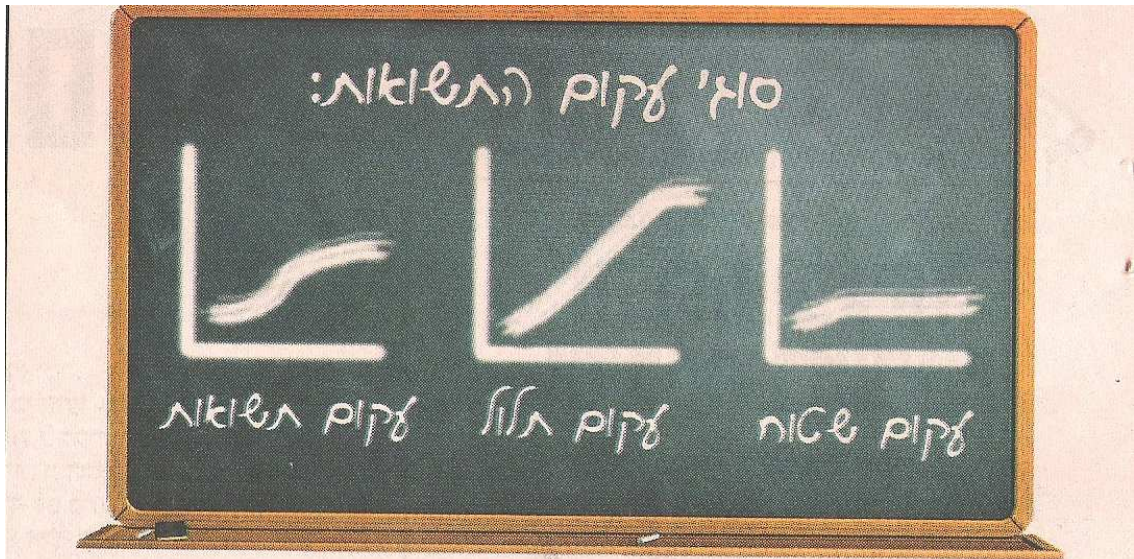


תיק אישי



עקום התשואות למתחילים

לרבים אין מושג מה זה אומר ולמה זה חשוב. ננסה להסביר בצורה בהירה

גבוהה בהרבה. כבריטניה, שם הריבית דומה לזו בישראל, המרווח נסחר סביב 250 נקודות בסיס. איך אפשר להסביר זאת? אם מתעלמים מהסיכון הפוליטי בטחוני ארוך הטווח של ישראל, הסיבה העיקרית היא הגידול בכמות הכסף, שיצרו הריבית הנמוכה ופעילות בנק ישראל בשוק המט"ח,

תלול יותר, שכן המשקיעים מצפים שבנסיבות החזויות הפיצוי שלהם יהיה אף גבוה מהפיצוי הנורמלי.

העקום הפוך

עקום נוסף הוא עקום הפוך - הפוך לעקום התלול. זו אמנם תופעה נדירה בשוקי האג"ח, אבל הוא נצפה לא פעם, בעיקר בשוק האמריקני. העקום ההפוך

חאת רועי ברגמן

בסופו של דבר, אחרי כל הנתונים והניתוחים, שוק ההון משקף בעיקר את הציפיות של המשקיעים. בשוק האג"ח ציפיות המשקיעים באות לידי ביטוי בעקום התשואות.

עקום התשואות

העקום מחושב כיחס שבין

אומר הימלפרב. "התהליך בו בנק ישראל מציף את השוק בשקלים משול למתן תרופה דחופה שנועדה לטפל במצב אקוטי, אך כשלעצמה מהווה סיכון לאיברים חיוניים אחרים בגוף", הוא אומר. הורמת השקלים לשוק אולי הצליחה למתן את נזקי המשבר, אך במקביל היא יוצרת עיוותים ובוטעות במקומות אחרים בשוק. דוגמה אחת לכך היא המרווח בין האג"ח הקונצרניות לממשלתיות - כלומר התשואה העורפת שמציעות האג"ח הקונצרניות על אג"ח ממשלתיות לאותה תקופה - בהשוואה למרווחים המקובלים היום בעולם. התשואות השליליות באג"ח צמודות המדד הקצרות, והמרווח האפסי של אג"ח מסוג גילון, הם דוגמאות נוספות לעיוותים בשוק.

