במקום, כפי שקרה בשנות ה-80. אך קיימת סבירות הולכת וגדלה להפיכת התהליך, עם ירידה בזרמי סחר והון חוצי גבולות ביחס לתמ"ג העולמי. אם הדבר יוכל על ידי פריצות טכנולוגיות, זה יכול אף להטיב עם הכלכלה הגלובלית באופן כללי, גם אם זה יקשה על חלק מהמדינות העניות להשיג צמיחה מהירה. אך תהליך הדה-גלובליזציה עלול גם להיות מונע על ידי מדיניות מכוונת, שתוחמר על ידי שינויים חברתיים, פוליטיים וכלכליים שיבואו בעקבות מגפת הקורונה. במילים פשוטות, ככל שהמערב ישתכנע יותר כי סין מהווה איום אסטרטגי, כך הניתוק צפוי להיות בלתי נמנע. ללא קשר לאינטרסים - אמיתיים ככל שיהיו - של כל אחד מהצדדים, במקרה כזה, פניית הפרסה של תהליך הדה-גלובליזציה צפוי להשפיע לרעה על התוצר העולמי, על הצמיחה ועל רמת החיים של כל תושבי "הכפר הגלובלי" לשעבר.



שווקים פיננסיים

נכסים בטוחים: יש דבר כזה?

"המציאות לא נעלמת כשמתעלמים ממנה." - תומאס סוול

באופן היסטורי, במהלך תנודות חזקות ומסוכנות בשוקי המניות פנו המשקיעים למקומות בטוחים יותר - לנכסים פיננסיים שנתפסים כמקלט בעת סערה - ועדיין ראו תשואות שפיצו אותם, גם אם חלקית, על הפסדי המניות. הנכסים הללו בדרך כלל הם אג"ח ממשלת ארה"ב, זהב ויין יפני; בעבור משקיעים בעלי השקפה יותר נון-קונפורמיסטית, נכסי מקלט כוללים גם את ביטקוין או אג"ח שווקים מתפתחים.

אך במהלך הירידות בשוקי המניות בספטמבר, משהו השתבש והיה נראה כי למשקיעים אין לאן לברוח: נכסי המקלט רשמו את הביצועים הגרועים ביותר מכל תקופת ירידות אחרת מאז המשבר הפיננסי הגלובלי של 2008/9, כך על פי הניתוח החדש של JPMorgan. הדוח של ענקית הפיננסים מדגיש כי אסטרטגיית ההגנה היחידה שעבדה בספטמבר, היא ההימור על הדולר האמריקאי נגד המטבעות של השווקים המתפתחים.

האסטרטג של JPMorgan ג'ון נורמנד אמר כי "הסל הטיפוסי של הגנות תפקד הפעם כמו ביטוח נגד שריפה שמכסה רק חדר אחד מתוך הבית". ובכן, כך זה נראה: "הביטוח" שמספק הגנה חלקית מאוד: מדד המניות האמריקאי S&P 500 איבד 4.5% במהלך ספטמבר, בהובלת הירידות במניות האנרגיה, הטכנולוגיה והפיננסים. באותה התקופה, הזהב ירד ב- 3.6% לשפל של חודשיים; הדולר התחזק בכ- 2% אל מול המטבעות של השווקים המתפתחים. אג"ח ממשלת ארה"ב והיין היפני סיימו את החודש כמעט ללא שינוי, אך לפחות היין הצליח להוות הגנה מסוימת בכך שעלה אל מול מטבעות אחרים חוץ מהדולר. באשר לנכסי המקלט הפחות מסורתיים, הביטקוין איבד כ- 7% במהלך ספטמבר, והחוב של השווקים המתפתחים ירד בכ- 2.5%.

אפילו השוורים הנלהבים ביותר בשוקי המניות, אינם יכולים להכחיש כי גם אם ציפיותיהם יתממשו, הדרך אל האושר תהיה מאתגרת. בשבועות האחרונים השוק הוכיח עד כמה הוא פגיע להתנודדות לשני הכיוונים בהתאם לחדשות של הרגע. במילים אחרות, לא נראה כי קיימת סיבה אחת מכרעת להיות דובי כלפי שוקי המניות, אך קיימות סיבות רבות להיות זהירים, בייחוד בהגדלת הפוזיציה לאחר הירידות. הרי שלא חסר גורמים שעלולים להפיל את הפוזיציות החדשות בין רגע, בעוד שהנכסים שבדרך כלל עוזרים להגביל את הפסדים, לא מתפקדים כצפוי.

