



הנורמלי החדש- הסביבה המוניטארית בעולם המערבי כנראה ולא תחזור בקרוב לממוצעי העבר

דוח מיוחד | יולי 2016

1

מחבר:

אבי בן-נון, ראש צוות בכיר

avib@midroog.co.il

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש צוות בכיר

avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל וראש תחום חברות ומוסדות פיננסיים

i.sigal@midroog.co.il

הקדמה

בשנים האחרונות אנו עדים לניסוי כלכלי מרתק חוצה גבולות ויבשות, שמשפיע הן על הסביבה הכלכלית והעסקית הגלובלית והן על חיי הפרט ורווחתו. הניסוי שהובל מתחילתו בידי הבנקים המרכזיים ברחבי העולם המערבי, ככלי לטיפול במשבר פיננסי, כלל בראש ובראשונה הורדת ריביות דרמטית וסביבה מוניטארית אפסית לתקופה ממושכת. בשלב זה, איש אינו יודע לומר בוודאות מתי תהיה נקודת היציאה מהניסוי - ובמצב הדברים הנוכחי בכלכלה העולמית - כלל לא ברור, מתי אנו צפויים לחזור שוב בסביבת ריבית גבוהה (כפי שהיה עד לפני תחילת המשבר).

בכדי להסביר מה היו הסיבות העיקריות שהובילו את נגידי העולם המערבי (ארה"ב, אירופה וישראל) להשתרש עמוק בסביבת הריבית הנמוכה - אין צורך להרחיק לכת. הצמיחה השברירית, האבטלה הגואה בחלק מהמדינות, המינוף הציבורי והעסקי שגדל (ולעיתים אף יצא מכלל שליטה), הבועה בשווקים הפיננסיים וחלק משווקי הנדל"ן, הפכו לחלק בלתי נפרד מהז'רגון הכלכלי ולחלק מארסנל הנימוקים של הכלכלנים הבכירים להורדות הריבית הדרמטיות וכן להשתרשות בסביבת הריבית הנמוכה.

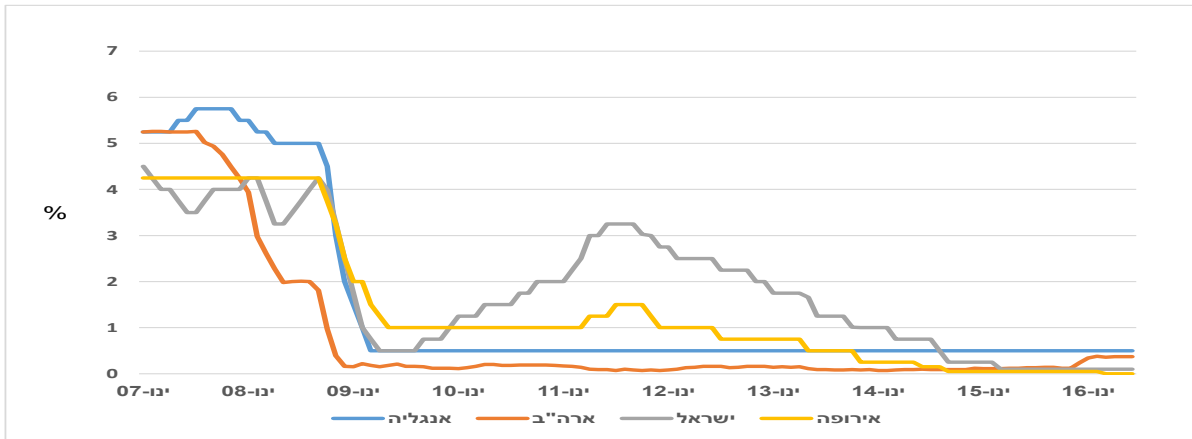
במאמר זה, נתמקד בסביבת הריביות העתידית, אשר להערכתנו לא תחזור לממוצעי העבר, כאשר העולם המערבי יצטרך להתרגל ולהתאים את עצמו ל"נורמלי החדש" - סביבת ריביות נמוכה יותר. זאת ממגוון סיבות ובהן שינויים פונדמנטליים בכלכלה הגלובלית, שינויים דמוגרפיים והשפעות המשבר הכלכלי האחרון.

