

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 07/11/2022

נושא המפגש: "השלכות עליית הריבית על הערכות שווי, תמחור ניירות ערך לפי ענפים וניהול סיכונים פיננסיים"

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: ירין לוי, רותם שבע

שלומי שוב

בוקר טוב, אנו מתחילים את הפעילות של השנה האקדמית החדשה וזאת השנה ה-12 לפעילות הפורום. אנחנו עוסקים הבוקר בנושא של השלכות עליית הריבית על הערכות שווי ותמחור ני"ע בענפים השונים. זה נושא משמעותי מאד בימים אלו, מה גם שאנחנו בתחילת חודש פרסום הדוחות הכספיים של הרבעון השלישי. ברגע שאנחנו רואים כזה ביקוש להשתתפות במפגש שלנו. אנחנו מבינים שבחרנו נושא נכון ושהוא מייצג דילמה אמיתית.

בראיה חשבונאית לעליית הריבית יש השלכות ישירות לא מעטות. ראשית יש השפעה לגבי נכסים שנמדדים לפי שווי הוגן – לגבי נכסים סחירים זה ברור אבל האתגר הוא במדידת השווי ההוגן של נכסים לא סחירים כמו השקעות במניות ונדל"ן להשקעה. גם הצד של מדידת התחייבויות אקטואריות יושפע אם כי בכיוון ההפוך, לאור עליית עקום הריבית של האגח הקונצרניות באיכות גבוהה – שוק עמוק. מן הסתם תהיה לכך השפעה חיובית בדוחות הרבעון השלישי של חברות ביטוח וחברות וותיקות, לרבות חברות ממשלתיות שיש להן התחייבות אקטוארית משמעותית כמו חברת החשמל ובנק לאומי. גם קרנות הפנסיה הוותיקות יושפעו מכך - אפי מעמיתים אולי יגיד עוד מעט כמה מילים על ההשפעה כאן.

מעבר לכך, עליית הריבית עלולה להשפיע משמעותית על הדוחות הכספיים כי היא סימן לירידת ערך. לכאורה מבחינה חשבונאית אפשר לכאורה לדלג על ביצוע הערכת שווי ככל שניתן להניח את הדעת שלא צפויה השפעה על השווי או לחלופין ניתן לבצע מבחן רגישות על בסיס הערכת שווי אחרונה שנעשתה והייתה גבוהה משמעותית מהערך בספרים. אבל מנגד ניתן להבין שהפרסום האחרון של רשות נייע שעמדתה נוקשה יחסית בנושא, מה שבדרך כלל אמור להוביל לביצוע הערכת שווי לרכוש קבוע ומוניטין, גם בדוחות הרבעון השלישי דבר שיכול במקרים מסוימים להוביל גם לרישום של הפסדים כבדים.

קשר אמנם פחות ישיר הוא נושא ההפרשות להפסדי האשראי – היה לנו מפגש בשנה שעברה בנושא המודל של ה-CECL אותו מיישמים הבנקים. מודל זה הוא צופה פני עתיד ולכאורה צריך לשקף את החשש מכניסה למיתון, עומס שירות החוב וגם ירידה בשווי בטוחות. הנקודה המרכזית בהקשר זה היא כי עליית הריבית לא נובעת רק מהעלייה במחיר הכסף – כמו גם עקום התשואות חסרות הסיכון,

אלא גם מעלייה במרווחים – מה שלכאורה מצביע על סיכון אשראי גבוה יותר. האינטואיציה היא שעליה משמעותית בריביות עלולה להביא להאטה, לעומס חוב גבוה יותר ולשיעורי כשל גבוהים יותר. כלומר, הבנקים מרוויחים אמנם ישירות מעליית הריבית, אבל לכאורה הצד המקזז צריך להיות בנושא ההפרשות להפסדי אשראי. אבל לביתניים לפי מה שמסתמן בישראל לא נראה בדוחות הקרובים גידול דרמטי. חייב להגיד שלי זה קצת מוזר כי הרי זאת מטרת המודל החשבונאי החדש ועשינו על כך דיון.

כשאנחנו מדברים על הערכות שווי אז אחת הנקודות המרכזיות שעומדות כאן היום לדיון היא ההבחנה בין ריבית נומינלית לבין ריבית ריאלית. אנו עדים לעליה משמעותית בריבית הנומינלית ולעליה קטנה יותר בריבית הריאלית. סביר להניח שהערכות השווי בכל הענפים יושפעו מנושא הריבית, אבל יש תחומי פעילות שבהם ההשפעה תהיה נמוכה יותר בגלל הצמדה חוזית למדד בחוזים קיימים ואולי גם קורלציה בין המדד לבין מחירי המכירה החדשים וזה תלוי ענף.

כזכור בעבר הערכות השווי היו מבוססות על ריבית ריאלית לאור הסערה האינפלציונית של שנות ה-80 אבל כיום הן עובדות לפי ריבית נומינלית ולכן עולה השאלה עד כמה הפעילות עצמה היא צמודת מדד. כעקרון בראיה של הערכות שווי ההשפעה תהיה בעיקר על תחומים שהם לא קורלטיביים למדד. בהקשר זה, ניתן להגיד בגדול שענף הנדל"ן המניב כן צמוד לאור ההצמדה למדד של חוזי השכירות וקורלציה למדד בחוזים חדשים וגם המערכת הבנקאית היא בעיקרה צמודת מדד. קורלציה למדד אני מניח שיש גם בתעשיית המזון למשל. שאלה מעניינת בהקשר זה היא לגבי ענף הנדל"ן היזמי.

מקרה פרטי ומעניין מאד של הערכות שווי הן הערכות השמאי לגבי הנדל"ן המניב – ריבית ההיוון ירדה רגע לפני תחילת משבר הקורונה ועשינו על זה דיון מסודר בזמן אמת בפורום. בהקשר של משבר הקורונה, שגשוגו ההי טק בקורונה הפחית את הבעיה אבל יש חשש עכשיו מהיפוך מגמה בעקבות

הצמצומים בהיי טק. נכון לעכשיו ממה שאני מבין אין עדויות להתאמות שכר דירה בחוזי חדשים לרבות בחילופי שכירויות.

מצד שני גם אין ממש עסקאות – אז גם אין נתוני שוק על שיעורי היוון הנוכחיים וזה מאפיין את השוק הקטן יחסית והריכוזי שלנו, אבל כמו שכבר אמרתי בעבר בפורום זה שאין נתוני שוק לא אומר שהשמאים לא צריכים בהתאם לדרישות של IFRS 13 לנסות ולהעריך את השיקולים הנוכחיים של משתתפי שוק – כלומר הקונים מצד אחד והמוכרים מצד שני. אפרופו ריבית ריאלית, בד"כ בנדל"ן המניב כמו שאמרנו חוזי השכירות צמודים למדד אז לכאורה אין קשר ישיר להפחתת שווי – אבל מצד שני זה ברור שעלויות המימון שגדלו מכבידות על הרוכשים הפוטנציאליים. וזה גם לא רק העניין של עליית הריבית – אנו רואים כעת, שלאור דרישות הפיקוח על הבנקים, הבנקים מקשיחים את נושא מתן האשראי בהון עצמי מינימאלי שמגיע ל- 30% שזה הרבה יחסית. אלו שיקולים שמשפיעים על הרוכשים הפוטנציאליים והשמאים נדרשים תיאורטית לשקול אותם מבחינה חשבונאית. ואני מודע לקושי האדיר לכמת את זה – חייב להגיד שלא מקנא בשמאים בתקופה כזאת.

ממה שאני מבין אנחנו כנראה לא נראה שינויים מהותיים בשווי ההוגן של הנדל"ן המניב ברבעון השלישי ואין ספק ששוק ההון הרבה יתר רגיש וזריז מהשמאים - מחירי המניות נדל"ן ירדו משמעותית בעשרות אחוזים. מעניין מאד מה יהיה בדצמבר הקרוב. אנחנו מארחים כיום את מגוון הגורמים הרלוונטיים – הן מהשוק, הן מהרגולציה והן מהחברות וכן מעריכי שווי לרבות שמאים. נשמע כעת את אמיר ולאחר מכן את יאיר לפידות יציג את הניתוח שלו לצורך פתיחת הדיון. כמו כן נשמע את צביקה אקשטיין בהקשר של שיקולי הריבית והקשר לאינפלציה.

אמיר ברנע

כמה הערות קצרות על השפעת שינויים מהותיים בריבית על ניהול סיכונים. ראשית יש לבחון האם שינוי הריבית ממרץ ועד היום הוא שינוי אקסוגני או אנדוגני. אני בוחן זאת על פי הממצא, מה קרה לריבית הריאלית מול הריבית הנומינלית. אם עליית הריבית הנומינלית הייתה נובעת מציפיות שהשתנו עקב צפי האינפלציה כלומר אם השינוי בריבית הוא אנדוגני, הייתי מצפה שהריבית הריאלית באג"ח צמוד תרד, כי יהיה ביקוש לניירות ערך צמודי מדד כהגנה אינפלציונית אבל התשואה לפדיון באג"ח צמודות מדד עלתה בכמעט שני אחוז כמו העלייה של שני אחוז בריבית הנומינלית. זה לדעתי עקבי עם ההנחה שהשינוי האקסוגני נובע ממדיניות הבנק המרכזי לעמוד ביעדי האינפלציה כחיצוני למערכת. זה דבר קריטי שהמערכת עומדת בפני שינוי ריבית ריאלי שעולה. ולכן אי אפשר להגיד שעליית ריבית נובעת רק מציפיות אינפלציוניות אלא שהיא חיצונית ונובעת ממדיניות הבנק המרכזי.

לגבי ניהול סיכוני ריבית. שיש שינוי חד בריבית אין ויכוח. אין חולק שיש מתאם שלילי בין שינויי ריבית לעומת צפי ריבית, לבין מחירי ניירות ערך (אג"ח). יש מתאם חיובי בין שינוי ריבית חד מעבר לציפיות לבין שער חליפין. תסתכלו על שני הממדים האלה. מצד אחד השפעת הריבית על מחירי ניירות ערך, מצד שני השפעת ריבית על שער חליפין. הקשר חשוב להשקעה המוסדית כאשר ישנם משקיעים

מוסדיים בארץ שמשיקיעים חלק הולך וגדל מההשקעות שלהם בשוקי ההון הבינלאומיים, אבל מתחרים ביניהם על פי תשואה שקלית. עד היום מה היו אומרים? בניהול סיכונים יש סיכון מטבעי שקשור ליחס דולר שקל ועל זה עושים הגנה נפרדת. נניח דרך מכירות פורוורד... 90 מיליארד דולר, שהם בעצם פוזיציה שמקזזת את ההשפעה הדולרית - אלמנט של נטרול סיכון מטבעי. אבל אם ננטרל את הסיכון המטבעי המוסד חשוף לסיכון הדולרי. אם למשל נניח שחלה עליה גבוהה בריבית שכתוצאה ממנה שוק ניירות הערך האמריקאי יורד, מצד שני הדולר מתחזק. כלומר ישנו קיזוז מבחינת תשואה שקלית שמציג המוסד בארץ. יש לו קיזוז בין הפסדים שקשורים לניירות ערך בדולרים ובין התשואה שמוצגת למשיקיעים בשקלים. מי שקיזוז/נטרל את השפעת שער החליפין באופן מלא לא נהנה ממנה. אם תסתכלו על הנתונים תראו באמת את היחס הזה. השוק האמריקאי עולה-שער החליפין יורד. השוק האמריקאי יורד - שער החליפין עולה. שזה נובע בעצם מהעובדה שהריבית היא הגורם האקסוגני היחיד שמשחק כאן.