אם זהו המצב, נראה כי המשקיעים אשר אינם מוכנים לקחת סיכון ללא הגנה, ייבחרו פשוט להגדיל את חלק המזומן בתיק, לפחות עד יעבור הזעם של התנודתיות הצפויה בחודשים הקרובים. אם כן, זו תהיה עוד תוצאה לא מכוונת של מדיניות הכסף הזול: המשקיעים ייקחו פחות סיכונים בסביבת התשואות האפסיות, בשל תפיסתם של הנכסים המחזוריים כקשים מדי לגידור.

האסטרטגים של JPMorgan אינם צופים כי הגישה השמרנית הזו תהפוך למספיק מושרשת כדי להשפיע באופן משמעותי על המגמות בשווקים. עם זאת, לדעתם, הלך הרוח הזה יכול להפריך את ההשערה כי "הרי מזומנים" שעומדים מחוץ לשווקים, בהכרח יגיעו במוקדם או במאוחר למניות, שווקים מתפתחים, ושאר נכסי סיכון. אם אין הגנה טובה מספיק מפני הסערה, "ההרים" הללו יישארו גבוהים ללא הגבלת זמן.



שווקים פיננסיים | המשך

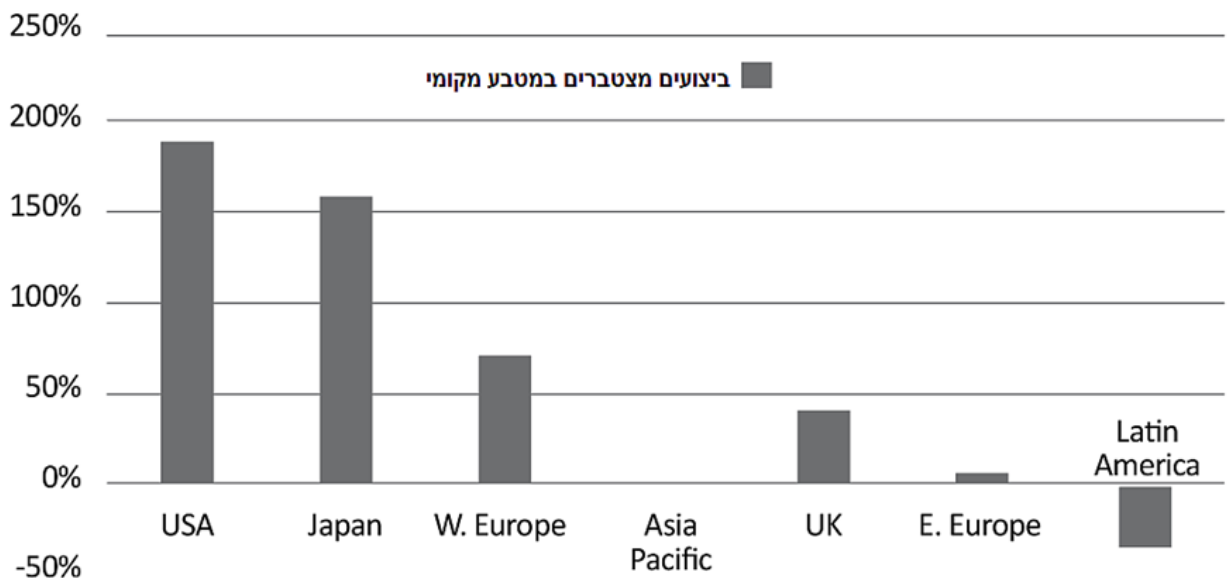
חניות יפן: בחירה קפדנית משתלמת עד מאוד

"החיים לא שואלים מה אנחנו רוצים. החיים רק מציגים בפנינו אפשרויות." - תומאס סוול

בשקט בשקט, איפשהו בחודש אוגוסט החלו מדדי המניות היפניים להציג תשואה עודפת על אלו האמריקאיים - מיצג נדיר בעשור האחרון. הביצועים העודפים של יפן החלו לבלוט באופן ממשי בספטמבר, כאשר מניות ארה"ב רשמו ירידות אחר ירידות, והמניות מארץ השמש העולה רשמו ראלי שהביא את מדד ה-Nikkei 225 לביצוע חיובי מתחילת השנה (שנמחק תוך יום, אבל עצם ההישג הוא חשוב).