ההידוק מוניטארי צפוי להיות מאוד מתון

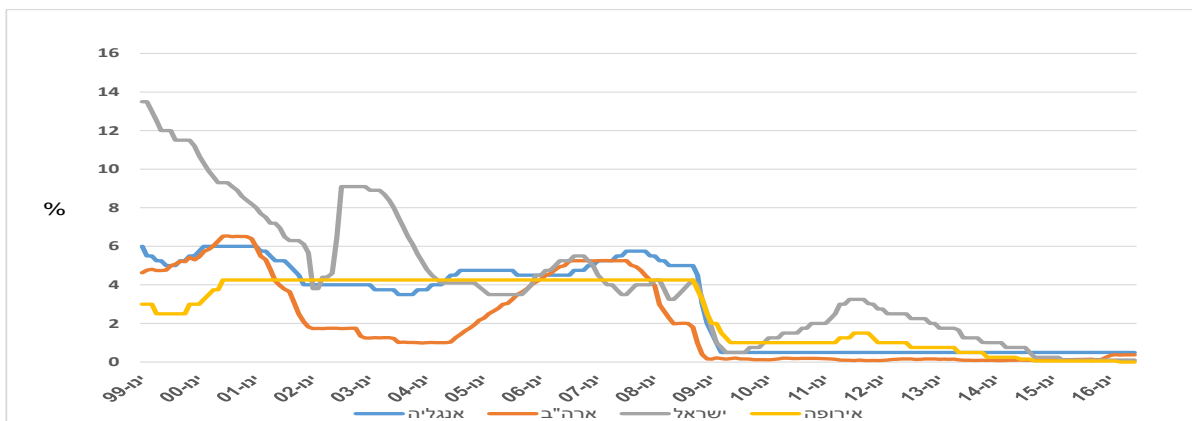
כאשר המשבר הפיננסי היכה, בנקים מרכזיים במדינות מפותחות רבות ובהן ישראל חתכו את שערי ריבית הבסיס בצורה חדה וחלקן אף נקטו בצעדים פחות קונבנציונליים של הרחבות כמותיות במטרה לספק תמיכה נוספת לצמיחה. מספר שנים לאחר מכן, בדצמבר 2015, הודיע הבנק המרכזי של ארה"ב ("הפד") על העלאה ראשונה של ריבית הבסיס (Fed Funds). לאחר העלאה חד פעמית זו, הציפיות באשר להידוק מוניטארי נוסף בארה"ב נדחו בשל דאגות בנוגע להתפתחויות שליליות בכלכלה העולמית, ביחד עם נתונים סותרים בקשר לכלכלה האמריקאית.

בימים האחרונים נרשמה עליה נוספת ומשמעותית באי הוודאות בעקבות החלטת בריטניה לפרוש מהאיחוד האירופאי ("ברקזיט"). גם ביתר המדינות המתקדמות ובפרט בישראל לא צפוי הידוק מוניטארי בטווח הזמן הקצר, כפי שמתקף גם בציפיות המשקיעים ובהודעות הבנקים המרכזיים.

