

שווקי האג"ח בעולם מתמחרים העלאות ריבית -ו"החידה" של גרינספן עומדת שוב למבחן

ברק גרשוני

בחודש האחרון מתרחש בשוק האג"ח הממשלתיים במדינות רבות בעולם תהליך חריג של השתטחות עקומי התשואה - אגרות החוב לטווח קצר סופגות הפסדי הון בעוד שאגרות החוב הארוכות נותרות ללא שינוי משמעותי. תרחיש של "השתטחות העקום" קורה כשהשוק צופה שינוי במדיניות הבנק המרכזי ממדיניות מוניטרית מרחיבה (הפחתת ריבית) אל עבר מדיניות מוניטרית מצמצמת (העלאת ריבית).

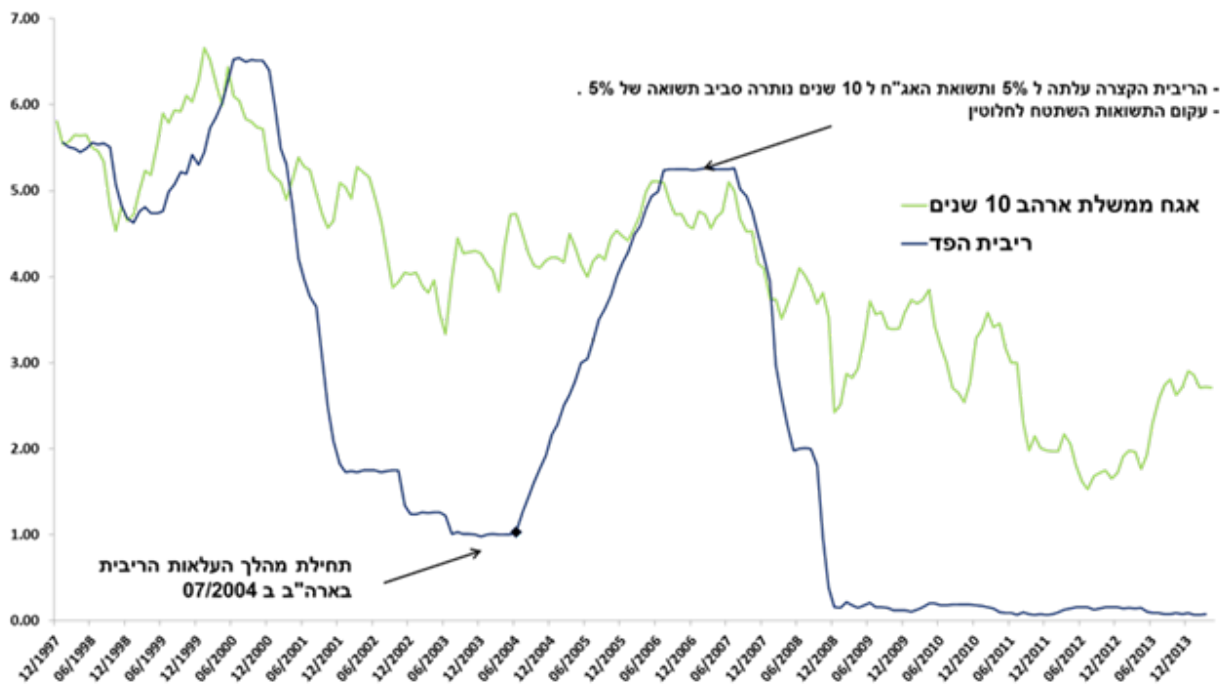
מדובר במהלך מעניין שסוחרי אג"ח יכולים להרוויח ממנו הרבה מאד כסף. המשקיע הנודע, ביל אקמן, ציץ השבוע כי הוא מושקע בתרחיש כזה ובאותה נשימה עדכן כי לאחרונה העביר מצגת בשלוחת הבנק המרכזי האמריקאי בניו יורק והסביר להם מדוע הם צריכים להעלות את הריבית כבר עכשיו....