לגבי דיווחי הבנקים – אין צורך להוכיח שהשפעת עליית ריבית אינה אחידה בין הסקטורים. הבנקים מציגים לנו בדו"ח הדירקטוריון שתי טבלאות סותרות. בטבלה אחת שואלים מה השפעת שינוי הריבית על השווי ההוגן? בגלל שלבנקים יש עודף נכסים על התחייבויות רואים השפעה שלילית של עליית ריבית. כלומר נראה שעליית הריבית פוגעת בבנקים... הבנקים טענו כל הזמן דווקא שריבית 0 פוגעת להם במרווחים, וברווחיות. ואז מגיעים לטבלה השנייה - מה עושה אותו שינוי בריבית להכנסות ריבית? הטבלה מציגה עלייה תלולה. מה קורה לשווי הבנק? מהצד הנכסי אתה רואה את הירידה הזאת (הריבית עלתה), מהצד של ההכנסות או התזרים אתה רואה עליה דרמטית. למשל, בנק מזרחי: גידול של 1.4 מיליארד בהכנסות השנתיות ברוטו מעלייה של 1% בריבית. תסתכלו על שתי הטבלאות - מהי השפעת השינוי בריבית על שווי הבנק? אנחנו מאותגרים פה להציג בצורה מסודרת את ההשפעות האלה. אך לדעתי השורה התחתונה תהיה, שהגדלת הריבית מעלה את שווי הבנק. ההשפעה על הבנקים היא לא רק על האשראי החדש שהם נותנים, אלא גם על האשראי הקיים ככל שחלק גדול מחוזי האשראי האלה הם חוזים עם ריבית צפה. אני מקווה שבניתוח הטבלאות האלה, בנקים לקחו בחשבון את כל האלמנטים בהסתכלות קדימה כולל מה יהיה גודל העו"ש בריביות יותר גבוהות, ההשפעות הנלוות האחרות וההפרשות.

לגבי הערכות שווי. באופן כללי ברור שעלייה של 2% בריבית מורידה שווי נכסים. מעריך שווי יגיב מיד ויעריך שהשפעת שינוי של 2% בריבית עקבית עם ירידת שווי של 15%-20% בנכסים. שווי ההון העצמי מושפע גם מהמינוף הפיננסי וגם ממבנה המחמ"ים של הנכסים וההתחייבויות. בהערכות שווי אנחנו מתייחסים לנכסים הקיימים, וגם קובעים ערך לפעילות עתידית (terminal value) השפעות הריבית הן סותרות. גם אם החברה מאורגנת לחלוטין מבחינת השפעות הריבית. נניח שיש לה מבנה נכסים והתחייבויות עם מח"מ שווה, ולכן השפעת הריבית על הנכסים וההתחייבויות היא שווה. אבל מה עם העתיד? כלומר יש להניח שכאשר הריבית יותר גבוהה שווי הפעילות העתידית יותר מורכב, הנושא הזה של הבחנה בין נכסים קיימים. כשבוחנים את טבלת ניהול סיכונים ומבנה המח"מ ומה

ההשפעה של שינויים בריבית על נכסים והתחייבויות (למשל בבנק לאומי עליה של 1% בריבית מפחיתה 1.2 מיליארד בשווי נטו). מה קורה בעתיד לשווי החברה כשהריבית עולה? זו שאלה מורכבת ואין לי תשובה לכך. אציין שיש להתחשב גם בפרמיית הסיכון. האם פרמיית הסיכון משתנה כתוצאה מעליית הריבית?

השקעות לא סחירות - יש לנו היום בתיק ההשקעות של גופים מוסדיים חלק משמעותי בקרנות הון סיכון למיניהן, שבהן ההשקעות לא סחירות. השאלה היא האם ההשפעות האלה רואות באופן מלא את השפעת שינוי הריבית? האם הן באמת יציבות יותר או שזה רק עיוות בדיווח שאינו משקף באופן מלא את ירידת הערך שנובעת מעליית הריבית. קחו בחשבון שהמשקיע הוא משק בית, נניח חסכון לפנסיה. משק הבית זקוק לסכום מסוים במועד מסוים, ומתאים את התיק למועד הזה. האם נכון להסתכל רק על התיק הפיננסי בנפרד מהצרכים של המשפחה שגם להם צמוד מח"מ. נאמר שאני משקיע בנכס חסר סיכון בריבית של 4%. כשהריבית עלתה ל-6% למעשה הפסדתי, אבל גם ההתחייבות שלי פחתה כלומר מצב משק הבית לא השתנה. הרי למה אני משקיע בנכס? כי יש לי בדרך כלל מול זה התחייבות עתידית, או צורך עתידי. אם הייתי משקיע באגרות חוב, האם הסיכון פוחת באג"ח קצרות טווח בלי קשר למועד המימוש החזוי? ושאלה נוספת: האם תיק שמורכב מ-75% אגרות חוב הוא תיק בטוח יחסית לתיק שמורכב מ-50% אגרות חוב/ 25% אגרות חוב? לא! לא כשהגורם האקסוגני הוא הריבית. אם הגורם האקסוגני הוא הריבית, תיק אג"ח הוא מסוכן. ולמעשה תיק מניות בנקים יכול להיות פחות מסוכן, מאשר תיק שמורכב מאג"ח זאת כאשר השינוי האקסוגני הוא שינוי בריבית. צריך לעשות פה "סוויץ" מחשבתי, מה אפיון תיק מסוכן כאשר שינוי ריבית הם גורם אקסוגני שמשפיע על המערכת. בסך הכל בעולם שבו הריבית היא הגורם העיקרי שמשפיע על מחירי ניירות ערך, על שער החליפין, על ניהול סיכונים שנגזר מכל הדברים האלה משתנות התפיסות המסורתיות לגבי מהו תיק השקעות מסוכן, שנת 2022 היא בדיוק שנה כזאת. ריבית ריאלית שעולה ב-2% תוך חצי שנה, שנובעת מהשפעות של הבנק המרכזי... כל מעריך שווי צריך להתמודד עם השפעות אלו.

שלומי שוב

תודה רבה אמיר. לפני שאנחנו שומעים את צביקה נעשה קצת סדר. אני אשמח לשמוע ממך (רוני יפו) איך אתה באמת רואה את ההשפעה על התחום הנדלין היזמי?

רוני יפו

אני אתן אספקט צר על תחום המגורים בישראל בהיבט של הריבית כמו שאני רואה אותו. אני אחלק את זה בעצם לשני חלקים: מה בעצם קורה בצד של רוכשי הדירות ומההיבט היזמי. בצד של רוכשי דירות אנחנו נכנסים לתקופה שכבר ראינו אותה הרבה פעמים בעבר, בעצם מנסים לייצר כרגע הקפאת ביקושים. אנחנו רואים הרבה מאוד אנשים, ששומעים את הצד שאומר שאולי המחירים ירדו, שאולי כדאי שנחכה ואז בעצם בדרך הזאת מנסים להקפיא ביקושים. אנחנו מודעים לזה שהפער בין ההיצע לבין הביקוש הוא גדול מאוד עדיין במדינת ישראל. והוא רק צפוי לגדול. זאת

כיוון שאנחנו נמצאים במצב דמוגרפי שלא דומה לאף מדינה מפותחת בעולם המערבי. אגב, זה נכון בכל המגזרים (החילוני והדתי). בהערת אגב, גם הציבור החילוני גדל בקצב גבוה הרבה יותר מכל ציבור חילוני בעולם המערבי. בהיבט של הקפאת ביקושים, אני חושב שיכול להיות שנראה ירידה בקצב כניסה למשרדי המכירות, אך יש לזכור שזהו כיבוש ביקושים זמני. בסופו של דבר ביקושים אלה צריכים להתפרץ, ויכול להיות שיתפרצו בעוד כמה חודשים. וכמובן שיש לזה השלכות, למה שקורה במשק.

אני חושב שברמת הריבית על המשכנתאות, נכון שזה מורגש במשקי הבית, צריך לזכור שבארץ רוכשים דירות שהן לא non-recourse. ולכן בסופו של דבר זה הדבר האחרון שאנשים פועלים לממש אותו, ולכן אני פחות רואה השפעה בנושא הזה. ברכישת דירות חדשות אנשים מצפים שכשתבוא ירידת ריבית יהיה כדאי יותר לקחת משכנתא, וזה דווקא משרת את קהל המשקיעים, שגם אותו ניסו להדיר מהשוק לתקופה מסוימת. כדי לייצר דירות למגורים, גם אם בשכירות, השוק מסמתך על המשקיעים שירכשו וישכירו את דירותיהם.

עכשיו אני חושב שנתחיל לראות דווקא חזרה של משקיעים, שכן בניגוד לציפייה שהמשקיע יכול לקבל היום ריבית מהבנק על פיקדון של הכסף, אני חושב שהמשקיע הסביר יכול לקנות היום דירה ב-50% מההון כהשקעה ולהיות חשוף רק למדדים אבל ליהנות מההשבחה העתידית של הדירה. יש לשים לב שככל שאנחנו רואים את העלייה של הריבית, אנחנו רואים גם ירידה במדד תשומות הבנייה וירידה בקצב העלייה שראינו בשנה האחרונה. הפערים שראינו לאורך זמן בין ההיצע והביקוש במדינת ישראל גרמו לעליית מחירים מתמשכת בתחום המגורים. עד כאן בהיבט של רוכשי הדירות. בהיבט של היוזמים, אני חושב שצריך להסתכל על הריבית ב-3 חלקים. נושא ראשון הוא בעצם החלק של פרויקטים שנמצאים בליווי ובבנייה. אם מסתכלים היום רואים שברוב החברות היוזמות כמעט לא צורכים אשראי בנקאי בליווי בנייה, זאת מפני שבשנתיים האחרונות קצב המכירות היה תמיד גבוה מקצב הביצוע ולכן אנחנו רואים פחות צריכה של אשראי, ולכן ההשפעה של עליית הריבית בפרויקטים בליווי היא קטנה יותר. נושא שני הוא בהיבט של קרקעות שממומנות באמצעות ריבית בנקאית, ואני חושב שבהיבט זה אנחנו כן רואים השפעה של הריבית שכן מרבית ההלוואות הן צמודות פריים. אבל יש לזכור שהקרקעות האלה נקנו בתקופות קודמות, ולכן יש בתוכן פער שאנחנו לא נוכל לראות ברווח ובהפסד של החברות כי העלויות של המימון האלה מהווות לתוך הקרקע, וכרגע אין סיבה לשערך את הקרקעות האלה שכן כרגע רואים את זה כמלאי עסקי.

והנושא השלישי הוא מימון ה corporate של החברות היוזמות. בחברות שיש להן חוב, בין אם אג"ח בשוק ההון ובין אם הלוואות בנקאיות, נראה באופן מובהק יותר את ההשפעה של הריבית (או בגלל הפריים או בגלל תשואות האג"ח שישקו על גיוס. מיחזור חוב). כמובן שנראה הבדל בין חברות מאוד ממונפות לבין חברות ששמרו על יחסי מינוף סבירים, שלא תהיה להם בעיה למחזר חוב בשנה שנתיים הקרובות. אני חושב שבהיבט הזה יהי צריך לבדוק כל חברה לגופה, ויהיה צריך לראות מי מהחברות מאוד ממונפת, ושאינן להן באמת אפשרות להנות מהמרווחים של שווי הקרקע כיום לבין שווי הקרקע

שהיה בעת רכישת הקרקע. ולכן, שם צריך לבחון כל חברה לגופה, ולראות כמה יחסי המינוף הגבוהים עלולים להשפיע על היכולת של החברה לעמוד בהחזר החוב.