תרשים 1: ריביות הבסיס של מספר בנקים מרכזיים קרובות לאפס



תרשים 2: ריביות הבסיס לאורך המחזור



מקורות: בנק ישראל, FED, ECB, BOE

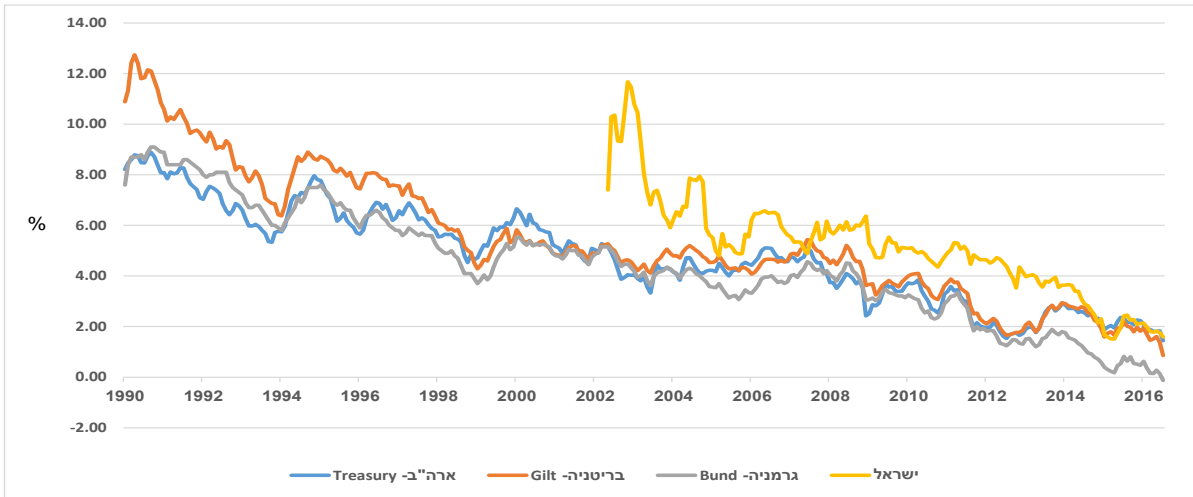
תחזית ריביות זו שונה ממחזורים קודמים בהם לאחר הרחבה מוניטארית בהן ריביות הבסיס הגיעו לרמות שפל נקודתיות, הריבית עלתה במהירות ובחדות רבה יותר (תרשים 2). ניתן לשייך שוני זה חלקית לצלקות המשבר ובהם אבטלה ורמות חוב גבוהות במספר כלכלות, אולם גם לשינויים פונדמנטליים בכלכלה הגלובאלית.

הנפילה בשיעור הריבית משקף שיווי משקל ארוך טווח

לאורך זמן, הריבית הריאלית במשק אמורה לאזן בין היקף החיסכון להיקף ההשקעות- לפעמים מתייחסים לריבית זו כ"ריבית הטבעית" במשק, שתומכת בצמיחה ריאלית בהתאם למגמה ובאינפלציה יציבה. בדרך כלל צופים, כי שינויים בריבית הטבעית יהיו הדרגתיים ולא חדים. מעבר לשיעור הריבית הריאלית, גם לציפיות האינפלציוניות ישנה השפעה על הריבית הנומינאלית. לכן, למדיניות אימוץ יעדי אינפלציה במדינות מתקדמות רבות הייתה גם כן השפעה על שיעורי הריביות הנומינאליות במח"מ ארוך. בארה"ב ובגרמניה נקבעו יעדים אפקטיביים לאינפלציה עוד בשנות ה-80 של המאה הקודמת ובבריטניה ובשראל מ-1992. יעדים אלו מהווים גורם מסביר לא מבוטל לציפיות האינפלציוניות. לכן, ניתן כנראה לשייך את ירידת שיעורי התשואות לפדיון על

אג"ח ממשלתיות נבחרות במח"מ ארוך, שנחזתה עוד לפני המשבר הפיננסי לשחיקה בריבית הריאלית ופחות לציפיות האינפלציוניות.