לאחר התפטרותו של ראש ממשלת יפן שינזו אבה מסיבות בריאותיות, מי שנבחר להוביל את המדינה הוא יושיהידה סוגה, מי שהיה יד ימינו של רה"מ היוצא; לכן, ההערכה היא כי מדיניות בכלל, והמדיניות הכלכלית בפרט, לא תשתנה. מחד, לצד הישגים רבים, למדיניות של ראש הממשלה הקודם היו גם כישלונות לא מבוטלים בפן הכלכלי, וחוסר שינוי - בפרט בהיעדר הרפורמות המבניות הנחוצות - אינו גורם חיובי. מאידך, בעידן הנוכחי של חוסר ודאות גבוהה כל כך, שוקי המניות ביפן מברכים על כל דבר שמייצב ואף מאט את עולמם; כלומר, המשכיות פוליטית וכלכלית היא ברוכה מבחינתם.

אומנם יפן נפגעה פחות ממדינות רבות אחרות ממגפת הקורונה, אך היא נכנסה למשבר הגלובלי הנוכחי במצב כלכלי רעוע למדי. כמו מדינות רבות, היא רשמה ברבעון השני התכווצות גדולה מאי פעם, אך שביפן זה היה הרבעון השלישי ברציפות של התכווצות. ברבעון השני, רשמה יפן נפילת עתק בצריכה הפרטית, על רקע החולשה המבנית בביקושים הפרטיים במדינה. אך עבור המשקיעים הגלובליים, המכה הגדולה ביותר לעבר הסנטימנט כלפי המניות היפניות, הייתה ההתכווצות בייצוא, שהייתה הגדולה ביותר מאז 2009. גם כאן, מגפת הקורונה הכתה במה שכבר היה חלש, שכן הייצוא נמצא במגמת ירידה קלה מאז 2018. נושא הייצוא הוא אבן היסוד בתפיסת המשקיעים הגלובליים את יפן, וחלק ניכר מהמדיניות המקרו-כלכלית של המדינה נועדה לשמור על יצוא תחרותי.



ביצועי הממדים לתקופת כהונתו של ראש ממשלת יפן היוצא, שינזו אבה: מדצמבר 2012 עד לסוף אוגוסט 2020



שווקים פיננסיים | המשך

מניות יפן: בחירה קפדנית משתלמת עד מאוד (המשך)

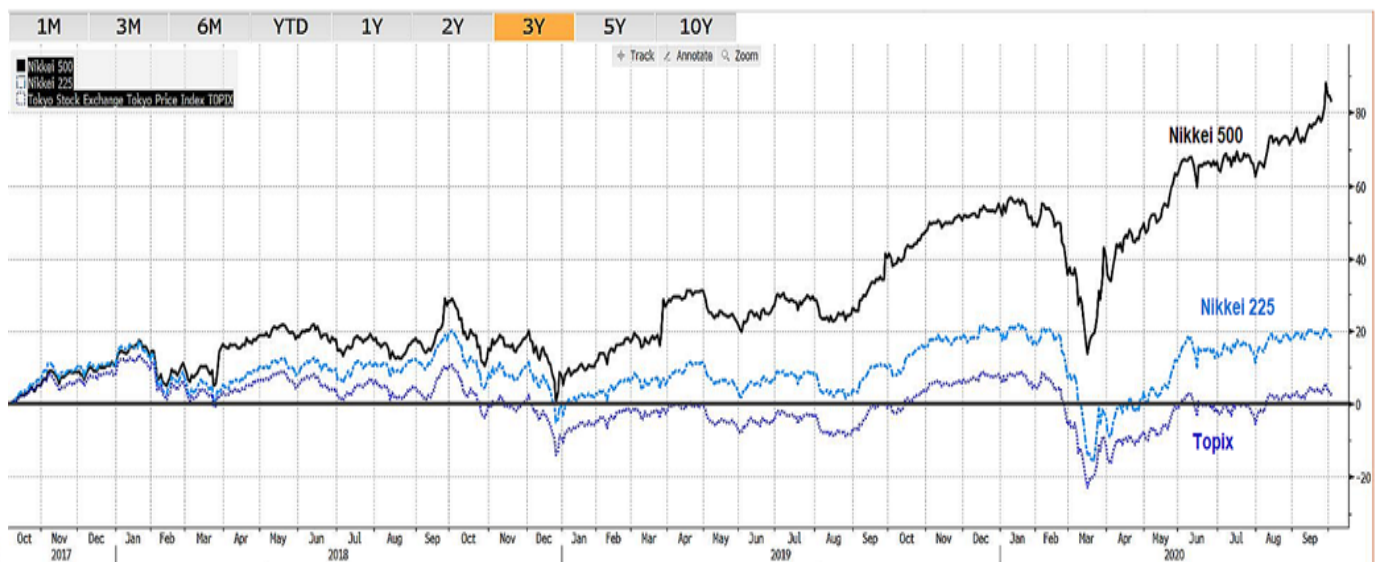
כלכלת יפן אכן רושמת התאוששות, אך איטית ומגמגמת. מדדי הייצור משתפרים, כלומר, מצביעים על התכווצות יותר איטית, אך לא על צמיחה. סנטימנט הצרכנים תקוע ברמה נמוכה; שיעור האבטלה אף עלה במקצת; המדד המקדים לכלכלה לא מצליח להתרומם מעומקים של רמת שנת 2009. הנושא הכאוב ביותר, האינפלציה, גם לא מוסיף נחת: מדד המחירים החיבה שוב רושם ירידות בחודשים האחרונים. כלכלת יפן אינה מתפרקת אך גם אינה מזנקת: אותה צעידה על המקום שיפן רגילה אליה מאז שנות ה-90.