צביקה אקשטיין

הסביר את המדיניות המוניטארית

יאיר לפידות

אני אתחיל במספר הערות, בהקשר של הדברים מהמצגת ובכלל.. בהמשך לדברים שאמר צביקה - הסוגייה של איך פועלות ממשלות ובנקים מרכזיים בנסיבות של משבר קשה, שהסטאזי באמת היה במשבר של 2008, אז גמגמו תקופה ארוכה למעשה כשהתחילו ליפול הבנקים בהתחלה ההתערבות הייתה לא משמעותית, עד שזה הגיע לבנקים הגדולים.

כש - City Bank ו-AIG עמדו ליפול הבינו שאם לא יתערבו מיידית ובעוצמה, כל המערכת הפיננסית הקפיטליסטית כפי שאנחנו מכירים אותה – תיפול. זה היה אפקט דומינו עצום ממדים שהיה קורה מהר מאוד. אחת התופעות ב-2008 למי שזוכר, היה קפיצת הליבור בלונדון ל-15%.

בנק אחד שיושב בצד אחד של הכביש, לא האמין למאזנים של בנק אחר שיושב מולו. והוא יודע - עם מינוף של פי 15 או 20 על ההון העצמי כפי שמוצג חשבונאית. כלומר עמדת הבנק שישב ממול היא " אין לי מושג ירוק מה באמת איכות המכשירים שלו ולכן אני לא מאמין". זה היה אחד הסימפטומים המרכזיים של ההיסטריה המוחלטת. למעשה בזמנים שבהם הציבור, הכלכלה והעסקים נכנס לשפל חמור, שלא נאמר - היסטריה עמוקה, המבוגר האחראי האחד והיחיד הוא הממשלה והבנק המרכזי. ואז הם צריכים לפעול בכל הכוח. כאמור הם גמגמו ב-2008 עד שהם הגיבו למצב המשק ובקורונה ב-2020 שתפסה את העולם בהפתעה, ואף אחד לא ידע לאן זה הולך, התגייסו מיידית במלוא העוצמה בדמות - ריביות אפסיות, פיזור כסף לציבור, עשו התאמות תקציביות כפי שאנחנו יודעים וכמובן – קנו בשוק. גם תכננו לקנות, אני לא יודע אם הספיקו, גם אג"ח קונצרניות וגם מניות. המדינה הייתה קונה בזול, וכשההיסטריה הייתה שוככת והמצב היה מתייצב הייתה משחררת את ניירות הערך, מוכרת בחזרה לציבור ובעצם מרוויחה עודפים. עכשיו אני מסייג את הדברים הללו, היו למשל שתי דוגמאות של מדינות, אז ב-2008, שהחוסר אז היה האחריות של הבנקים שם.

כל השימוש ב - CDO ובמכשירים עם ההנדסה הפיננסית המתוחכמת וחותמות ה-AAA, היו מוגדלים וכבדים על המדינה מידי. למי שזוכר, בקפריסין ואיסלנד המשבר היה גדול מידי. ומי שזוכר בקפריסין, שהמדינה בסוף לא יכלה להציל כבר את המצב החלה לעשות תספורות. לדוגמא אם היית עם 50 אלף יורו פיקדון, אז קיבלת את הכל או תוכל למשוך את זה עוד שנה. ככל שאתה עולה במספרים אז התספורת גדלה. בפיקדונות אחת הבעיות המרכזיות בשיטה הקפיטליסטית היא יציבות במערכת הפיננסית. ביום פקודה, מי שממונף פי 15 על ההון העצמי – מט לנפול! זה אקסיומתי. ללא

תלות בדרך בה הוא רושם את הדברים חשבונאית. הערת אגב, זו אחת הסיבות שאני - יאיר לפידות, סירבתי להשקיע במכשיר ה-COCO שהונפק על ידי בנקים, במסלול המחיק! ומי שלא מכיר, היו שני מסלולים:

1. מסלול א - ממירים אותך לטובת הכפייה בנכס חובה.
2. מסלול ב - מוחקים אותך לטובת ההון העצמי.

מי הנפיק כאלה? איפה שבמקרה יש בעלי שליטה. אני קראתי למכשיר הזה - מכשיר לא מוסרי! בעיניי, זה לגרום לציבור הרחב לבטח באמצעות הפנסיות שלו את הטייקונים כנגד קטסטרופות.

זה נראה לי לחלוטין לא הגיוני! כאמור הבנקים המרכזיים והממשלות ב-2020, הגיעו באמת לאומנות עם הסיפור הזה. יש אומרים שבנדיבות יתר אפילו. הרצון לעזור בכל הדברים הללו, פגעו במוטיבציה של הציבור לעבוד. לאור המכה שקיבלה מדינת ישראל בעבר בגלל משבר האינפלציה של סוף שנות ה-70 ותחילת שנות ה-80, הייתה ישראל המדינה היחידה בין מדינות ה-EOCD (למרות שלא הייתה חלק ממדינות ה-EOCD) שפיתחה את הכלים להתמודדות עם אינפלציה בחשבונאות, במיסוי ובשוק ההון יותר מכל מדינה אחרת. האג"חים אשר הונפקו בהצמדה, הדוחות היו מותאמים לאינפלציה ואף מס הכנסה על חברות היה מותאם לאינפלציה! בראייה שלי, כאשר אני מבצע תחשיבים של הערכות שווי, השימוש בשיטה הנומינלית הוא נוח והוא מהווה קירוב טוב כאשר האינפלציה זניחה. עם זאת, ככל שנימצא במצב של אינפלציה מתפרצת - מי שיעבוד עם תחשיבים נומינליים עלול לאבד את הצפון. ביסודה בניית תחזית היא צופה פני עתיד. כיצד ניתן לחזות או להשוות בין הכנסה צפויה בשנה החמישית או השביעית אל מול הכנסה בשנה הנוכחית! אם האינפלציה השנתית מגיעה נניח ל-10% מדובר בכוח קניה שונה לחלוטין משנה לשנה. זה בלתי ניתן לחיזוי או לשליטה טובה בנתונים. כתוצאה מכך בשיטה הנומינלית קשה יותר לחזות בצורה טובה ערך נוכחי ולכן, המעבר לחישוב תחשיבים בשיטה הריאלית הוא חובה הן בתזרימי המזומנים והן במחירי ההון. במחירי ההון האירוע המרכזי הוא שאלת הריבית חסרת הסיכון. שיעור הריבית חסרת הסיכון היא מזווית של שוק ההון ומעריכי שווי. לדעתי יש להגדיר כמחיר החוב הצמוד ממשלתי (Rf) לעשר שנים. בארה"ב TIPS הגיעו לתשואה לפידיון של כ-1.5% בערך, אחרי שהיו בשיא המשבר של הקורונה במינוס 1%. כלומר מדובר על עליה של 2.5% לערך משיא השפל.

מצד שני, קיימת השאלה - בהסתכלות על תזרים לשנה הבאה, מה זה ערך ריאלי, מתי שומרים על מכירות והרווח התפעולי באמת? אם המכירות גדלו ב-3% והאינפלציה הינה כ-8%-7% אז קיימת שחיקה משמעותית ריאלית במכירות וברווח התפעולי. המתודולוגיה החשבונאית של FFO ריאלי בנדלן המניב בישראל, הובילה לזה שהענף המשיך להיות מממומן באפיקים צמודים. ככל הנראה, הענף היחיד בבורסה שהמשיך להנפיק בבורסה בעיקר צמוד. דמי השכירות צמודים וה-FFO נמדד ריאלית. הואיל ואפיק המימון היה נומינלי - הפרשי ההצמדה לא היו מתוקננים ב-FFO. לכן, דבר זה הביא למוטיבציה בענף לקחת מימון ריאלי.

שאלה גדולה שקיימת היא מהו כוח הקניה של הציבור והאם המחיר הריאלי עומד לעלות או לרדת? לדוגמא הכפלת מחירי הנפט. נניח שישראל הייתה מתמודדת עם ענף הגז כמו גרמניה, היו מייבאים לנו LNG או דברים מהסוג הזה, במחירים שווי ערך של \$400 לחבית - תחשבו מה היה קורה לכלכלה? מה היה קורה לכוח הקניה, אחרי שאירוע כזה היה צריך להיות משולם על ידי כספי הציבור? היינו מגיעים למצב של פגיעה אמיתית בצמיחה ובכוח הקניה. בענף הנדל"ן המניב ובכלל בכלכלה הישראלית בשנתיים האחרונות בפרט, מאז ההתאוששות המשמעותית במחצית השנייה של 2020 מהקורונה, בשילוב התערבות הממשלה ומדיניות הריביות האפסיות - התפתחה בהייטק הישראלי ובעולם (אגב, משקלו של ענף ההייטק בישראל מהרכב הכלכלה הוא הגדול ביותר בעולם, כולל ארה"ב) בועת ניפוח קיצוני של מחירי המניות והשוויים של החברות. הפיכתן של חברות סטרט-אפ ליוניקורנים הייתה עניין שבשגרה (כאשר בשיא – בישראל היו כ-70 יוניקורנים). דבר נוסף שהאיץ את ניפוח השוויים של החברות הוא הקדמת ההתפתחות הטכנולוגית והדיגיטלית וכתוצאה מהקורונה שהאיצה את קצב ההתפשטות שלה באותם ימים. כל אלו, יצרו בועה מטורפת שבימים אלו מתחילה להתפוצץ אשר תקרין ללא ספק על הענף כולו.

כלל המרכיבים של ריבית אפסית, כוח קניה חזק ומהפכה דיגיטלית משמעותית, היו שילוב קטלני בהקשרים הללו. עכשיו הענף והחברות סופגות מכה משמעותית ולדעתי המצב לא יחזור להיות כפי שהיה. יותר מזה, אני חושב ש-95% מהציבור בישראל אינו יכול להעמיד הון עצמי בשביל לרכוש דירה בישראל והדבר הזה לא יכול להימשך.

אופיר שריד

אני חושב שגם אם המשפט הזה נכון אנחנו נמצא שגופים אחרים נכנסים לשוק הזה. קורת גג צריכה להימכר. אני חושב שגופים מוסדיים יכולים להיות כוח הקניה של דירות, היום זה עוד לא קיים, כדי לאפשר לציבור לשכור אותה. במצב זה אין השפעה של התשואות על השכירות היות וההתייקרות בטווח הרחוק תהיה על עליית הערך ולא על התשואות.

אמיר ברנע

מפנה שאלה ליאיר: הנושא של הדיון הוא "השפעת שינויי שיעורי הריבית על מחירי ניירות הערך". חלק מניהול התיק שלך כולל השקעות משמעותיות בשוקים זרים בחו"ל עבור קופות גמל, קרנות פנסיה ומכשירים מהסוג הזה. השוקים מושפעים באופן ישיר מהשינויים הללו. איך אתה מנהל את התיק אל מול השפעות אלו? שיעור ההשקעה בחו"ל/יורד? שיעור השקעה בשוק המקומי עולה או יורד? האם קיים מעבר מהשקעה במכשירי הון למכשירי חוב? כלומר, מה היא התגובה שלך לשינוי שיעורי הריבית?

יאיר לפידות

עליות הריבית או האינפלציה הלא חזויה הפגיעה את כולנו. אני לא מכיר מישהו שהיה בפוזיציה שורט על אג"חים או מכשירים מהסוג הזה. קיימת היערכות כוללת ויש לנו איזון בין תיקים צמודים (בישראל יש אפשרות להחזיק תיקים צמודים בשיעור גבוה יותר מאשר בחו"ל) במקטע האג"חי. במקטע האקוויטי, השוק המקומי בישראל קטן מדי. צריך לזכור דבר אחד – לאור העובדה שענף ההייטק מדלג ברובו על הבורסה המקומית בת"א, למעשה אין ייצוג מספיק נאות של הכלכלה הישראלית בתצורת השקעה רק בבורסה המקומית. בגלל שעולם הפנסיה והגמל הישראלי גדול על המשק ושווי ההון המקומי עם קצב ההפקדות הגדול שלו, אין ברירה למערכת אלא ללכת בחלקים יותר משמעותיים לשווקים הזרים.