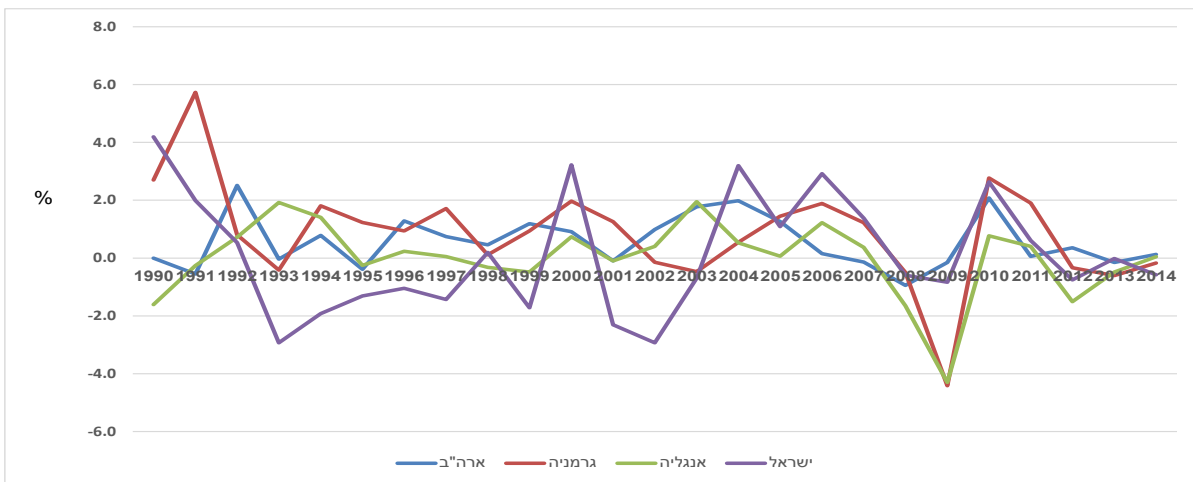
תרשים 3: תשואות לפדיון לאג"ח ממשלתי נומינלי ארוך טווח (10 שנים) במדינות נבחרות



מקורות: בנק ישראל, ECB, FED, BOE

ישנן מספר השערות מדוע שיעור הריבית הטבעית הוטה כלפי מטה במהלך שלושת העשורים האחרונים. אחת מהן היא שחיקה אקסוגנית במגמת הצמיחה העולמית. בהקשר הזה ניתן להתייחס למשתנים דמוגרפיים ובפרט הזדקנות האוכלוסייה, שהובילו להאטה במגמת הצמיחה במספר מדינות- וימשיכו להוות משקולת גם בעשור הקרוב. אולם, ניתן לשייך זאת גם להיקף השקעות נמוך, שפגם בצמיחה בשנים האחרונות ולא רק לאותו מאפיין אקסוגני (פרמטר שנהוג להגדיר במודלים אקסוגניים של צמיחה בתור רמת הפרודוקטיביות, או "טכנולוגיה"- TFP) שמשפיע ופגם בפוטנציאל הצמיחה של הפריץ. קשה לחזות את ה-TFP בשל אופיו הסטוכסטי, אולם בעבר היו תקופות שנחלש זמנית ובטעות נחשב כפרמנטני ולאחר מכן התאושש.

תרשים 4: עדות חלשה להיחלשות פרמנטית של המשתנה האקסוגני- צמיחת TFP במספר כלכלות מתקדמות