היישום

לעקום התשואות הישראלי, התלול מאוד, יש, כמובן, השפעה מעשית על המשקיעים. למשקיעים לטווח קצר, טוען הימלפרב, אין ברירה אלא לשבת באפיקים שמעניקים ריביות הקרובות למוזמן, למרות ההפסד הריאלי. וזאת, כדי להימנע מהתנודתיות הגבוהה באיגרות החוב שלטווח ארוך משנה. הנחת העבודה כאן היא שהריביות יתחילו לעלות ברבעון הראשון של 2010. למשקיעים לטווח ארוך ממליץ הימלפרב לקנות נכסים, כולל נדל"ן, והוב ארוך ככל האפשר, בהנחה שהריבית בישראל לא תעלה מעל 4% בשנים הקרובות. "ריביות של מעל 5% בחלק הנומינלי הארוך או מעל 3% בחלק הצמוד הארוך נראות מספקות בהחלט".

מצביע על כך שהמשקיעים מוכנים להשקיע לטווח ארוך גם במחיר של תשואה נמוכה יותר מאשר בטווח הקצר, מכיוון שהם צופים בעתיד ירידת ריבית - בדרך כלל בעקבות האטה בצמיחה הכלכלית. משקיעים אלו מעדיפים, למעשה, תשואה נמוכה יותר אך מובטחת לטווח ארוך.

העקום השטוח

העקום האחרון הוא העקום השטוח, שמאפיין את השוק בתקופות המעבר שבין העקום הנורמלי לעקום ההפוך. במצב זה, התשואה עלה אג"ח לטווח ארוך שווה לזו שלה אג"ח לטווח קצר.

העקום היום תלול מאוד

המצב היום בישראל מזכיר את העקום התלול, זה שמצביע על ציפיות לתשואות גבוהות יותר בעתיד, בעקבות צמיחה מהירה של הכלכלה ועלייה אפשרית בריבית במשק. אין הפתעה בשני הגורמים הללו, שכן הכלכלה נמצאת היום במיתון והריביות - בשפל היסטורי.

אך האם העקום בישראל תלול מדי? חן הימלפרב, סוחר אג"ח בחדר העסקאות של אקספרט פיננסי, טוען שהעקום הישראלי הוא אחד התלולים בעולם כיום.

"צ'כיה, למשל, מדורגת בדירוג זהה לזה של ישראל (A-), ושם המרווח בין תשואות איגרות החוב הממשלתיות לשנתיים לאיגרות ל-10 שנים עומד על כ-230 נקודות בסיס", הוא אומר. "בישראל, לעומת זאת, המרווח עומד על כ-344 נקודות בסיס". כלומר בישראל מצפים לתשואה עתידית

תשואות איגרות החוב לטווח קצר לבין תשואות איגרות החוב לטווח ארוך. העקום - כלומר הגרף - מראה את התשואה במועדי הפדיון של איגרות שונות. אילו מועדים? בדרך כלל בטווח הקצר נמצא איגרות חוב לטווח של שנתיים, ובטווח הארוך נמצא איגרות לתקופה של 10 שנים.

עוד הנחה חשובה היא שבדרך כלל, איגרות חוב קצרות טווח, שמועד הפדיון שלהן קרוב, יישאו תשואה נמוכה יותר מאיגרות שמועד פדיוןן ארוך. מדוע? כי הסיכון שכרוך בהשקעה לטווח קצר נמוך יותר, והסיכון שכרוך בהשקעה לטווח ארוך יותר - גבוה יותר. עקום תשואות כזה מכונה "עקום נורמלי".

העקום הנורמלי

העקום הנורמלי מלמד שהמשקיעים מצפים לצמיחה נורמלית בכלכלה, ללא שינויים משמעותיים ברמת האינפלציה או בכמות הכסף במשק. לפיכך, מי שישקיעו את כספם לזמן ארוך יותר יצפו לקבל תשואה גבוהה יותר, מזו שהיו מקבלים אם היו משקיעים את כספם לטווח קצר. שוב: אי הוודאות בהשקעה לטווח הארוך גדולה יותר והמשקיעים מצפים לפיצוי על כך.

העקום התלול

אבל כמו בחיים, לא הכול רק נורמלי, ויש סוגים נוספים של עקומי תשואות. אחד מהם הוא עקום תלול. מה אומר העקום התלול? שהמשקיעים מצפים שהכלכלה תצמח בעתיד בקצב מהיר, שתיתכן עלייה בריבית, ושהתשואות של איגרות החוב יעלו. לכן הקצה של העקום באיגרות לטווח הארוך יהיה