אמיר ברנע

גם מהדברים של צביקה אקשטיין, כאשר מדובר בהשקעות צמודות מדד, הריבית הריאלית עלתה. כלומר השינוי בריבית הריאלית אינו נופל מהשינוי בריבית הנומינאלית (ניתן לראות את החישוב בחומר הרקע לדיון). אם הבנק המרכזי, רואה בריבית כאמצעי החזק ביותר והיחיד לווטות המשק וויטות הכלכלה - מה האפקטיביות של השקעה באגרות חוב?

יאיר לפידות

ראשית, החלטה על מח"מ. אם אתה חושש מתהליך של עליות ריביות ספיגת ההפסדים תהיה בד"כ קטנה יותר משמעותית, בטח כשמדובר באזורים של אג"ח קצרות. אגב, זו הגישה שנקטנו. יתרה כן, בבדיקת סטיית התקן של הריבית הנומינאלית או בטח ב-Treasury ל מול ה-TIPS לעשר שנים זה 1% הבדל שנתי בתנודתיות.

אמיר ברנע

שוב, השינוי בריבית הריאלית הוא דומה לשינוי בריבית הנומינאלית.

יאיר לפידות

השינוי דומה אבל הוא עדיין נמוך יותר. יותר מזה, הוא נמוך יותר לאורך זמן. זה מכיוון שבעת אינפלציה מואצת תהיה התפרצות של הריבית הנומינלית כתגובה וזה יעשה בשיעורים משמעותיים יותר כדי לבלום את המצב.

שלומי שוב

יאיר, בהסתכלות שלך על הערכות השווי, איך אתה רואה את ההתאמות?

יאיר לפידות

אם ניקח את עולם הנדל"ן המניב בחברות הגדולות, הייתה תקופה של זחילה כלפי מטה ב-CAP, כתוצאה מהתשוואות של ריבית חסרת הסיכון, בהערכות השמאים. בניתוח השוק וחברות הנדל"ן המניב, ניתן לראות שהאומדנים וה-Implied Caps (צריך לנקוט משנה זהירות בתחשיבים הללו – התהליך שעושה בלומברג הוא לא תחשיב מלא ונכון). כל נושא זכויות הבניה הנוספות או לחילופין, פרויקטים שטרם שוערכו, רשומים בערכים מאזניים היסטוריים, אשר לא משתקפים ב-Implied Caps ועל כן, יש לבצע התאמות. עם זאת, ה-Implied ירד מתחת להערכות השמאים. הערכות השמאים היו באזור 6.5% בעוד ה-CAPS בשוק Implied ירד לפני שנה לאזור של 5%. השמאים עובדים עם המגמה אך באיטיות, תוך שהם מחכים לעסקאות. כאמור, חלה ירידה משמעותית בהיקף העסקאות עד כדי שבחלק מהזמן לא היו עסקאות כלל. כיום, לאחר התיקון – השוק נמצא באותם אזורים של השמאים ה-CAP כך שהשמאים לא צריכים לעשות שינויים גדולים אל מול מה שהיה קודם.

צריך לזכור שה-Implied מביא איתו שאלה נוספת. איך מחשבים את ה-NPV לאור התוספות הריאליות העתידיות? לדוגמא: שוק השכירות למשרדים בישראל. בשנתיים האחרונות, משרדים במרכז תל אביב אשר הושכרו במחירים של 100-120 ש"ח למ"ר קודם קפצו למחירים של 200-250 וזאת לאור התחזקות של ענף ההייטק אשר מחפש מיקומי פריים.

אבי ורטהיים

צריך לשים לב שיש גם צד שני למאזן. השווי ההוגן של צד ההתחייבות, אותנו איננו מציגים. שווי המושפע משינויי הריבית בשוק לעומת תנאיו המקוריים, יחד עם המח"מ שלו.

יאיר לפידות

זה נכון – יש פה אפקט מקזז. בכל אופן, צריך לשים לב שהאפקט של המחירים הללו היה הרבה יותר משמעותי מעניין הריבית. בלי להזכיר שמות, אני מכיר מקרה של שחקן מאוד משמעותי בעל מלאי עשיר באזור תל אביב רבתי אשר בונה תכנית עסקית על מחירים של 160-180 דולר למטר. חשוב להדגיש כי אני למרות שאותו גורם לא העלה את רמת המחירים, אני לא מכיר גופים, שאינם הייטק, שיהיו מוכנים לשלם מחירים כאלה. בפרט יוניקורנים או חברות המתיימרות להיות "דקה-קורנים". הלך הרוח בחברות אלו הן שעליית מחירי הנדל"ן המניב קטן עליהן - "מה זה עוד \$100 למטר בשבילנו?". בהייטק הדברים יצאו מפרופורציה בהקשרים של כוח אדם. היום בחברות יש תפקיד הנקרא "ממונה חווית עובד".

אמיר הסל

אני אתייחס לכמה נקודות. נקודה ראשונה היא חישוב שווי השווקים על בסיס המודל הבסיסי של היוון התזרים לאינסוף, בדומה למודל שיאיר הציג בשקפים שלו. על פי המודל, השווי הנוכחי הוא התזרים בשנה הראשונה חלקי מחיר ההון פחות שיעור הצמיחה (G-). אני אמרתי בוא נבודד ונראה את השפעת שינוי התשואה חסרת הסיכון על השווי. לקחתי את ה-S&P בסוף שנת 2021, עם מכפיל של 26.5, מדובר על מכפיל היסטורי. עניין אותי לראות אילו הנחות היו גלומות בשוק על פי המודל, לפני עליית התשואות. לקחתי את הריבית חסרת הסיכון שהייתה בסוף 2021 – 1.89% (מבוססת על אג"ח ממשלת ארה"ב ל-30 שנים) (אפשר להסתכל גם רק על 10 שנים קדימה, זה לא מהותי כל-כך) עם שיעור צמיחה של 3% (אומדן שהיה נראה לי נכון להשתמש בו) והגעתי לפרמיית סיכון של 4.88%, לא מאוד רחוק מהתוצאה שיאיר הגיע אליה. כל מה שנשנה עכשיו הוא את ריבית חסרת הסיכון ל-30 שנה, שעלתה ב-236 נקודות) במטרה לראות מה צריך להיות המכפיל הנוכחי. התוצאה הייתה שאם המכפיל עמד על 26.5 בסוף 2021, היום הוא היה אמור לעמוד היום על 16.3. עם זאת המכפיל כיום עומד על 18.7, כלומר על פי הכלל הזה שוק המניות – מדד SP500 צריך לרדת, מעבר לירידות שירד עוד 13% בהסתכלות על התשואות ל-30 שנים ועוד 17% בהסתכלות על התשואות ל-10 שנים. כל זה בהנחה שפרמיית הסיכון לא השתנתה בכלל ושההנחות לגבי הצמיחה לא השתנו בכלל. זה נותן נקודת מבט לגבי השפעת העלייה הדרמטית בריביות על השווקים. כלומר, ניתן לראות שהשוק לא התאים את עצמו באופן מלא לעליית שיעורי הריבית. צריך לזכור שהרווחיות ב-2021 היא רווחיות שיא, לכן ההנחה שאין שינוי בצמיחה ושאין שינוי בפרמיית הסיכון היא הנחה מאד מקלה עם השווקים.

נקודה שנייה נוגעת לגידורי מט"ח על ידי מוסדיים – היסטורית, כשהתחלנו להשקיע בגופים גדולים בחו"ל הגענו למסקנה שצריך להפריד בין באיזה מכשירי השקעה אנחנו נרצה להשקיע, לבין חשיפת המט"ח. כשהדרך הייתה לגדר את חשיפת המט"ח, כאשר רצינו להשקיע בעוד נכסים בחו"ל בלי להיחשף למט"ח. ולכן, בצורה די אוטומטית, הדיון על החלטת השקעה בנכס כלשהו, הפך לדיון נפרד לגמרי מהדיון על חשיפת המט"ח. לדוגמה, אם אני נותן אשראי ביורו, אני לא בהכרח מקבל באותו רגע את ההחלטה של הגדלת היורו ואם אני לא רוצה להגדיל יורו, אני אוטומטית מגדר. אבל – קיימת השאלה "מה היא חשיפת המט"ח?", או מה נכון לספור תחת חשיפת המט"ח השאלה העיקרית לטעמי היא, האם השקעה במניות היא חשיפת מט"ח שצריך לגדר אותה? זו בעיניי שאלה מאוד חשובה ומשמעותית. היסטורית, לא גידרנו את המניות ממספר נימוקים:

- א. מניות הן נכס פיננסי מאוד תנודתי. תנודתיות הרבה יותר גדולה מהמט"ח.
- ב. אי ודאות לגבי מהי חשיפת המט"ח של מניה מסויימת. לדוגמא – מניית טבע שנסחרת בתל אביב, ובניו יורק, ושערה נקבע בניו-יורק. , התנהל ויכוח גדול האם צריך לגדר את חשיפת המטבע מהשקעה בה?

- ג. מניות שנסחרות בניו יורק אבל בעצם פעילות בשווקים אחרים, איזה מטבע מגדרים
- ד. קיימת בעייה טכנית קשה לגדר "חשיפת מט"ח של שווקים מתעוררים" או יפן וכו' אשר לא באמת ניתן לגדר.
- ה. מתאם שלילי בין שוק המניות למט"ח. בדרך כלל בזמן משברים, מפולות בבורסה החל פיחות ואז מתקיים גידור טבעי.

לאור זאת, היסטורית הגופים המוסדיים לא גידרו את חשיפת המט"ח במניות.

לאחר מכן, בשנת 2008 ראינו מפולת בשוק המניות בלי פיחות. בהמשך הרבה מאוד שנים ראינו את התיסוף המתמשך של השקל, ולכן בהדרגה הגיעו, למיטב ידיעתי, כל הגופים המוסדיים למסקנה שיש לגדר גם את חשיפת המניות ולא רק את חשיפת המט"ח.

אמיר ברנע

אמיר, האם לאור מה שיאיר אמר תבצע בדיקה נוספת?

אמיר הסל

אני חושב שזאת התמונה. אבל כתוצאה מהמסה האדירה שדיברת עליה, בהיקף של 90 מיליארד דולר, נוצר מתאם, לפחות בטווח הקצר, כמעט מלא בין נפילות בבורסה בארה"ב לבין פיחות. המתאם הוא טכני כתוצאה מהגידור של הגופים המוסדיים. ברגע שיש מפולת נוצר מחסור. במרץ 2000 הייתה קטסטרופה, לא היה דולרים בשוק בגלל שכל המוסדיים נאלצו את להביא את כל החוזים שלהם. ולכן יש היגיון לקצץ. השורה התחתונה - והיא לא חד משמעית, אני חושב שכן לא לגדר את כל המניות, אבל בעיניי זו הנקודה המרכזית.