אך בנוף הכלכלי האפרורי של יפן ישנה נקודת אור אחת: שוקי המניות, או לפחות חלק מהם. המדיניות הכלכלית היונית ביותר של ראש ממשלת יפן הקודם האיצה את שוק המניות הרבה יותר ממה שהיא האיצה את הכלכלה; היא גם הצליחה למשוך ליפן משקיעים זרים שלפני כן התרגלו לחשוב שיפן היא מחוץ לתמונה. בסוף תקופת אבה גבר הייאוש ביפן ומחוצה לה מחוסר הצלחה משמעותית בנושאים הכלכליים; אך המחירים הזולים מאוד של המניות היפניות ביחס לשווקים מפותחים אחרים ובפרט ארה"ב, שוב מושכים אליהן את המשקיעים.

הביצועים של המדדים היפניים היו טובים מאשר אלו של אירופה, אך הם לא היו מעוררי השראה בלשון המעטה. זאת, פרט למדד אחד ולא מוכר מחוץ ליפן, Nikkei 500, שתופס את אחד המקומות הראשונים בעולם השנה מבחינת הביצועים, שכמעט זהים (בחישוב דולרי) לאלו של מדד ה-Nasdaq המהולל. המדד Nikkei 500 גם עבר לאחרונה את השיא של שוק המניות ביפן שנרשם ב-1989, בעוד ששאר המדדים היפניים עדיין נמצאים עשרות אחוזים מתחתיו.

מדד הדגל Nikkei 225 הניב מתחילת השנה מינוס 1%, והמדד הרחב Topix ירד ב-4.5% - ובאותו העת, המדד Nikkei 500 זינק ב-19%! והביצועים הללו אינם אופנה חולפת: בשלושת השנים האחרונות, הניב המדד המיוחדתשוואה של 83%, לעומת 18% ו-2% שהניבו שני המדדים המוכרים.

ביצועי המדדים היפניים בשלושת השנים האחרונות



שווקים פיננסיים | המשך

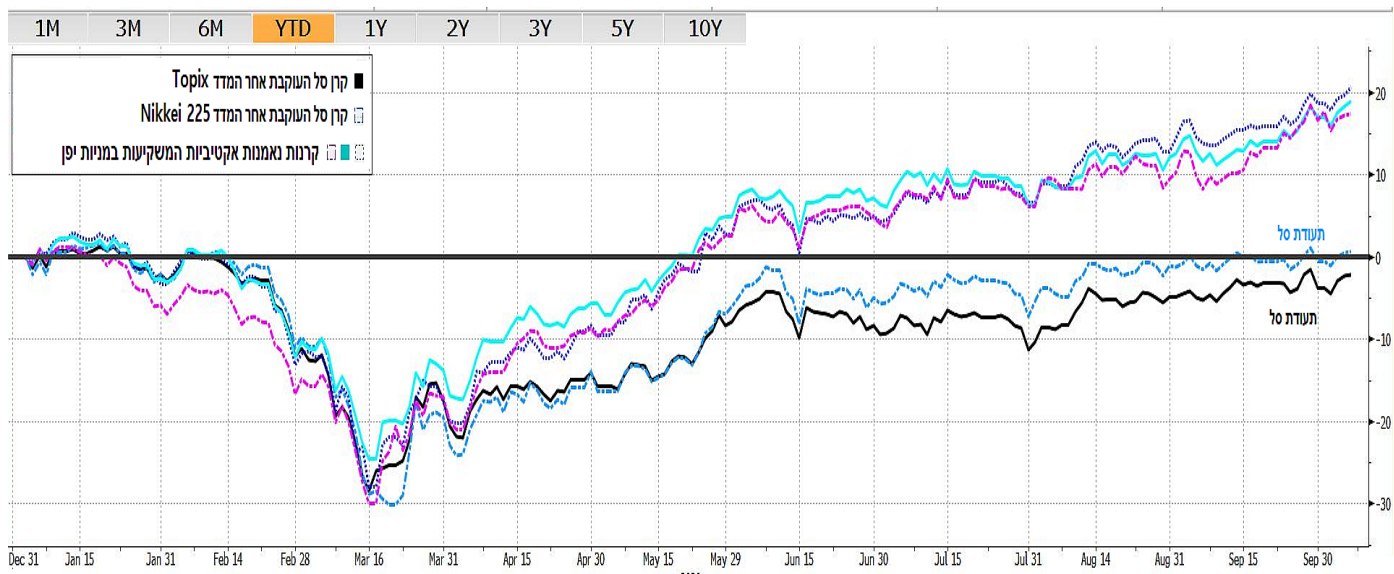
מניות יפן: בחירה קפדנית משתלמת עד מאוד (המשך)