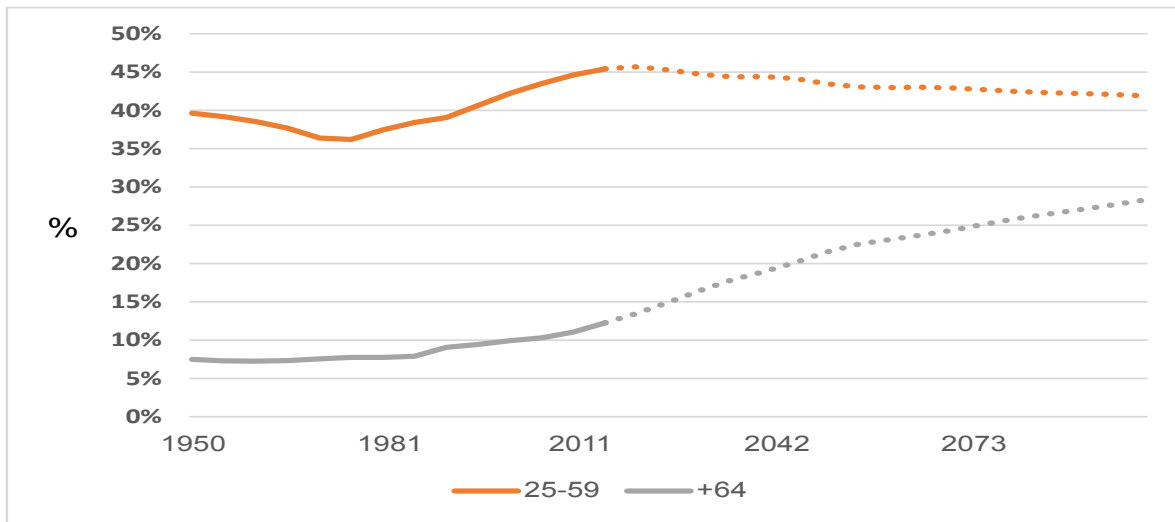
מקור: OECD

השערה מקובלת נוספת לשחיקת ריבית שיווי המשקל, גורסת כי חל שינוי באיזון שבין הביקוש (כדוגמת יחידות השקעה) וההיצע העולמי לחסכון. גידול בהיצע החיסכון שאינו תואם את הגידול בביקוש לשימוש בחסכון (בצורת גידול בהיקף ההשקעות), ילחץ כלפי מטה את שיעור הריבית הריאלית (מחיר הכסף). משתנה מסביר רלוונטי בהקשר זה, הוא הפרופיל הדמוגרפי העולמי.

כהכללה, נהוג לראות בעולם המערבי את שיא תקופת החיסכון בחיים בגילאי 40-60. כאשר, משקלם של גילאים אלה גדל בסך ההתפלגות, היקף החיסכון צפוי לגדול ולהפעיל לחץ על הריבית, כפי שהתרחש בפועל בעשורים האחרונים. בהמשך כאשר חוסכים אלה פורשים לגמלאות ומשקלם כפורשים גדל, הריבית הטבעית עשויה בהדרגתיות להתחיל ולעלות שוב. תהליך זה עשוי להימשך מספר עשורים, בדומה לאורכו של תהליך ירידת הריבית שהתרחש.

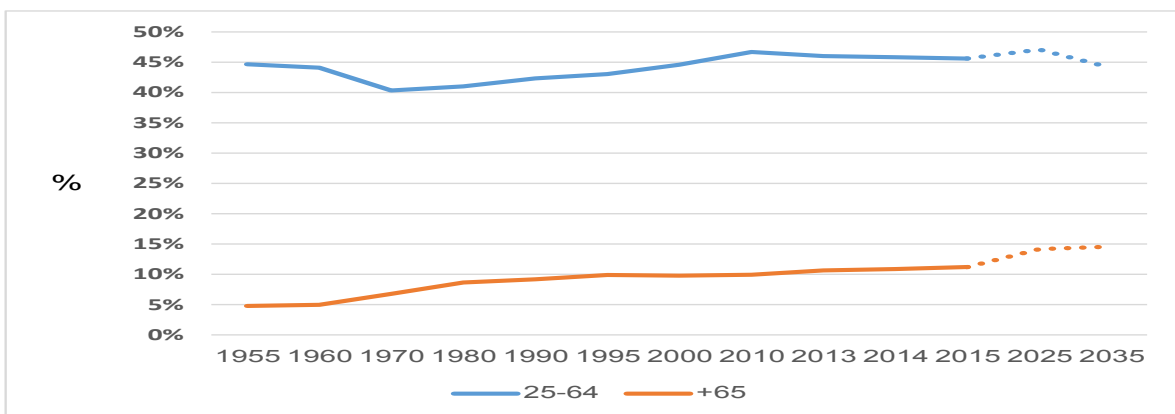
תרשים 5: משקלם של "החוסכים" צפוי לקטון בשנים הבאות- תחזית צמיחת האוכלוסייה העולמית לפי התפלגות גילאים כשיעור