נקודה שלישית נוגעת לריבית כמכשיר לויסות עסקים - היסטורית, מחזורי העסקים היו כאלה: מיתון, הורדת הריבית על ידי הבנק המרכזי, הממשלה מגדילה תקציבים, יוצאים מהמיתון, יש צמיחה, יש גאות יש התחממות האינפלציה מרימה את הראש, המחירים עולים וחוזר חלילה. ב-2008 2009 בעקבות המשבר הכלכלי, הכלכלן בן ברננקי הוריד את שיעור הריבית וממשלת ארה"ב הדפיסה כמויות גדולות של כסף. אבל בשונה ממחזורי העסקים שראינו בעבר, - לא הגיעה אינפלציה! במשך 14 שנים, למעשה עד ימינו (2022), השווקים חשבו שפתרנו את בעיות הכלכלה. בכל פעם שניתקל במצב של מיתון עושים שני דברים: א. מגדילים את הגירעון ולוקחים חובות וב. מדפיסים עוד כסף ומורידים את הריבית - אבל אין לכך מחיר ואין אינפלציה ולכן פתרנו את בעיות הכלכלה בעולם - אין יותר מחזורי עסקים.

לדעתי, הורדת הריבית והדפסת הכסף בשנת 2008 לא הביאו לאינפלציה בגלל מספר סיבות: סיבה אחת היא שיפורים טכנולוגיים משמעותיים שהביאו לגידול בפריזון, סיבה שנייה היא האינטרנט שהגדיל את התחרות בצורה דרמטית - השווקים נהיו גלובליים וסיבה שלישית שהיא הכי חשובה

לדעתי – במקביל לכך שהבנק המרכזי הדפיס כסף. הפיקוח על הבנקים, כלקח ממשבר הסאברייס, הגדיל את דרישות ההון. העלייה בדרישת ההון זו הייתה כמעט פי 2. התוצאה – חלק ניכר מהנזילות שהזרימו הבנקים המרכזיים לא הגיעה לשווקים, לא הגיעה לפירמות, אלא נתקעו במרתפי הבנקים.

שלוש סיבות אלו הביאו למצב שלדעתי הוא לא נורמלי, ולכן לא נוצרה אינפלציה. עד שנת 2020 והתפרצות מגיפת הקורונה. כל הבנקים המרכזיים חשבו שיש נוסחת קסם. הגישה של הבנקים הייתה "אם במשבר הקודם הדפסנו 2 טריליון דולר, עכשיו נדפיס 8 טריליון דולר". התוצאה היא חד משמעית – התפרצות אינפלציונית! זה לא נבע משרשראות אספקה, אלא מעודפי נזילות שהציפו את השווקים. לדעתי אין ברירה אלא לחזור למציאות, מחזורי עסקים קיימת. כל פעם שהריבית יורדת, הכלכלה מתחממת ואנחנו מגיעים לאותו מצב של התפרצות אינפלציונית.

אלון גלזר

ראשית, אני מאוד מסכים עם הדברים של אמיר (הסל). לגבי הבנקים, מאוד מעניין כי דיברנו על השווי שלהם וההשפעה של הריבית. מה שהבנקים נותנים כדיווח הוא סובייקטיבי. מדובר בהערכה שלהם על התחזית להכנסות בהתאם לעליית שיעור הריבית. אני חושב שיש הבדל עצום בין עלייה מ-0% ל-1% לבין עלייה מ-3% ל-4%. חיזוק לכך ניתן לראות שכבעת העלייה הראשונה של הריבית ל-0.5% אף אחד לא העביר את הכסף שלו לפיקדונות בעוד כשהריבית עלתה ל-3% הרבה מאוד אנשים העבירו את כספיהם לפיקדונות. רוב הרווח של הבנקים נובע מהכסף שנמצא אצלנו בחשבונות העו"ש שהם מלווים אותו בריבית פריים. ולכן ההבדל בין האחוז הראשון לאחוז הרביעי הוא עצום. פה נכנס גם הדברים שהוצגו לעניין ההפרשות. הפרשה ב-1% אל מול הפרשה של 4%, מדובר במספרים שונים לגמרי. יש גרף שמספר סיפור מדהים על כמה הפרשות היו נמוכות שהריבית הייתה אפסית. אם נחזור עשור אחורה, אני לא חושב שאפשר לומר שהבנק למד לתת אשראי יותר טוב. אפשר לומר שחל שיפור קל והחיתום יותר איכותי אך הריבית משמשת פה פקטור מאוד משמעותי. דבר נוסף, באשר לשוק המניות – ההכנסות של הבנקים עולות וההפרשות גם הן והתמחור של הבנקים צריך להיות במכפילים יותר נמוכים. הריבית חסרת הסיכון להיוון קטנה ולכן אני חושב שאנחנו נגלה שהתרומה של שני הפקטורים האחרונים (החיתום האיכותי והעלייה בהפרשות) תהיה יותר משמעותית מהתרומה של גידול בהכנסות הריבית.

אמיר ברנע

האם באמת הצפי שלך הוא לאי גידול ברווחיות הבנקים לרבעונים הקרובים, בפרט לרבעון השלישי והרביעי השנה?

אלון גלזר

הגידול הוא מטורף! התרומה של הריבית היא עצומה. מדובר בגידול בהכנסות של מיליארדים! אני חושב שנראה את הבנקים מבינים את זה. אולי ישתמשו בזה ב-CECL ואולי רק ייצרו כרית ביטחון. אני חושב שכבר ברבעון הרביעי נראה עלייה משמעותית בהפרשות ואף ברבעון השלישי. בסוף, שנת 2022 היא כזו טובה שמאוד קשה יהיה לא לייצר כרית ביטחון. בשנה הבאה, לדעתי אנחנו בעולם של הפרשות כמו בעשור לפני מדיניות "הכסף הזול". אגב, השנה מניות הבנקים הן כמעט אפס.

אמיר ברנע

ההשפעה הזו היא רק בבנקים או שמא מדובר על כל הסקטור הפיננסי שבעצם אין לו חשבונות עו"ש ועל אף שיש לו מקורות המושפעים משיעור הריבית?

אלון גלזר

אני חושב שרק אצל הבנקים התרומה מהכנסות הריבית היא כזו משמעותית, כלומר בחברות אחרות שנותנות אשראי חוץ בנקאי אין תרומה כזו הם לא נהנים מהמרווח הזה. חברות ביטוח לדוגמא, רוצות ריבית גבוהה אבל הדרך לשם היא נורא קשה כי הן מפסידות המון בתיקי ניירות ערך. חברות אלו לא אוהבות אינפלציה, האינפלציה לא טובה להן, הפרמיות, הפוליסות ומה שהן משלמות הוא צמוד למדד ולכן הן מאוד אוהבות סביבת ריבית גבוהה אך לא את הדרך לשם.

אמיר ברנע

אתה עושה הבחנה בין מגדל לכלל למשל, שיש להן השפעת ריבית משמעותית על הרווחיות עקב היוון הוצאות עתידיות לבין חברות הביטוח האחרות?

אלון גלזר

לכולן יש השפעה. אצל מגדל וכלל היא טיפה יותר משמעותית. אבל בגדול, כל החברות לדעתי הנוק הגדול בדרך יהיה קשה, בטח במחירי הניירות העתידי יהיה יותר טוב אצלם. בבנקים מצד שני, הטווח הקצר הוא נהדר והטווח הרחוק פחות.

אמיר ברנע

זה לא תמונה דיפרנציאלית בתוך הסקטור המניתי. אני אומר, אם השינוי הוא ריבית – תבחר לך איזה סקטור אתה רוצה. ואתה אומר – לא! ההשפעה תהיה מאוחדת על כלל הסקטורים.

אלון גלזר

אנחנו רואים דווקא שהבנקים מגיבים מאוד יפה, כי כולם מצפים לתמונה של ההכנסות. אגב לדעתי, הריבית עלתה מהר מדי. הבנקים אוהבים להיות יותר בסביבה של 1%-0%. ברגע שהריבית עולה לשיעור של 3%-4% אנחנו נראה קיטון בהכנסות המימון וגידול בהפרשות.

שלומי שוב

מעניין. בואו נכניס גם את הרגולטורים לתמונה. יעקב תרצה להוסיף מה אתם רואים מנקודת המבט שלכם לקראת פרסום דוחות החברות לרבעון השלישי?

יעקב יודקוביץ

הזכרת מקודם את המסמך שפרסמנו ואכן החלק האחרון שלו מתעסק בעיקר בהשפעת הריבית על ירידת ערך אבל זה דווקא החלק הפחות חשוב מבחינתי. לא היו שם הרבה חידושים.

מבחינתי החלקים החשובים יותר הם החלקים הראשונים במסמך שעוסקים בגילוי מחוץ לדוחות הכספיים. שם ביקשנו להתייחס לכל השפעות של האינפלציה והריבית. בחלק זה התייחסנו באופן מיוחד לחברות שהשפעת הריבית והאינפלציה עליהן יכולה להיות מהותית מאוד לרעה. למשל, חברות שאם ניקח את הערכים הנוכחיים שלהם ונעלה מעט את הריבית ו/או האינפלציה הן יגיעו למצב של יחסי כיסוי שליליים או יתקרבו להפרת קובננטים ובמקרים אלו ביקשנו ניתוח כלכלי מפורט. יש חברות שעשו את זה יותר טוב ויש חברות שעשו את זה פחות טוב ולא ראינו אחידות ברמת היישום.

אני רוצה להתייחס גם למה שנאמר כאן קודם, שאת ה-FFO יש להציג בערכים ריאליים תוך נטרול האינפלציה על הוצאות הריבית. בהקשר הזה, חשוב לשים לב, שלפי עמדת רשות ניירות ערך צריך להציג את הנתונים הנומינליים. אנחנו מודעים לעובדה שחברות הנדל"ן מציגות לאחר מכן FFO נפרד עם זווית הסתכלות משלהן אך חשוב להבהיר שמבחינת הרשות לניירות ערך ה-FFO הוא בערכים נומינליים בלבד. אנחנו לא חושבים שיש הצדקה להציג את הנתונים בלי השפעת האינפלציה על החוב.

נושא נוסף, הוא נושא הערכות השווי אשר נעשות בנתונים ריאליים לאור הקושי להביא בחשבון את האינפלציה בכל אחת מההנחות. אין לנו התנגדות עקרונית לעניין הזה אבל אציין מספר נקודות שנראות לי רלוונטיות לנושא זה: יש לזכור שאם משתמשים בנתונים ריאליים אז אי אפשר להגזים בנתוני הצמיחה לטווח הארוך. גם אם לוקחים בחשבון שבעבר האינפלציה לא הייתה כזו גבוהה, בכל זאת אם מורידים את האינפלציה משיעור הצמיחה שהיו רגילים להשתמש בו בעבר בהערכות שווי נומינליות (לדוגמא 2%), נגיע לשיעורי צמיחה מאוד מאוד נמוכים.

אמיר ברנע

אם הערכת השווי היא נומינלית, אתה מאפשר שימוש בשיעורי צמיחה של 2%-3%. ואם הערכת השווי היא ריאלית - יש לבטל את שיעורי הצמיחה?

יעקב יודקוביץ

אי אפשר שהריבית חסרת סיכון תהיה מאד נמוכה ושעדיין שיעור הצמיחה יהיה גבוה. יש קשר בין הנתונים. בנוסף, לפני שעושים הערכת שווי במונחים ריאליים, קודם כל צריך לשאול את השאלה – האם החברה היא כזו שהשפעה של האינפלציה על השורות השונות היא דומה? וגם לא לפספס היבטים טכניים כמו השפעה על Fix Assets לטווח מאוד ארוך. לדוגמא - מס הכנסה לא מאפשר התאמה לאינפלציה ואז מגן המס מאבד חלק משמעותי מהערך שלו. אלו הן השפעות של האינפלציה על הערך השווי של הפירמה שאי אפשר על ידי שימוש בנתונים ריאליים לוותר עליו.