המדד Nikkei 500 בנוי בצורה דומה לזה של אחיו המפורסם Nikkei 225, אך כולל הרבה יותר חברות - אך לא יותר מדי, כמו במדד הרחב ביותר, Topix. מדד ה-Topix כולל בערך מחצית מכלל החברות הנסחרות בשוק היפני, כאשר חלק גדול מהן קטנות, עם נזילות נמוכה, וללא רווחים. מאידך, המדד Nikkei 225 ידוע לשמצה על כך שהוא מיושן מאוד מבחינת ההרכב, ואינו מכיל חברות צמיחה אלא נוטה לחברות מ"הכלכלה הישנה"; כמו כן הוא מייחס משקלים גבוהים מדי לחברות ספציפיות, כך שאם מנייה של חברה שכזו אינה עולה, היא מושכת מטה את כלל המדד.

לעומתם, המדד Nikkei 500 מצליח לייצג את השוק היפני ולשקף את המעבר של הכלכלה למבוססת שירותים ודיגיטציה. המדד כולל חברות יפניות רבות שאינן במדד ה-225, אך הינן פופולריות בקרב המשקיעים היפניים בשל גידול נאה ברווחים. החברות הללו אחראיות למרבית הביצועים של Nikkei 500 מתחילת השנה. כך לדוגמה, יצרנית הקונסולות והמשחקים Nintendo תרמה יותר מכולן לביצועי המדד כשזינקה בכ-40% מתחילת השנה; מאחוריה התייצבו חברות כמו יצרנית מערכות אוטומציה Keyence וענקית הרהיטים Nitori, ועוד רבות וטובות.

אלו הן בשורות טובות למשקיעים שעד כה התרחקו מהשוק היפני בשל ביצועי החסר לעומת המדדים האמריקאים. הבשורות הפחות טובות הן כי אין מחוץ ליפן תעודת סל העוקבת אחר המדד המנצח. אך בהתבונן בביצועיהן של מספר קרנות נאמנות אקטיביות המשקיעות ביפן, נראה כי הדרך להנות מהביצועים של החברות הטובות ביותר במדינה קיימת בהישג יד, גם אם היא יקרה יותר מאשר השקעה בתעודה פאסיבית.

ביצועי תעודות סל על המדדים היפניים אל מול ביצועי הקרנות המנוהלות, מתחילת השנה



שווקים פיננסיים | המשך

אג"ח זבל: עדיף כבר מניות?

"רטוריקה אינה תחליף למציאות." - תומאס סוול

אג"ח תשואה גבוהה (אג"ח זבל) הניבו תשואה עודפת על המניות במהלך התקופות הקודמות של התאוששות לאחר המיתון; אך הפעם הן לא ממש "עושות את העבודה". שוק אג"ח תשואה גבוהה הציג ביצועי יתר מעל שוק המניות בשלושת השנים שלאחר תקופות המיתון האחרונות, בשנים 2008, 2000 ו-1990, עם הפרש של לפחות 10% בשנה לטובת האג"ח. כעת, נראה שהשווקים סטו מהמסורת, לפחות כך נראה מספר חודשים לאחר תחילת ההתאוששות (בתקווה שאכן זוהי ההתאוששות).

מאז השפל ב-23 במרץ ועד סוף חודש ספטמבר, עלו אג"ח זבל ב-22%, בעוד שמדד המניות הרחב S&P 500 זינק באותה התקופה ב-51%. ספטמבר היה החודש הגרוע ביותר מבחינת ביצועי אג"ח הזבל מאז מרץ: לאחר חמישה חודשים של עליות, רשם המדד Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index ירידה של מעל 1% מתחילת השנה ועד סוף ספטמבר, עלה המדד של אג"ח זבל ב-0.6% בלבד, בעוד שאג"ח תאגידיות בדירוג השקעות החזירו 6.6%. יתכן שאחת הסיבות לביצועים הגרועים של אג"ח תשואה גבוהה בספטמבר, היא הנפקות שיא לצד המשיכות הכבדות של כספי המשקיעים מאג"ח אלו.