מסך האוכלוסייה הצפויה



מקור: UN

ובישראל תמונה דומה



מקור: למ"ס



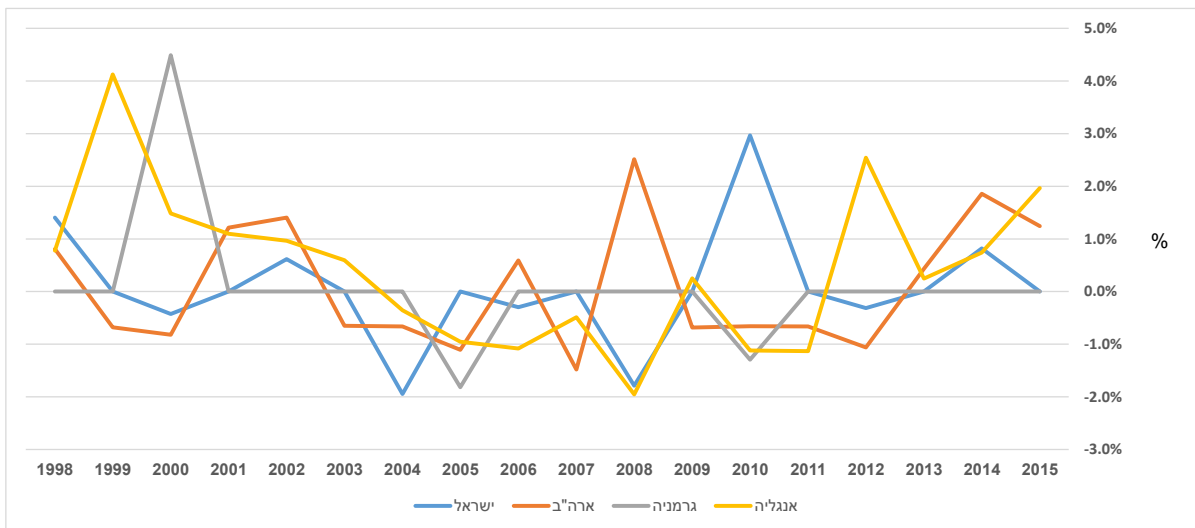
מידרוג

יהיו הסיבות שהובילו לירידת שיעור הריבית הטבעית, אשר יהיו, שיעורי הריבית הנמוכים מרמזים על ירידה בריבית שיווי המשקל ביחס לעשורים הקודמים וכאשר יחל תהליך ההידוק המוניטארי (מתי שזה לא יהיה), כנראה ושיעורי ריבית הבסיס כבר לא יחזרו לממוצעים שלפני המשבר.

היחלשות מוסכמות והנחות כלכליות

בנוסף, לשיעור הריבית הטבעית הנמוך, ישנן סיבות נוספות מדוע ריביות הבסיס לא צפויות לחזור לרמות שלפני המשבר. אלו משקפות את ההשפעות הקשות של המשבר ואת "עילות" צעדי המדיניות בשנים האחרונות. בתקופה שלפני המשבר שיעור ריבית קרוב לאפס היה אמור לייצר לחץ אינפלציוני משמעותי, למעט אולי ביפן. אולם, במהלך שבע השנים האחרונות, שורת בעולם המערבי סביבה מוניטארית אפסית, בנקים מרכזיים הרחיבו משמעותית את מאזניהם והאינפלציה לא הגיעה.

תרשים 6: למרות שיעורי ריבית בסיס אפסיים, האינפלציה נותרה ממותנת- אינפלציונית הליבה השנתית באזורים נבחרים



מקור: OECD

סיבה אפשרית לכך, היא שהמדיניות המוניטארית לא הצליחה לייצר צמיחה כלכלית חזקה שבתאוריה הכלכלית קשורה בעידוד ביקושים ויצירת לחצים אינפלציוניים. ניתן להניח, שמנגנון התמסורת של המדיניות המוניטארית השתנה ביחס לתקופה שלפני המשבר ושריבית אפסית כבר לא מייצרת צמיחה ואינפלציה באותה עוצמה. ישנם מספר הסברים להיחלשות תמסורת זו שבין הריבית לאינפלציה. אחד מהם קשור לגידול בגמישות של שוק העבודה שמחליש את הקשר שבין שיעור התעסוקה לשינויים בשכר, או אינפלציונית השכר. אולם יש לציין, כי קשה למצוא אינדיקטור מקשר אחד לכל המדינות המפותחות.