אמיר ברנע

אז איפה נכנסים כל הנתונים והצפי לעתיד הזה? בדו"ח הדירקטוריון?

יעקב יודקוביץ

הגילוי יופיע בדוח הדירקטוריון. כמובן זה לא מידע שיופיע במצב רגיל בדוחות הכספיים. כמו שאמרתי קודם, התחלנו את העמדה במקרים של חברות שלא קרובות לאזור הסכנה – שם הסתפקנו יותר בגילוי איכותי שמסביר את ההשפעה על השורות השונות. כשמדובר בעליית ריבית די ברור מה היא ההשפעה, כשמדובר באינפלציה כמובן זה יותר מורכב. לגבי חברות שיחסי הכיסוי שלהם נמוכים, ביקשנו תיאור יותר מפורט שמראה ממש איך החברה יכולה להתמודד עם עליות הריבית והאינפלציה.

אמיר ברנע

אז תגיד לי אתה, עם כל הכנות המקצועית - אתה רואה דוח דירקטוריון של בנק, שבו טבלה אחת תפרט את השפעות הריבית על השווי הכלכלי?

שלומי שוב

זה לא אליו. יבגני, תרצה להוסיף את הדברים שלכם בראיית הרשות לשוק ההון?

יבגני אוסטרובסקי

בלי לסבך יותר מדי. תראו, כמו שנאמר פה - ההשפעה על הביטוח בסביבת עליית הריבית היא הרבה יותר מורכבת. כך למשל, ניתן לנסח את השאלה של ההשפעה על ביטוח דרך הדוח כספי או דרך ה-Solvency, או בכלל השפעה במציאות של היוון התזרים.

לכן זו לא כל-כך שאלה קלה לענות עליה. יותר מזה, קיימת השאלה איך סביבת הריבית החדשה משפיעה על המאזן והעסק הקיים של החברה שלי לעומת איך זה ישפיע על העסק העתידי שלי? איך זה משפיע על חברה עם מח"מ התחייבויות לטווח קצר או בינוני כגון חברת ביטוח אלמנטרית שמתעסקות בעיקר בביטוחי רכב לבין חברה שיש לה התחייבויות עם מח"מ ארוך בביטוחי חיים או סיעוד?

חשוב להבין שבדוח הכספי כיום, לא כל הערכים במאזן הם ערכים מהוונים שמשקפים את העתיד אלא גם ערכים היסטוריים ויש גם שימוש בריביות חסרות סיכון או בריביות שהן לא ריביות שוק. ההשפעה של עליית ריבית על התיק הקיים בדוח הכספי כוללת ירידה בנכסים ובהתחייבויות אך לאו דווקא באופן סימטרי. בעולם של Solvency הערכים יותר מחוברים לשוק והם משקללים בתוכם את השינוי בשיעור הריבית באופן יותר כוללני.

עליית הריבית הנומינלית קורלטיבית לאינפלציה. לדעתי, אם מדברים על ההשפעות על חברת ביטוח ומדברים על היבטים כלכליים, היבטים של IFRS 17, Solvency או חלק מהסעיפים בדוחות הכספיים אז דבר חשוב לזכור הוא שההתחייבויות והפרמיות של חברת ביטוח לפי חוק צמודות למדד. לאור העובדה שלעיתים פרמיה מתקבלת לפני פירעון ההתחייבויות, כגון בביטוחי סיעוד או ביטוחים הכוללים חיסכון, אנחנו מגיעים למצב שהחברה צריכה להצליח לייצר את התשואה הריאלית שהונחה בתעריף על פני זמן. ולכן, בחברת ביטוח הדבר החשוב הוא בעיקר התשואות הריאליות. בעסק העתידי ולרוב גם בעסק הקיים חברת ביטוח תרצה שהתשואות הריאליות יעלו. כמובן שהדרך לשם עשויה להיות כואבת מבחינת שחיקה בשווי ההוגן של הנכסים אבל אם הן יהיו בפוזיציה שההתחייבויות שלהן הן במח"מים ארוכים יותר מאשר הנכסים הן יוכלו להרוויח מזה. גם האקטוארים משתמשים בענף הזה במודלים ריאליים. הריבית הריאלית היא אכן השאלה החשובה בחברות הללו.

כמובן שעליית הריבית משפיעה מיידית גם ביחד לצד הנכסים והשערוכים. באשר לאיכות שערך נכסי חוב - פתרנו את זה עם מכרז מרכזי על ידי ציטוט של נכסי חוב ויש לנו מכרז נוסף בדרך. במקרה של השקעות באקוויטי ברור שיש שאלה כיצד מחירי האקוויטי הלא סחיר אמורים להיות מושפעים, איך הם מגיבים ואיך לעשות את זה. בדיוק עכשיו יש לנו מכרז חדש ואנחנו חושבים גם איך והאם לפתור את הסוגיה הזו.

אמיר ברנע

אז לפי מה שאתה אומר, השפעות הריבית על חברות ביטוח - היא בדיון?

יבגני אוסטרובסקי

תראה, קודם כל - כאשר חברה מפרסמת דוח Solvency, הדוח מכיל ניתוח רגישות להשפעות ריבית חסרת הסיכון הריאלית. הסיבה לכך היא שהפרמיות לקבל, ההתחייבויות לשלם והתזרים הצפוי

צמודים ברמה החוזית לאינפלציה. יותר קל להשתמש במודל הריבית הריאלית. אז לשאלתכם, יש גילוי המסביר את השינוי ביחסי ה-Solvency כפונקציה של שינוי בריבית הריאלית. בפועל, זה יותר מורכב מזה. כידוע, עליית שיעור הריבית מביאה לירידה בביקוש להשקעות במניות שוק ההון. לכן זה לא חד משמעי ולא כזה פשוט לנבא את ההשפעות אבל יש תחשיבים שמראים את ההשפעות הללו. גם בדוחות הכספיים חל שינוי בעקבות שינוי הריבית חסרת סיכון אולם מדובר בשינויים מסוג אחר היות ולדוחות הכספיים כללים אחרים.

אבל כאמירה כללית - לחברות בעלות התחייבות מח"מ לטווח ארוך, עליית שיעור הריבית יכולה לשפר את מצבם וזה בהנחה שלא חל שינוי משמעותי באספקטים אחרים.

אמיר ברנע

אבל כמשפט אחד כללי שלא מחייב אותך - מה לדעתך השפעות הגידול בריבית על התוצאות העסקיות של חברות הביטוח? האם ניתן לצפות את התוצאות כמו בבנקים?

יבגני אוסטרובסקי

לא. ההשפעה היא שונה לחלוטין. חברות ביטוח זה דבר שונה לגמרי.

אפי סנדרוב

אני מסכים עם דבריו של יבגני שמהווים הקדמה טובה לנתונים שאציג. החשבונאות של קרן פנסיה פשוטה יותר. עמיתים מנהלת קרנות וותיקות מסוג DB. המאזן שלנו - כל הנכסים, כל ההתחייבויות נמדדים לפי שווי הוגן, בשונה מתאגידי אחרים במשק שיש להם לעיתים גם נכסים שנמדדים לפי עלות מתואמת (לדוגמה אגרות החוב המיועדות בקרנות פנסיה חדשות).

התחלנו את השנה עם התחייבויות פנסיוניות בגובה של 507 מיליארד שקל, כאשר הפנסיות צמודות מדד (השפעת האינפלציה לבדה לשנה כולה עשויה להגיע לסביבות ה-20 מיליארד שקל). ועם זאת בסוף הרבעון השני ההתחייבויות שלנו ירדו ועומדות על סך כ-450 מיליארד שקל. השפעה של למעלה מ-60 מיליארד שקל לערך רק כתוצאה משערוך לשווי הוגן (כתוצאה מעליית וקטור הריביות)

מח"מ ההתחייבויות שלנו יותר גדול כמובן ממח"מ הנכסים (הירידה בשווי הנכסים כתוצאה משערוך היתה מצומצמת יותר מהירידה בהתחייבויות) ולכן עליית הריבית שיפחה את המצב האקטוארי של קרן הפנסיה ולכן הרווחנו. עליית הריבית טובה לקרנות מסוג DB, כמונו, עם פערי מח"מ. אי אפשר לחגוג את השינוי במלואו כי היו גם שינויים אקטואריים בכיוון השני. תוחלת החיים התארכה ולכן נאלצנו להגדיל את ההתחייבויות מסיבה זו בכמה מיליארדי שקלים.

כאמור, בנטו חל שיפור קטן ביציבות האקטוארית של הקרנות הוותיקות וסך המאזן השתנה מאוד, כפי שצינתי בערך בכ-60 מיליארד שקל.

בשורה התחתונה - שיפור אקטוארי. עליית הריבית אפשרה להתמודד טוב עם העלייה בתוחלת החיים. זה בא בדיוק זמן.

בטווח הרחוק בעולם של ריביות גבוהות יותר נוכל להשיג תשואות עתידיות גבוהות יותר ולכן זה תורם לאיזון האקטוארי של הקרנות.

רוני זרניצקי

כמה דברים בהתייחס לכל מה שנאמר פה: אני מסכים שבעולמות של IFRS אנחנו כמערכי שווי - לא מעריכים חברות אלא מעריכים נכסי מקרקעין באופן פרטני וספציפי כאשר כל נכס עומד בפני עצמו. אומדן השווי עבור הנכס הספציפי הוא בלי להתייחס להתחייבויות החברה או למניות החברה וכו', אלא לנכס SA. מאוד חשוב להבין את זה כי בעולם התזזיתי של שוק ההון והמניות אנו רואים שלא תמיד הדברים מתכתבים עד הסוף. אמיר בעצמו אמר ששוק המניות הוא סנסבילי ורגיש הרב יותר משוק המקרקעין בעצמו.

דבר נוסף, בהקשר השיח שהיה בין אופיר ואבי לשאלת "האם העולם המניב הוא צמוד מדד?". אבי אמר "זה אגדה". אני לא יודע למה אבי בדיוק התכוון אבל בעיניי, הוא אגדה ובלבד שיש מי שישלם את ההצמדות האלו. להיתפס למונחים של עולם צמוד מדד בלי לבחון אותו, הוא בעייתי. אני חושב שההסכם של ההצמדה הוא יפה וצריך לכבד אותו, אבל לא רק לכבד אותו אלא גם לשלם אותו. ולא רק לשלם אותו אלא גם להבין שאם השוכר הספציפי שהתחייב לדמי שכירות אחרי הצמדה לסכום מסוים ייצא היום מהדירה, ואני מדבר על היום. לא על מחר, לא על מחרתיים. על היום. יהיה מי שייכנס לדירה במקומו ויהיה מוכן לשלם את דמי השכירות עם ההצמדה. ככל שזה יכול לעמוד אז הרי שזה יכול להוות עבורנו השמאים פרמטר לאומדן שווי שכן יכול להוות כבסיס לאחד הפרמטרים במדידת אומדן שווי השוק. כמובן שאנחנו לא מתייחסים לעסקאות קצה ולכל מיני טירופים אחרים שיכולים לבוא לידי ביטוי רק בטווח הקצר בלבד - אם בכלל.

שלומי שוב

אבל רוני, לאור כל מה שקורה בהייטק - מה הנתונים שלכם מראים?

רוני זרניצקי

אני יכול להגיד שאנחנו עושים הערכות שווי למועד קובע ספציפי להבדיל מכלכלנים או חוות דעות אחרות שיכולות לצפות ולנבא סיכונים עתידיים. אנחנו מתייחסים למועד קובע. ידוע. ואנחנו חייבים להיצמד לדבר הזה. למועד הקובע של הרבעון השלישי, אנחנו כרגע נמצאים בסקירות, אנחנו לא רואים שינויים. לא בתשלומים בפועל ולא בחילופי שוכרים. ההיצעים הם לא גדולים. נכון שעסקאות המכר הן בהיקפים לא גדולים אבל זאת המציאות.