[Bill Ackman on Twitter: "I gave a presentation https://t.co/U9C5OoiDq3 to the Federal Reserve Bank of New York last week to share our views on inflation and Fed policy. The bottom line: we think the Fed should taper immediately and begin raising rates as soon as possible." / Twitter](https://t.co/U9C5OoiDq3)

האם תרחיש ה Conundrum של אלן גרינספן ישוב לתחיה ?

המקרה המפורסם ביותר של השתטחות עקום ארע בארה"ב בשנים 2004-2005. ב 02/2005 לאחר מספר העלאות ריבית רצופות של יותר מ 1.50% העיד נגיד הבנק המרכזי דאז של ארה"ב, אלן גרינספן, בישיבה בסנאט האמריקאי, והתייחס לתופעה התמוהה שחרף כל כך הרבה העלאות ריבית של הפד, תשואות האג"ח לטווח של 10 שנים כמעט ולא זזו. כל ההשפעה של העלאת הריבית נספגה בחלק הקצר - בינוני של העקום אך החלק הארוך נותר יציב. המצב הגיע לכך שעקום התשואות כמעט והתיישר, כאשר אגרת חוב לשנה נסחרה כמעט כמו אגרת חוב ל 10 שנים, סביב 5%.

גרינספן אמר (בתרגום חופשי) - שהוא דוחה את ההסברים שסופקו עד כה לתרץ את התופעה וכי ההתנהגות הכללית הבלתי צפויה של שווקי האג"ח בעולם נותרת בעיניו חידה בלתי פתורה (a Conundrum).



החידה הזו, של עליית תשואות בחלק הקצר ללא תגובה כמעט בחלק הארוך של העקום הוסברה בדיעבד במגוון הסברים -

הסבר נפוץ היה שתשואות האג"ח לטווח ארוך לא עלו כי השוק האמין לבנק המרכזי. השוק האמין שגרינספן הולך להלחם באינפלציה והאמין שהוא ינצח ולכן לא סבר שיש לתמחר את אגרות החוב לטווח ארוך מעבר למחירים בהם היו ברגע שהחלו העלאות הריבית.

רבותי - ההיסטוריה חוזרת ?

האם אנו עומדים לחוות שוב תרחיש בו אגרות החוב הארוכות חסיונות יותר לעליית ריבית מאשר אגרות חוב קצרות ? ובכן, התשובה לשאלה זו היא - כן. ותלוי.

כמו כל דבר בכלכלה גורמים רבים יקבעו האם תרחיש ההשתטחות אכן יתממש .
בישראל, באופן מיוחד, יש מספר גורמים שתומכים מאד בהשתטחות העקום, להלן העיקריים :

העקום בישראל תלול מאד

צורת עקום תשואות האג"ח הממשלתי הישראלי עולה באופן תלול יחסית משמאל (אג"ח קצר) לימין (אג"ח ארוך), כבר מספר שנים. המשמעות - המשקיעים באגרות חוב ל 20 שנים בישראל נהנים מפיצוי ריבית גבוה הרבה יותר מכפי שנהנים מרבית המשקיעים במדינות המפותחות. ככל שהאגרת היא לפדיון ארוכה יותר כך הפיצוי גדל. זה כשלעצמו מוביל לכדאיות כמעט מובנית באחזקת הממשלתי השקלי הארוך ומספק הגנה מסוימת מפני עליות ריבית.