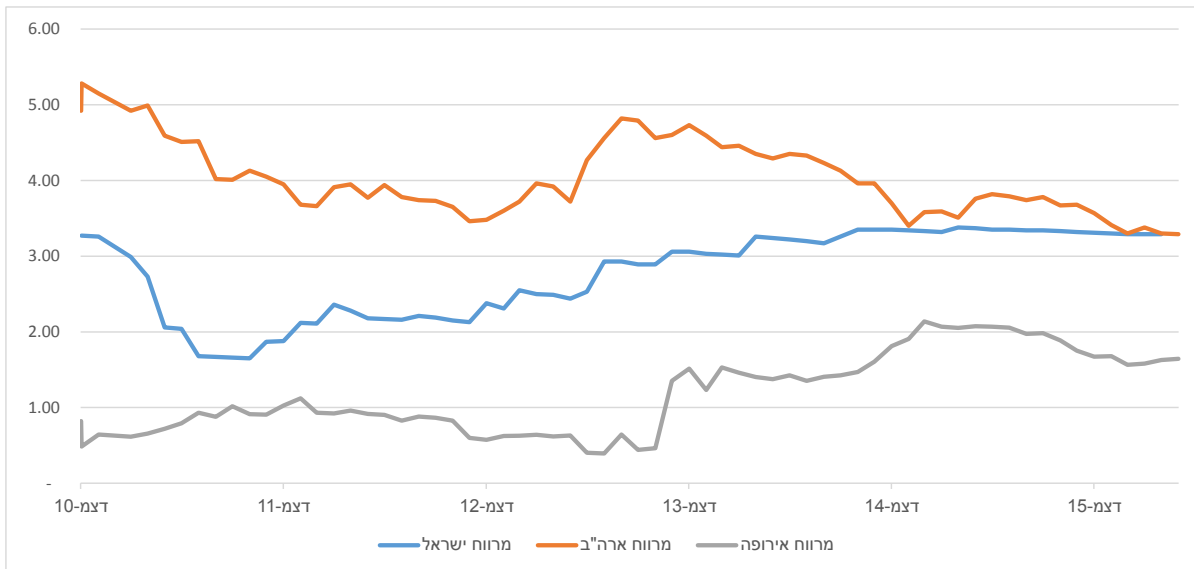
הסבר נוסף יכול להיות היחלשות התמסורת שבין ריבית הבסיס לריביות אחרות במשק ובפרט שיעורי הריבית על הלוואות שבנקים נותנים לציבור. כך, למרות שהריביות על הלוואות הבנקאיות התכווץ גם כן בתקופה שלאחר המשבר, המרווח באותה התקופה נפתח ביחס לריבית הבסיס (לפחות בחלק מהתקופה) ובפועל הציבור (פרטים וחברות) לא "זכה" בכל ההטבה של המדיניות המוניטארית - כלומר מנגנון התמסורת נפגם ביחס לתקופה שלפני המשבר.



מידרוג

בתקופה זו בנקים רבים בעולם (בעצמות פחות גבוהה בישראל) התמודדו עם הפסדים בתיק האשראי ודרישות הון מחמירות יותר, שהובילו לצמצום מאזניהם. מגבלת ההון והיצע האשראי בתורן הובילו לעליית המרווח לפרטים וחברות ביחס לריבית הבסיס. בעתיד, יכול להיות שהמרווח שבין ריבית הבסיס לריביות "העולם האמיתי" יצטמצם לרמות שלפני המשבר, כאשר התחרות תגבר והבנקים יעמדו בדרישות ההון. אולם, בטווח הנראה לעין נראה כי הסביבה המוניטארית תצטרך להמשיך ולתמוך, כדי לשמר את האיזון שלפני המשבר שבין היצע האשראי לשימושים.

תרשים 7: שיעורי הריביות על הלוואות בנקאיות לא התכווצו בדומה לריבית הבסיס - המרווח שבין שיעורי ריבית הבסיס, לעומת הריבית על הלוואות בנקאיות במדינות נבחרות



מקורות: בנק ישראל, FED ו- ECB

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכוני אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכוני אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

8

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" – משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעינינו אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעינינו אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע.



מידרוג

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס Moody's (להלן: "מודייס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.