3.12.2023

מברק למשקיעים לסיכום חודש נובמבר 2023

משקיע יקר

עליות שערים חדות החודש בשיעור של 8% במדדי המניות גם בחו"ל וגם בת"א, כתיקון מלא לצלילה בשיעור דומה בחודש שעבר. התנודה החריפה מעלה ומטה בשווקים הפיננסים נבעה אך ורק מהשינוי החד בתשואת האג"ח של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים, שזינקה מ-4.3% ל-5% ובחזרה. התנודה הזו באג"ח היא שטלטלה גם את הבורסה בת"א מטה ומעלה בעוצמה, ולא רק המלחמה בעזה כפי שניתן אולי לחשוב.

בתיאוריה (עפ"י מודל תמחור נכסי סיכון CAMP), תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב (הנחשבת נכס חסר סיכון) מסמלת עבור המשקיעים את התשואה השנתית הנמוכה ביותר מבין האלטרנטיבות. מכאן, כל השקעה מסוכנת יותר אמורה להניב תשואה גבוהה בהתאם. לפיכך, עליה בתשואת האג"ח ל-10 שנים בשיעור של 0.7% לכל שנה, מביאה לעלייה באותו שיעור בתשואה שהמשקיעים יבקשו עבור כל ההשקעות המסוכנות יותר. מכיוון שאין שינוי בתקבול שיתקבל מההשקעה בעתיד, אזי המשמעות המיידית היא צניחה במחיר הנכס היום.

כך לדוגמא, עליית התשואה באג"ח מורידה את מחיר הדירה המרבי שיסכימו המשקיעים לשלם, כדי לגלם תשואה גבוהה יותר משכר הדירה הצפוי להתקבל בעתיד.

תשואת האג"ח ארה"ב ל-10 שנים ירדה משיעור של 16% בשנת 1980, עד לרמה של 4% בשנת 2008. עם פרוץ משבר הסאב פריים והורדת הריבית לאפס ירדה התשואה בהתאם, ואף הגיעה לשפל היסטורי של 0.5% עם פרוץ משבר הקורונה, כתוצאה מהכפלת כמות הדולרים שהדפיס הפד ורכישות ענק שלו באג"ח ממשלת ארה"ב.

רק לפני חודשיים, בחלוף 15 שנים, הצליחה תשואה האג"ח לטפס שוב מעל 4%, ומכאן נולדה התנודה החריפה בשווקים מאז אוקטובר. כעת, מגמת העלייה החדה מהשפל ההיסטורי בתשואת האג"ח מיצתה את עצמה, והיא צפויה להתייצב סביב 4.5%, ולגלם ריבית נורמלית במשק של 3.5% בממוצע רב שנתי, פלוס 1% פרמיית נזילות.

עומס החוב שנצבר בעשור של אפס ריבית והלוואות חינם, הוא בלתי ניתן למחזור בריבית נורמלית כזו. בשנים הקרובות אנו צפויים לגל של שמיטת חובות, החל ממשקי בית עמוסי אשראי צרכני ומשכנתאות, ועד מדינות שהחוב שלהן הוא גבוה משמעותית מעל התוצר השנתי: כמו ארה"ב, מדינות האיחוד האירופי, סין ויפן.

מלחמה, אסון טבע או מגפה אינם משפיעים לאורך זמן על תמחור שוקי המניות, והתנודה שנולדת בבורסה עם פרוץ אירוע כזה היא פסיכולוגית וקצרת טווח. על כן, אנו המשקיעים נדרשים להתעלם לחלוטין מהרעידה הראשונית בתיקי ההשקעות. רק בשוך הסערה כשהמצב החדש מתייצב, יש לבחון את ההשפעה הכלכלית של האירועים על אפיקי ההשקעה בטווח הארוך.

עפ"י התחזיות הרשמיות של האוצר ובנק ישראל, ובהצלבה לתחזיות הבנקים הזרים וארגון ה-OECD, הלחימה בעזה צפויה להמשך באינטנסיביות עד לסוף הרבעון הראשון 2024, אז ישוחררו מחצית מ-350 אלף אנשי המילואים. לחימה בעצימות נמוכה לטיהור הרצועה והגנת הגבולות תמשך עד לסוף שנת 2024. עלות המלחמה היא כמיליארד ₪ ביום, ובסה"כ 160 מיליארד ₪ (10% מהתוצר השנתי), לשלב האינטנסיבי. התרחיש אינו מניח מלחמה בלבנון.

לפיכך צפויה הצמיחה לנפש בשנת 2023 לעמוד במקום, והיא תהיה שלילית קלה בשנת 2024. בניכוי האינפלציה שצפויה להישאר מעל היעד של 3% שנתי – התוצר הריאלי יצטמצם בצורה משמעותית. יחס החוב לתוצר יעלה מ-60% ל-65%, והגירעון יגדל ל-6%. שיעור האבטלה יישאר גבוהה לאורך זמן בגלל פינוי של 125 אלף תושבי הגבולות ומגויסי המילואים. בנוסף יחסרו כ-100 אלף עובדים זרים ופלסטינאים, והקפאון בשוק הנדל"ן והחקלאות יביא לקריסת יזמים עתירי חוב.

תחזית זו תואמת את מדיניות ההשקעה שנקטנו ממילא במהלך השנתיים האחרונות: חשיפה נמוכה לסיכון, ללא מניות בנקים ונדל"ן, והשקעה באג"ח קצר לפדיון צמוד לאינפלציה. נוסיף לדבוק במדיניות שמרנית זו.

אלדר גנזל

מנכ"ל

אין באמור כדי להוות ייעוץ השקעות ו/או תחליף לייעוץ אישי המתחשב ומותאם לצרכי ונכסי כל אדם בידי יועץ השקעות בעל רישיון