2.11.2022

מברק למשקיעים לסיכום חודש אוקטובר 2022

משקיע יקר

מגמה חיובית בשוקי המניות החודש, כשהחשש המיידי מקריסת קרנות הפנסיה בבריטניה ירד מהפרק לעת עתה, עם חילופי השלטון המהירים בממלכה וביטול התוכנית הכלכלית הכושלת שהוצגה בחודש שעבר. הכלכלה האמריקאית מוסיפה לשדר עמידות ועוצמה, מה שיחייב את הפד להגביר את ההידוק המוניטארי ולהעלות את הריבית ל-4.5% עד סוף השנה, באופן שיקרב את המערכת הפיננסית צעד נוסף אל פי תהום.

העקרון הבסיסי במודל CAPM (מודל לתמחור נכסי הון), קובע כי המשקיעים יבקשו תשואה עודפת בעבור סיכון עודף. הסמן הימני של כל ההשקעות הוא ה"נכס חסר הסיכון", שהתשואה/סיכון הגלומים בהשקעה בו הם הנמוכים ביותר. כשבוחנים השקעה במניות (השקעה לזמן ארוך), נהוג להשוות את התשואה הגלומה בהן למול התשואה של האג"ח הממשלתי ל-10 שנים באותה מדינת מטבע. האג"ח של ממשלת ארה"ב ל-10 שנים נחשב כנכס חסר סיכון אולטימטיבי להשקעות במטבע הדולר.

במהלך העשור החולף הדפיס הפד האמריקאי 8 טריליון דולר ובכך הגדיל את כמות הדולרים במשק פי 10 (יחסית לכמות הכסף הבסיסית בשנת 2008 ערב משבר המשכנתאות). הדפסה זו נעשתה בעיקר באמצעות רכישת אג"ח ממשלת ארה"ב בכסף שלא היה קיים (ונדרש היה להדפיסו באופן וירטואלי). כך יצר הבנק ביקושים מלאכותיים לאג"ח, השער שלהן זינק והתשואה הגלומה בהן ליום פדיון ירדה בהתמדה עד לשפל קרוב לאפס.

תהליך אלים וחסר תקדים זה התרחש לצד הורדת הריבית קצרת הטווח (ריבית לחודש הקרוב) לאפס. כך נוצר מצב מעוות של העדר אלטרנטיבות ולכאורה היה הגיון כלכלי (בהתאם למודל CAPM) לרכוש מניות ונדל"ן במחיר מופקע שהתשואה הגלומה בהן היא אחוזים בודדים למול סיכון רב. רכישות בסיכון אלה מומנו ע"י חוב עתק והוא מצוי היום בשיא של כל הזמנים, כאשר החוב הגלובאלי גבוה פי 3.5 מהתוצר השנתי הגלובאלי. חוב מפלצתי שכזה לא ניתן להחזיר במלואו.

תופעת הלוואי המתבקשת של הדפסת כספים בלתי אחראית היא התפרצות היפר אינפלציונית, וזו מכה בכלכלה הגלובאלית בשנה האחרונה. כתגובה נאלץ הפד להעלות את הריבית קצרת הטווח, אבל חשוב מזה – הוא החל "לשרוף" את הכסף שהדפיס בקצב הולך וגובר מאז חודש יוני. עד כה צומצם המאזן ב-200 מיליארד דולר בלבד (מתוך כ-9 טריליון), ומחירי האג"ח צללו בתגובה בעשרות אחוזים, כאשר התשואה הגלומה בהן עד ליום הפדיון זינקה מ-1.5% בתחילת השנה ל-4.1% היום. רמת תשואה כזו לא נראתה 14 שנים.

תזוזה של "הסמן הימני" במודל CAPM מחייב את כל הנכסים המסוכנים יותר לאבד גובה כך שהתשואה הגלומה בהשקעה בהן תזנק בהתאם. אולם תזוזה מהירה שכזו, בקצב שלא נראה מעולם, יוצרת כאוס של ממש בכל הנכסים האחרים. עד כה הורגש הזעזוע בעיקר במניות הטכנולוגיה שהתמחור שלהן היה מנותק מהמציאות בחסות האלטרנטיבה האפסית, אך ככל שעובר הזמן והתשואה הגלומה באג"ח עולה, גם אפיקי הנדל"ן, הבנקאות והפיננסים נאלצים להגיב.

עונת דיווחי החברות לסיכום הרבעון השלישי בארה"ב מספרת בדיוק את אותו סיפור. ענקיות הטכנולוגיה קרסו בתגובה להורדת תחזיות, כשמדד הנאסד"ק (טכנולוגיה) מוביל את הצניחה מאז תחילת השנה. שוק הנדל"ן הרותח מציג רק עכשיו סימני התקררות מהירה, ורק מגזר הבנקאות עושה שרירים ומראה רווחיות שיא בצל עליית הריבית והאינפלציה, מה שמייקר את החזרי ההלוואות.

הגידול בריבית החובות הוא ברכה עבור הבנקים בטווח הקצר, אך הלחץ הגובר על הלווים מצד ההחזר החודשי מחד ומירידה צפויה בערך הנכס הנדל"ני מאידך, צפויים בוודאות להעלות את סך החובות המסופקים (שיש ספק לגבי ההחזר שלהם), והדבר יקטין את רווחיות הבנקים עד לאפשרות של קריסה מערכתית.

ככל שסביבת האינפלציה והריבית העולה תתמשך, נוסיף לפעול בחשיפת חסר למניות ובשמרנות באג"ח צמודות למדד, לתקופה קצרה לפדיון.

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