בספטמבר, רשם שוק אג"ח זבל שיא חודשי בהנפקות, כאשר החברות היותר או פחות מפוקפקות הנפיקו ומכרו חוב על סך 47 מיליארד דולר. היקף זה של מכירות הכניס את ספטמבר 2020 לספרי ההיסטוריה הפיננסית כספטמבר הגדוש ביותר בהנפקות אי פעם במימד זה, וכן כחודש השלישי בגודל ההנפקות של אג"ח זבל מאז שאלו קיימות. אם כי צריך לציין כי רוב המכירות היו עסקאות מימון מחדש (שצפויות להימשך בקצב ער גם באוקטובר), שחלק גדול מהן הוקדמו בכדי להתבצע לפני הגל של אי-הוודאות הקשורה בבחירות לנשיאות, וכן לפני הגל השני/שלישי של נגיף הקורונה אשר עלול להכות במלאו העוצמה, כך על פי החששות, בחודשי החורף. מאידך, מתוך 10 חודשים הגדולים ביותר בהיסטוריית ההנפקות של אג"ח זבל בארה"ב, ארבעה נרשמו במהלך 2020, והיד עוד נטויה.

מתחילת 2020 ועד סוף ספטמבר, בוצעו הנפקות של חוב תשואה גבוהה על סך יותר מ-335 מיליארד דולר, יותר מאשר בכל שנת 2019 ושיא כל הזמנים. הורדת הריבית לרמת האפס על ידי הפדרל ריזרב אפשרה לחברות רבות, הן בדירוג ההשקעות והן בדירוגי הזבל, להנפיק אג"ח בהיקף גדול, בכדי להגדיל את כריות המזומנים שסייעו להתגונן בפני משבר הקורונה. אומנם הנזילות אכן עוזרת, אך להנפקות הללו הייתה גם תופעת לוואי פחות נעימה: היחס בין חוב לרווחים גדל משמעותית, בייחוד בתעשיות שרווחיהן נפגעו קשות מהמגפה, כגון ענף התעופה. חברות שהגדילו כך את הנזילות, קיבלו "אות קין" של דירוג זבל דווקא בעקבות ההנפקות הגדולות והמוצלחות, למרות שהגדלת שיעור החוב סייע להרחיק אותן מפשיטת הרגל.

על פי חברת דירוג האשראי S&P Global Ratings, הצפי הוא כי שיעור פשיטות הרגל בקרב חברות תשואה גבוהה בארה"ב יגיע ל-12.5% ביוני 2021. אם כי, יש לציין כי רוב הבעיה נמצאת בדרג הנמוך יותר של הקטגוריה: יותר ממחצית מסך הורדות הדירוג של חברות שביצעה S&P, התרחשו בקרב החברות בדירוג B ומטה; בעוד שעד כה השנה, מעל 90% מפשיטות רגל התרחשו בדירוגים הנמוכים ביותר, CCC. בארה"ב, חלק ניכר מהחוב בדירוג CCC שייך לחברות הכרייה והנפט, שנפגעו קשות מחולשת מחירי הסחורות. מאז חודש אפריל, נרשמו עליות חזקות דווקא במדדי אג"ח בדירוג הנמוך ביותר, אך הן נוצרו עקב כך שאג"ח של החברות שפשטו רגל, נמחקות מהמדד ולא יכולות יותר להשפיע עליו (וכאמור בדרג זה נרשמו פשיטות רגל רבות).