האינפלציה טרנזיטורית (?) :

כפי שרשמתי בפעמים קודמות, האינפלציה אולי אינה "טרנזיטורית" כפי שהבנק המרכזי היה רוצה, אך היא בעלת מאפיינים זמניים. בישראל יש חיסון נוגד אינפלציה שמתבטא בעודף חיובי גבוה בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, שגורם לביקוש חזק לשקל והופך אותו למטבע חזק במיוחד. התחזקות השקל מפחיתה לחצים אינפלציוניים מבחוץ. אם אכן יתברר כך בעוד מספר חודשים שהאינפלציה היתה זמנית, אזי תתרחש סגירת פערים מהירה בין הציפיה לאינפלציה גבוהה לבין האינפלציה במציאות. בגלל שהשוק התעקש לתמחר את ציפיות האינפלציה לטווח הארוך כמעט כמו לטווח הקצר, ירידת ציפיות האינפלציה באגרות החוב הארוכות תלווה כנראה ברווחי הון ואילו אגרות החוב הקצרות יספגו הפסדי הון (עליה של התשואה הנומינלית)

נטל החוב :

ישראל אינה סובלת מנטל חוב גבוה אך ההשפעה שתיובא אלינו מהתנהגות עקומי התשואה בארה"ב ובאירופה, שם נטל החובות עצום, תורגש כאן היטב. הפד (ארה"ב) ו ECB (אירופה) מבינים היטב שעליית תשואות חדה ללא שליטה אינה אופציה כשיש כל כך הרבה חוב לגלגל. הממשלות לא יעמדו בזה, לשון המעטה. הבנקים המרכזיים יאלצו למצוא דרך לנהל תהליך עליית תשואות מבוקרת יחסית גם אם זה ידרוש מעורבות פעילה והכרזה על מדיניות של שליטה בעקום התשואות על ידי (Yield Curve Control) ובלבד שימנעו תרחישים של פאניקה בשווקים ודיבורים על חדלות פרעון במדינה כזו או אחרת.

ציפיות לעליית ריבית יפגעו מיד בחלק הקצר

החלק הקצר של עקום התשואות נשלט, דה פקטו, על ידי הבנק המרכזי. הריבית המוניטרית היא ריבית לטווח קצר וכל שינוי בריבית מקבל ביטוי מלא ומיידי באגרות חוב הנפדות בעוד שנה עד שנתיים. אם נניח כי הריבית תעלה מחר בהפתעה ב 0.50% - יש לצפות שאגרות החוב לשנה יספגו הפסד הון מיידי של 0.50%, עם השפעה שתלך ותתמתן לאורך העקום ככל שלאגרת יש יותר זמן לפדיון.

האם תשואות האג"ח הממשלתי השקלי הארוך בישראל מעניינות ?

בהחלט כן. מעניינות אך גם תנודתיות במיוחד. תיאורטית, נחמד להשתעשע במחשבה שדווקא האג"ח הממשלתי הארוך חסין יותר מהחלק הקצר וזה אף עשוי להתברר כתרחיש מדויק במהלך השנה - שנתיים הקרובות, אך במציאות הנוכחית - בה רמת התשואות האבסולוטית, בישראל ובארה"ב כרגע כה נמוכה (2.40% בישראל ו 2.00% בארה"ב באג"ח ל 30 שנים), פחות ממחצית מכפי שהיה בארה"ב בתרחיש "החידה" של גרינספן ב 2005 הרי שהטיעונים לטובת חסינות של החלק הארוך חלשים הרבה יותר וכל טעות בתרחיש שתארת עלולה לגרום הפסדי הון.

חשוב להזכיר, אג"ח ממשלתי ארוך הינו בעל רגישות גבוהה מאד לשינויי ריבית [כלל האצבע הוא - שעל כל ירידה של 1% בריבית נוצר בקירוב רווח הון בגובה המח"מ 1%, ולהפך במקרה של עליית ריבית], לכן, ההשקעה באג"ח ממשלתי ארוך היא מאד תנודתית ועלולה להסב הפסדי הון משמעותיים. ועדיין,

שילוב של אג"ח ממשלתיות ארוכות בתיק ההשקעות עשוי להתברר כהחלטת השקעה מעולה שדווקא מגינה על התיק ומאזנת אותו.