אמיר ברנע

אבל האם ה-WACC השתנה? אם יש שינוי במחיר ההון? אם אתה אומר שאין שינוי בתזרים אז יש שינוי בהיוון לא?

רוני זרניצקי

תראה, אין שינוי בהיוון. למרות שעלות הכסף עלתה - אנחנו לא רואים אינדיקציה לעסקאות בשיעורי היוון אחרים. זאת המציאות.

אמיר ברנע

אז באיזה ריבית אתה מהוון את שכר הדירה, אני לא מצליח להבין. האם חל שינוי, בשיעור ההיוון, שבו אתה מהוון את שכר הדירה?

אבי ורטהיים

אני חושב שיאיר הסביר את הכל. אחת הסיבות שאנחנו נראה פיגור בהשפעת השינוי בשיעורי ההיוון היא ששיעורי ההיוון כפי שאנחנו צופים אותם כעת עדיין לא הגיעו לאלה שנקחו בשמאיות המשמשות את הדוחות הכספיים.. מה שקרה זה שבמשך שנים הייתה ירידה בשיעורי ההיוון בשוק, כאשר השמאים ממשיכים לנפק שמאיות המשתמשות בשיעורי היוון גבוהים מאלה שבעסקאות בשוק. זה קרה לא רק בישראל.

רוני זרניצקי

כשהריבית הייתה אפס, לא זכור לי שהיוונו ב-3%.

אבי ורטהיים

ראינו את זה בכל העולם שבזמן ירידות או עליות כאלה לשמאים לוקח הרבה זמן להגיב לשינויים האלה. במשך ארבעת השנים האחרונות הם בפיגור. בשנים האחרונות אנחנו, ואני אגיד גם אופיר, היינו מוכנים לשלם על נכסים, שלצערנו לא היו מספיק, עבור תשואות יותר נמוכות. ולכן כאשר יש השינוי הזה אתה רואה את השינויים נכנסים לתוך הבאפר. בנוסף הם לא מקבלים אינדיקציה מהשוק ולכן הם נשארים איפה שהם נשארים. זה לא בגלל שלא השתנו הריביות בשוק אלא בגלל שיש כרית ביטחון בדוחות כרגע כאשר השוק עדיין לא נמצא בשיעור ההיוון של הדוחות, למרות העלייה.. רק מילה אחרונה על הוויכוח ביני לבין אופיר האם אנחנו חיים בעולם צמוד או שמדובר באגדה אורבנית. בסופו של דבר, אנחנו לא אמרנו שהנכסים הם רק צמודים כשהשכירות הייתה בהיפ והשכירות עלתה מ-100 ל-150, לא אמרנו "לא, לא זה צריך לעלות רק ב-2%". אותו דבר שזה יורד למטה. לא מדובר

רק באינפלציה. השוק הולך לתקופה ממותנת והשאלה לא רק מה יקרה באמצע תל אביב. אני לא בטוח ששווקים או פריפריה הקרובה כמו פתח תקווה וערים כאלה - יידעו לשלם מדדים גבוהים.

אופיר שריד

שכר הדירה הוא צמוד למדד והוא ימשיך להיות צמוד למדד כל עוד האינפלציה סבירה.

אבי ורטהיים

מחיר השוק של שכר הדירה אינו צמוד למדד. ההצמדה היא של שכר הדירה בתוך החוזה. מחיר השוק ומחירי השכירות כהכללה, המשמשים בעת חוזים חדשים או חידושים, הינם בתלות מוחלטת ממצב השוק, כלומר היצעם ביקושים וכד'.

אמיר ברנע

אני מבין לגבי התזרים של ההכנסות. אני מדבר על ההיוון. הריבית הריאלית עלתה ב-2% בחצי השנה האחרונה. זו עובדה. האם זה בא לידי ביטוי בהיוון של הכנסות שכירות הדירה בחישוב שווי הדירות בהליך שמאות?

אופיר שריד

אני אקדים את השאלה שלך בזמנים. השאלה שלך הייתה צריכה להישאל בדצמבר 2019 תקופה שבה הריבית ירדה בצורה משמעותית לעומת דצמבר 2018 ו-2017. במועדים אלו שיעורי ההיוון נשאו מאוד דומים. לכולם, כנראה זה היה יחסית נוח. למעשה, נוצר לנו באפר- מרווח רחב בין תשואת הנכסים לריבית השוק. באפר שכולם פה דיברו עליו. בבאפר הזה הסתכלו על עסקאות, ולמרות שתשואת הנכסים בפועל בעסקאות הלכו וקטנו, שיעורי ההיוון בדוחות כמעט שלא ירדו. אני יכול להציג לך עסקאות במקומות פריפריאלים, שהציעו לי נכזים לפי 5.5% תשואה כאשר השיערוך של של כלל הנכסים של מליסרון, ומדובר בנכסי פריים, הוא 6.75% ואומרים לי "אם אתה רוצה להציע הצעה שהיא מעל 5.5% אל תבוא בכלל", כשקניון רמת אביב משוערך ב- 6.25%-6.5%. משמע גם כשיעור תשואת הנכסים בעסקאות ירדה משמעותית, לא ראינו שינוי משמעותי בשיעורי ההיוון בדוחות. לא ראינו קורלציה מיידית, בוודאי לא באופן משמעותי, בין שיעורי ההיוון לירידת הריבית.

אמיר ברנע

אז לפי ההיגיון הזה – הלא יאיר אתה דיברת על גופים מוסדיים כמו קרנות הון סיכון שהולכות ורוכשות לפי מודל עלות ולא מתאימות את השוויים לשינויים בשוק. פה אתה שומע גישה - בוא נווטת השוק. למה שלא נלך לפי השקל למעלה ולמטה? נלך לפי ממוצע! לפני שנתיים - לא הורדנו אז השנה אנחנו לא מעלים.

משה פרידמן

אני רוצה להגיד רק דבר אחד על הריבית לטווח קצר. כשאנחנו מבצעים שמאויות אנחנו מסתכלים גם על התשואות של אג"חים של מדינת ישראל ל-30 שנים. כי אני חושב שלא צריך להסתכל רק על עליית הריבית של בנק ישראל אלא בעיקר על העלייה של התשואות באג"חים, כי זה מחיר ההון האלטרנטיבי של קרנות הפנסיה. אגב - הסתכלתי על תשואות של אג"ח לשנים 2019, 2020, 2021.

אמיר ברנע

אגרות חוב צמודות מדד ל-10 שנים - בדצמבר 2021 היו 1.3% ובספטמבר 2022 עמדו על 0.4%. מודבר על עלייה של 1.7%.

משה פרידמן

אבל אני מסתכל על אג"ח ארוך טווח ל-30 שנים הבאות. התשואה באג"ח של מדינת ישראל עלתה ב-3% במשך שלוש שנים (12/19-11/22), אתם מצפים ששוק ההון ושוק הנדלן ייראה מיד שינוי בעקבות עליית הריבית. לפי דעתי אין איזה שינוי בעסקים. עסקים לא נפלו ב-2015 אחוז. כמוכן שבסביבת ריבית גבוהה יש קושי לממן את העסקות ואנחנו אכן נראה את זה בהמשך. התפרסמה לפני יומיים עסקה של "מניבים" בתל אביב. נכון שמדובר על עסקת תשואה אבל יש גם מחיר למטר - ואם התשואות עלות הרי שהמחיר למטר צריך לרדת. אני לא רואה שיש שינוי ממשי במחיר למטר. אנחנו יכולים להסתכל על התשואות של האג"חים אבל אנחנו לא יודעים לקבוע מה המרווח הנכון. אני ממתין לעסקות נוספות של הגופים המוסדיים, ושמחן נלמד מה המרווח הראוי ומה שיעורי התשואה המעודכנים.. זו האינדיקציה בשבילי. אני לא חושב שהתזרים מנדלן להשקעה לטווח ארוך צריך להתנהג כמו השוק הפיננסי. הם לא נוזלים אותו דבר.

דניאל אבן צור

אם נסתכל על השוק האמריקאי בו הגופים המוסדיים הגדולים משקיעים כבר לא מעט שנים בשוק המגורים להשכרה שנחשב לאחד השווקים הגדולים והנוזלים בעולם. אני מבית ההשקעות אלטשולר. עליית הריבית החדה כבר עכשיו יצרה לא מעט השפעות על שוק המגורים להשכרה שנחשב לדפנסיבי בהשוואה למגזרי נדל"ן אחרים. בשוק האמריקאי אם יש לך פורטפוליו גדול ומפוזר של הנכסים בתחום המגורים להשכרה אתה יכול לראות שינויים בדמי שכירות ברמה יומית, סביר להניח כי יש מתאם גבוה בין שינוי בדמי שכירות שאמור לשקף את שינוי בכוח הקנייה של משק הבית ובכך ניתן להעריך מה הוא השינוי באינפלציה כמעט ברמה היומית. זה לא כמו בישראל שבקושי רואים בכמה עלתה השכירות, אולי רק חברות שבנו בשנים אחרונות דיור להשכרה מתחילות עם הזמן לצבור בסיס נתונים שבהחלט יכול לסייע בניתוח המגמות. בארה"ב בתחום המגורים להשכרה הכל שקוף, ישנן מערכות ניהול נכסים ושכירויות מאוד יעילות ואפשר לראות הכל.

אם נדבר על האינפלציה, חשוב מאוד להבין כי גם בתוך ארה"ב קיימים פערים משמעותיים בין המדינות ואזורים ספציפיים. אם בארה"ב ברמה הפדראלית האינפלציה עומדת על 8-9 אחוזים כשנתבונן ונשווה בין המדינות נראה כי האינפלציה בניו יורק עומדת על כ-6% לערך, כאשר בפלורידה אנחנו מדברים על כ-12-13 אחוז, כלומר כפול מאשר בניו יורק. אז קודם כל האינפלציה שונה בין כל מדינה וגם מושפעת מגורמים שונים. המעבר מצפון ארה"ב לדרום ארה"ב יצר ביקושים רבים ולחץ על דמי שכירות במדינות כמו פלורידה וטקסס וזה גם גרם לקפיצה במדד אינפלציה שרכיב הדיור מהווה כשליש מהמדד. אנחנו רואים את ההשפעה של הגורמים האלו בין הנכסים השונים וזה בא לידי ביטוי מיידי בדמי השכירות. בשנה האחרונה דמי שכירות בארה"ב עלו מעל 15 אחוזים, בחלק מהאיזורים ראינו עליות גם של 20 ואף 30 אחוזים.

יאר לפידות

עליית מחירי השכירות זה אינפלציה? זה אינפלציה בתוספת שינוי ריאלי גבוה בת"א.