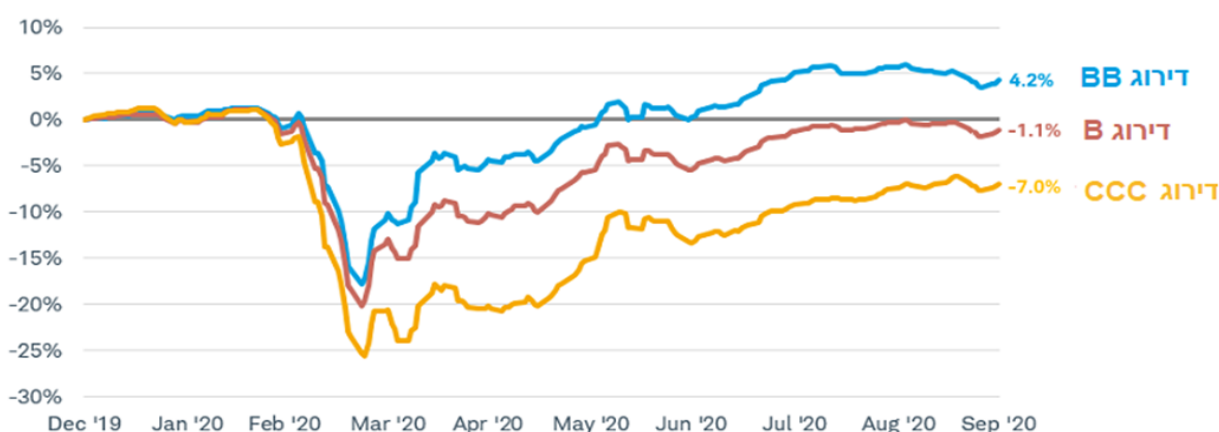
שווקים פיננסיים | המשך

אג"ח זבל: עדיף כבר מניות? (המשך)

ובכן כפי שניתן לראות, חברת S&P אינה רואה את כלל חברות הזבל כמקשה אחת, אלא צופה הבדלים משמעותיים ביכולת הישרדות עתידית לפי ענפים כלכליים. כך, לדבריה, חברות בתחום הטכנולוגיה, בריאות וצריכה חיונית זולחות את המשבר מבלי פגיעה גורפת בכושר פירעון; לעומתן, חברות מענפים אחרים אינן צפויות להתאושש באופן מלא אף לא בשנה הבאה. חברת S&P מדגישה כי החברות השייכות לסקטורים אשר נפגעו יותר מכולן ממגפת הקורונה, כגון כלי רכב, תיירות, תעופה ופנאי, לא צפויות להתאושש לפני שנת 2023.

חברת הניתוח והדירוגים Moody's דוחה לאחרונה כי שיעור פשיטות הרגל בקרב חברות בדירוג ספקולטיבי כבר הגיע לשיאו מאז 2009 ועמד על 8.7% בסוף אוגוסט, יותר מכפול ממה שהוא היה לפני שנה. התחזית של החברה לגבי 2021 דומה לזו של S&P. יתכן כי משבר הקורונה לא רק יוצר פשיטות רגל המוניות ובלתי צפויות, אלא גם מקדים את אלו שהיו מתרחשים במוקדם או במאוחר גם בלעדיו (בתחום האנרגיה, הקמעונאות ועוד). גם Moody's עושה הבחנה לא רק בין הענפים אלא גם בין הדירוגים, כאשר הדירוגים הנמוכים יותר, B ומטה, נמצאים בסיכון הרבה יותר גבוה לאי-תשלום מאשר החברות בדירוג BB (אשר חלק מהן עד המשבר היו בדירוג השקעות והורדו עקב פגיעת המיתון הכלכלי או ההגבלות הממשלתיות, בהכנסותיהן; הן ממשיכות להיות חברות טובות שעוברות תקופה קשה). ההבדל בין דירוגי הזבל השונים משתקף גם בביצועים מתחילת השנה, כאשר האג"ח בדירוג הגבוה ביותר במדד זה, רושם את הביצועים הטובים ביותר, בפער גדול.

ביצועי אג"ח תשואה גבוהה מתחילת השנה, על פי דירוג



למרות התפיסה הרווחת כי משקיעי האג"ח צמאי התשואות מוכנים לקחת יותר סיכונים מאשר בעבר, ההיצע כה מאסיבי של אג"ח תשואה גבוהה בתקופה כה תנועתית ואי-וודאית כפי שנרשמה בספטמבר, לא התקבל בהבנה. קרנות סל המשקיעות בנכסים אלו רשמו משיכות כבדות של כספי המשקיעים. כך, בשבוע שהסתיים ב-23 בספטמבר, נמשכו מהקרנות הללו 4.22 מיליארד דולר, שיא מאז ה-1 ביולי; המשיכה באה לאחר שבשבוע הקודם נמשכו מקרנות אלו כחצי מיליארד דולר. בשבוע האחרון של ספטמבר, משכו המשקיעים עוד 3.6 מיליארד דולר מאג"ח זבל.

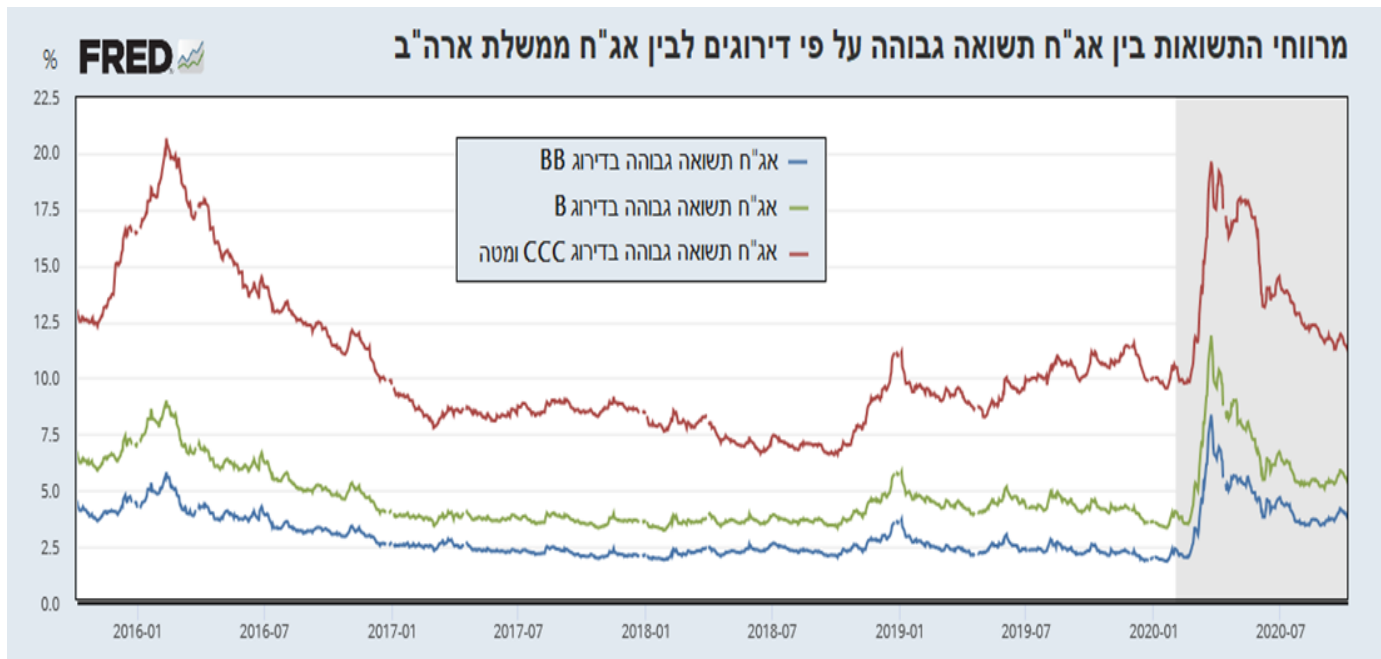


שווקים פיננסיים | המשך

אג"ח זבל: עדיף כבר מניות? (המשך)

הביקוש לאג"ח תשואה גבוהה הן סוג של מדד-פרוקסי לסנטימנט כלפי הכלכלה. נכון שהתמיכה המוניטארית המסיבית של הפדרל ריזרב בשוק האג"ח, כולל אג"ח תשואה גבוהה, שיבשה מאט את הקשר הישיר בין התחזיות הכלכליות לתשואות האג"ח, אך בתקופות של חוסר וודאות מרבית והרעה בתפיסתם של המשקיעים של המצב הכלכלי העתידי, הנכסים המסוכנים יותר הם הראשונים שנפגעים. הבחירות לנשיאות מתקרבות, ואיתם החששות למחלוקות קשות שעלולות לפגוע ביציבות הממשל; בנוסף, מספר הנדבקים בנגיף הקורונה שוב עולה, והדבר מטיל ספק רב ביכולתה של הכלכלה להמשיך להיפתח ולהתאושש במהירות.

לא פלא הוא שבמצב זה חלק מהמשקיעים לא ירצו להיחשף לחובות מסוכנים בעלי סיכון גבוה לפשיטת רגל ואי-תשלום; ואלה מהם שמוכנים לקחת סיכון, ידרשו פיצוי גבוה יותר בגינו. המרווח בין תשואות המדד לאג"ח זבל לבין אלו של אג"ח ממשלת ארה"ב ירד משמעותית מהשיא של מעל 11% אליו קפץ בבהלת הקורונה בחודש מרץ; כעת המרווח הממוצע נמצא בסביבות ה- 5.2%, גבוה במקצת מהממוצע הרב-שנתי. כרגע, הנחת הבסיס היא שעם כל האי-ודאות והבעיות הכלכליות בטווח הקרוב, כלכלת ארה"ב נמצאת על תוואי ההתאוששות והתנאים הכלכליים ילכו וישתפרו. אך אם ההנחה הזו תוכח כאופטימית יתר על המידה, יתכן ומרווחי התשואות המוצעות למשקיעים על ידי אג"ח זבל, ובפרט אלו המסוכנות ביותר (שכל הרעה קטנה ביותר עלולה לגרום אותן מעבר לסף), אינם מספיקים.



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.