דניאל אבן צור

מה קורה בשוק הנדלן בארה"ב נכון לאתמול/היום בבוקר - היקף העסקאות (מכירת הנכסים) ירד ברבעון האחרון ב-30-50 אחוז. אנחנו רואים שינוי בשיעור ההיוון בין 20-200 (Basis Points), יחד עם זאת עסקאות האלו הן מורכבות כמו Recapitalization או העמדת Preferred Equity כך שלמעריך השווי באמת קשה לגזור שינוי בשיעור ההיוון. כמו כן, השינוי הוא מאוד תלוי בסוג הנכס: מגורים רואים תזוזה של 25 – 75 basis points בשיעור היוון, משרדים זה כנראה כבר מעל 100-250, לוגיסטיקה כנראה 75-100, במסחר גם שיעורי היוון עלו. שינויים אלו הם עצומים שיכולים להצביע על שינוי של עשרות אחוזים בשווי הנכסים, אך כמו שאמרתי אלו spreads בין bid ו-ask ואין מספיק עסקאות בפועל שנסגרות בגלל פערי הציפיות בין הרוכשים למוכרים. יכול להיות מצב שלמרות ששיעור ההיוון עולה למשל בתחום המגורים להשכרה דווקא השווי של הנכסים יעלה בעקבות העלייה של ה-NOI. כמו שאמרתי דמי השכירות בנכסים באיזורים טובים עלו בשנה האחרונה ב-15, 20, 30 אחוזים. ככל הנראה את התקנון בשווי הנכסים נוכל לראות רק בשנה הבאה, הרי את ש"זנב" של עליות "ישתחרר" וייכנס למדדים, ייקח לפחות כמה רבעונים. יהיה מצב מאוד מוזר גם אם שיעור ההיוון עולה שווי הנכסים גם יעלה כתוצאה מעלייה ב-NOI. זה מצב מאוד מעניין שנוצר בין פערי הזמן בין מה שמתרחש עכשיו בשוק ל-Delay של הנתונים במדדי האינפלציה ונתונים בדוחות.

זאת ועוד, ברבעון האחרון כבר ראינו כבר ניצנים של בעיות הנזילות במספר שווקים בעולם. למשל בבריטניה בעקבות עלייה חדה בריביות שווי הבטחונות ירד בצורה חדה בחלק מהגופים המוסדיים הבריטיים שהיו חשופים למכשירים פיננסיים הרגישים לשינוי הריבית וזה גרם למימוש בטחונות וכתוצאה מכך ירידה נוספת בבטחונות ועלייה בתשואות וכתוצאה מכך גם נוצרה בעיית נזילות שאף אחד לא צפה בכלל. בנק אנגלי התערב ותקן את המצב. דבר נוסף, שניתן לזהות כבר עכשיו זה עלייה חדה בהיקף ה-redemptions בקרנות הפתוחות בארה"ב וגם באירופה. כלומר הגופים שהשקיעו

בקרנות הפתוחות רוצים למשוך את הכספים ובכך מעמידים אותן קרנות לבעיות נזילות ודחיפתן לממש את הנכסים בתקופה הכי פחות טובה למכירה.

לא רק גופים המוסדיים מרגישים בעית נזילות אלא גם משקי הבית, למשל משק הבית האמריקאי, במקום לשלם ריבית על משכנתא של 3.5% הוא משלם עכשיו 6.5% - 7.5%. האזרח הממוצע לא יוכל להרשות לעצמו לקנות היום את הבית. כל הבתים הללו יוצעו למכירה וזה ישפיע על מחירי הבתים. מבחינת השכירות, אם אתם רוצים לראות מה יקרה למחירי השכירות בטווח הקצר (עד שלושה חודשים) אפשר להסתכל בכמה השתנו כבר עכשיו בחודשיים האחרונים מחירי השכירות בין אוגוסט - ספטמבר לאוקטובר.

משק בית ששילם דמי שכירות בגובה 1700 דולר בחודש אוגוסט, בספטמבר הוא משלם כבר 1650 דולר ובאוקטובר זה ירד ל- 1620 דולר. אז אנחנו אכן רואים ירידה של 2-3 אחוזים בדמי השכירות בהשוואה בין דמ"ש ספטמבר לאוגוסט אבל עדיין יש זנב של מעל 10% שמגיע מלפני שנה. אז נראה את האינפלציה ממשיכה לעלות כי דמ"ש מהווים כ-30% מהמדד האמריקאי ואז לאט - לאט זה צפוי לרדת.

מילת סיום – כל האינפלציה גדלה בגלל ה-M3, כלומר כמות הכסף שגדלה בשנה וחצי האחרונות היא פחות או יותר דומה לכמות הכסף שגדלה בארה"ב בעשר השנים האחרונות. בענף הקמעונאות אנחנו רואים אותו דבר. היקף המכירות הקמעונאיות החודשיות בארה"ב גדל מהיקף של כ- 300 מיליארד דולר בחודש בשנת 2007-2008 לכ- 450 מיליארד דולר בחודש לפני קורונה. כאשר בשנה וחצי האחרונות חל גידול מ- 450 מיליארד דולר בחודש ל- 600 מיליארד דולר בחודש בחודשים האחרונים. אין ספק כי הזרמת הכספים בהיקפים האלו יצרו לחצים אינפלציוניים שלא ראינו אותם כבר כמה עשורים, הם אלו שבין היתר גם גרמו לעליות חדות בדמי שכירות ועלייה בביקושים לשטחי הלוגיסטיקה שלא עמדו בקצב גידול המכירות.

רוני עפר

אני רוצה להתייחס לשאלת ההתאמות בשמאויות. אנחנו רואים את אותו דבר בנושא של הערכות שווי וגם בשמאות. למעריכי השווי קשה להתאים את עצמם לשינויים התכופים במחיר ההון. לשאלתך אמיר (ברנע). מה שאנחנו ראינו בפעם הקודמת כשהריביות ירדו, הייתה המצאה חדשה של מעריכי השווי שנקראת – סיכון ספציפי. מעריכי השווי לא יכלו לרדת ממחירי ההון של 12%-10%. למרות שהריבית ירדה והריבית הריאלית הייתה שלילית, לא הצליחו לרדת במחירי ההון והוסיפו סיכון ספציפי. בעונותי ראיתי הרבה הערכות שווי שהוסיפו סיכון ספציפי גם למחיר ההון וגם ל- WACC. אני חושב שעכשיו נראה אותו דבר – יהיה להם קשה להעלות את מחיר ההון אז הם ימצאו דרך לעשות התאמה אחרת. ובשמאות, זה קורה בדיוק אותו דבר. זה קשה להם. אנחנו רואים CAP RATES. נכסים שנרכשים ב-Cap Rates של 5.5% יושבים עכשיו ב-6.75%. דרך אגב, אותו הדבר בארה"ב ואותו הדבר במדינת ישראל.

ואדים פורטנוי

אני חושב שבניגוד לשמאי נדלן שמחכים לעסקאות, אצלנו יותר קל להתאים. מחירי ההון עולים, נקודה. הריבית חסרת הסיכון עולה, פרמיית הסיכון ייגזרו מהרגרסיות שיעשו על מחירי השוק וכנראה שיעלו קצת אבל בכל מקרה - מחירי ההון עולים. אנחנו רואים את זה באג"ח של חברות טובות וחזקות, שנסחרות בריבית של 5 ו-6 אחוז עם מח"מ קצר יחסית. במצב כזה קשה להשלים עם שיעור WACC של 7%. זה לגבי שווי חברות.

בהקשר של השפעת העלייה בריבית על שווי החברות, הייתי מחלק את החברות לשני סוגים:

- א. חברות שנפגעו מהריבית – אנחנו רואים את זה בחברות שחיות על המרווח הפיננסי. בשונה ממה שנאמר פה על בנקים. ניקח לדוגמה את מחיר של מניית ישראלכרט – מניה שמשקפת גם את סיכון האשראי וגם את המרווח ללא פיקדונות הציבור (כי אין לה מכשירים כאלה) – היא ירדה חזק, יחסית. קבוצה זאת כוללת גם חברות הייטק, חברות בענף הקמעונאות ועוד. מחירי מניות של המותגים הכי גדולים בעולם התרסקו ונמצאים בשפל של שנים רבות. יש ציפיות למיתון. תסתכלו על הגרפים של ADIDAS, Stanley Black and Decker, Hanes ורבות אחרות המשקפות חששות למיתון הנובעות מעלייה החדה בריבית.
- ב. חברות שנפגעו פחות מעליית הריבית באופן ישיר – לדוגמה חברות אנרגיה, בנקים ועוד. כרגע השוק מאותת שעליית הריבית פחות משפיעה על חברות אלה.

נקודה אחרונה, יש נושא נוסף שלא עלה כאן. שהוא לא צפוי ומפתיע לחלוטין. על אף היציאה מהקורונה ויציאה מצמיחה מהירה וסוף עידן הכסף הזול – יש כאן אירוע של מלחמה במרכז אירופה. יש לו השפעה דרמטית על האינפלציה (מחירי האנרגיה באירופה עלו חזק, לדוגמה) ועל האספקה והלוגיסטיקה. בנוסף, המלחמה שואבת כספים ומשאבים אחרים מכל העולם המערבי לטובת אוקראינה. זה אירוע מאקרו – כלכלי במרכז העולם שאנחנו חיים בו. קשה לחזות את תוצאות האירוע אך יש לקחת בחשבון שהתוצאות שלו יכולות להשפיע באופן משמעותי על החלטות הריבית בעתיד ועל הציפיות לאינפלציה בצורה שתטרוף את הקלפים.

אמיר ברנע

הציפיה שלנו הייתה שנדבר על השפעות עליית הריבית על מחירי ניירות ערך. השמאים פתרו לנו את הבעיה בכך שהם מתעלמים מעליית הריבית כפי שהתעלמו מירידתה. בסך הכל אני חושב שמה שמעניין פה זה שמדובר על גורם חיצוני אקסוגני. בדרך כלל ריבית נקבעת אנדוגנית על ידי הציפיות לאינפלציה, מצב המשק, הנזילות וכל הדברים האלה. אני חושב שעליית הריבית הריאלית בזמן שמדברים על עלייה בשיעורי האינפלציה, היא מה שמוכיח שזה גורם אקסוגני. כלומר עליית הריבית

הריאלית נובעת מהחלטת הבנק המרכזי שבוחר להשתמש בריבית ככלי העיקרי כדי להחזיר את הכלכלה ליעדי האינפלציה הרצויים.

אני עוד מחכה לעבודה יסודית שתסביר את ההשפעה על המערכת הבנקאית היות ומדובר על השפעה מורכבת. גידול ענק בהכנסות ריבית מצד שני השפעה על התיק הנכסים הפיננסיים של הבנקים והשינוי בהפרשות.

רוני עפר

אמיר אני לא בטוח שאני מסכים איתך שזה אקסוגני. כאשר הריבית הייתה שלילית המערכת הייתה בחוסר שווי משקל.

אמיר ברנע

רוני, הממצא העובדתי הוא שעליית הריבית הריאלית ועליית הריבית הנומינאלית כמעט שוות. מדובר פה על ציפיות לאינפלציה, אז למה הריבית הריאלית עולה?! לכאורה, היינו מצפים בשוק ללא התערבות הבנק המרכזי, שכולם ירוצו לקנות אגרות חוב צמודות. למה הריבית הריאלית עולה?! למה הציפיות לאינפלציה מביאות לעליית הריבית הריאלית?

רוני עפר

אמיר זו הפרשנות שלך. אני חושב, שהריבית הריאלית שהייתה שלילית, לא הייתה בשיווי משקל. אז אמנם צביקה וכלכלנים נוספים הסבירו את זה דרך הדמוגרפיה. אבל זה הסברים שבדיעבד. הריבית הייתה בחוסר שיווי משקל. אני חושב שההתאמה קרתה, הבנקים המרכזיים ניצלו את המצב אבל זה היה קורה בכל מקרה.

אמיר ברנע

לסיכום, אני חושב שהדיון היה מעניין והקיף השפעות משמעותיות רבות. אני מצפה לראות את ההשפעות על חברות ביטוח, לראות מה הבנקים ידווחו לנו ברבעון ובשנה הזו. האם תהיה הבחנה בין חברות ביטוח לפי מבנה העסקים שלהם?

שלומי שוב

אין ספק שהדוחות של Q3 יהיו מעניינים והדוחות של Q4 יהיו עוד יותר.

תודה רבה!

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il