

# להקת ברבורים שחורים באופק? אולי הגיע הזמן לחפש השקעות דפנסיביות

השנה החולפת סיפקה שיעור בצניעות לאנליסטים וליועצים ברחבי העולם: תכיפות האירועים שפקדו את הכלכלות הפכו את עולם ההשקעות למורכב מכפי שהיה ■ בעידן שבו קשה להעריך איך העולם ייראה מחר, משקיעים צריכים לחשוב מחדש על הרכב תיק ההשקעות שלהם

קריאת זן 1 שמרו

📧 📧 📧 📧



חיילי צה"ל בעזה. המשקיעים בשוק המקומי נכחו לדעת שהכלכלה אינה צפויה כאשר שרשרת סיכונים התממשו מבלי שצפו אותם צילום: דובר צה"ל

תכיפות ותדירות האירועים שפוקדים את הכלכלה הגלובלית, החל מסכסוכים גיאופוליטיים, דרך שינויים מאקר־כלכליים חדים וכלה בנזקי משבר האקלים המחרף הפכו את עולם ההשקעות למורכב עוד יותר מכפי שהיה. כהערכות להתמודדות ממושכת עם אי־ודאות, המשקיעים נדרשים לעצב מחדש את תיק ההשקעות שלהם, ואולי לשלב בו נכסי השקעה דפנסיביים, שיכולים להתמודד טוב יותר עם מצבי שוק משתנים ולהניב תשואה גם בעת תקופה מאתגרת זו.

השנה החולפת סיפקה שיעור בצניעות לאנליסטים, לכלכלנים וליועצים ברחבי העולם. ההערכות והתחזיות שסיפקו ל-2023 נכזבו ברובן המוחלט. ההסבר לכך הוא שלכאורה הייתה זו שנה תזזיתית, מפתיעה ובעיקר בלתי־צפויה. ואולם זו לא הייתה שנה יוצאת דופן - אלא המשך ישיר לרצף שנים שנפלו בזו אחר זו תחת ההגדרה "בלתי־צפויה".



יגאל צמח

התראות במייל

09 בינואר 2024

למעשה, הכלכלה מעולם לא הייתה צפויה, שכן היא מורכבת מפאזל אינסופי של אירועים, החלטות ותוצאות שמגיעים מכיוונים שונים, ולא ניתנים לחיזוי. דוגמה מובהקת לכך קיבלו בשנים האחרונות המשקיעים בשוק המקומי, כאשר שרשרת אירועים וסיכונים התממשו, מבלי שאף אחד צפה אותם, והעצימו את ממד חוסר הוודאות. אישקט חברתי, פוליטי, ביטחוני וכלכלי, שהחל עם התפשטות מגפת הקורונה, המשיך בקרע חברתי-פוליטי פנימי סביב ניסיון הממשלה להפיכה משטרית, שאחריו הגיעה מתקפת טרור שהובילה לפרוץ מלחמת חרבות ברזל.

תדירות ותכיפות האירועים משקפים את העידן חדש, שבמהלכו שינויים גלובליים, סביבתיים וטכנולוגיים, לצד תהליכים כלכליים, שנמשכו בעבר שנים ארוכות, מתרחשים בתוך חודשים ספורים. בהתאם, התרחשויות אלה משקפות במידה רבה גם את החמקמקות והנזילות של התחזיות, שמחמיצות בשנים האחרונות, פעם אחר פעם, את הנתונים בשטח.



בדיקת קורונה. בעידן זה, שינויים גלובליים, סביבתיים וטכנולוגיים מתרחשים בתוך חודשים ספורים. צילום: אמיל סלמן

- **בנקים הפסיקו לפזר הלוואות, והביקוש לכסף עולה: המלחמה מגיעה לשוק האשראי**
- **האיזון הופר: כך נכנסו השקעות אלטרנטיביות לתיקים של גופים גדולים בעולם**

למעשה, עובדה זו אינה תקפה רק לגבי אירועים ביטחוניים-חברתיים, שלכאורה נסתרים וקשה לאתרם עד שהם צצים לפתע, ללא התראה מראש – אלא גם לגבי תהליכים כלכליים מרכזיים. כך, המוסד הפיננסי הגדול והחשוב בעולם – הבנק הפדרלי של ארה"ב – הוכיח שגם המודלים שבהם הוא משתמש לחיזוי מגמות ותהליכים כלכליים כבר אינו בהכרח תקף, ונעדר יכולת לחזות מה צופן לנו העתיד הכלכלי. התפרצות אינפלציונית הצליחה לתעתע בקברניטי הבנקים, עד שנסקה לשיאים שלא נראו כבר יותר מארבעה עשורים. את מחיר ההחמצה אנחנו חווים כעת, בהתמודדות עם האטה כלכלית עולמית, עליית מחירים וסביבת ריבית גבוהה.

## כלואה בין אסונות

גם השנה, בדומה לקודמותיה, צפויה להביא עימה אירועים בלתי־צפויים, שעדיין לא מופיעים בטבלת התרחישים האפשריים של מנהלי הסיכונים. בהערכות ובתחזיות הסותרות שמספקים גופי ההשקעות, ניכר שהמצב הגלובלי נותר מורכב ואפוף ערפל, אולי יותר מאי־פעם.

מלבד הכיוון שאליו זזות הריבית והאינפלציה, שני מוקדי סיכון רגישים, ישנה עוד שורה ארוכה של גורמים ואירועים שעשויים להשפיע על מצב הכלכלה בעולם. בין היתר: תסיסת מתחים גאופוליטיים עם פוטנציאל להתפשטות לאזורים נוספים; האטה כלכלית עולמית או גלישה למיתון; שינויים טכנולוגיים מהפכניים, בראשם הבינה המלאכותית; פילוג חברתי; התפרצות אירועי אקלים; ובחירות שיתקיימו ביותר מ-70 מדינות ברחבי העולם, בראשן ארה"ב.

ריבוי מוקדי הסיכון, וההחמצה של מרבית התחזיות בשנים האחרונות, מובילה כלכלנים ואנליסטים להציג את תחזיותיהם לשנה הנוכחית עם הסתייגויות מפולפלות שנועדו לנער מהם מראש את הציפייה לדיוק בתחזיותיהם.

בשל העובדה שהכלכלה הגלובלית כלואה בין אסונות ונמצאת במצב רגיש, נקודת המוצא שצריכה להנחות את המשקיעים היא שהתנודתיות בשוקי ההון צפויה להימשך. לשם כך, נדרשת חשיבה מחודשת על הקצאת הנכסים ועריכת עדכון לתיק ההשקעות, בשאיפה להרכיב תמהיל שיוכל להתמודד שינויים בשווקים ולהניב תשואה ראויה ביחס לפרופיל הסיכון.

## נמל מבטחים

בעידן שבו קשה להעריך איך העולם ייראה מחר, כדאי בראש ובראשונה ליישם את עקרון הפיזור – גיאוגרפי וסקטוריאלי – ולגוון נכסים: גם סחירים וגם אלטרנטיביים. בעוד נכסים סחירים מושפעים מהלכי רוח ספקולטיביים בשווקים, המשתנים באופן תדיר בהתאם לאירועים בעולם - הנכסים האלטרנטיביים, שאינם סחירים, מנותקים מהסנטימנט בבורסות, ונחשבים השקעה דפנסיבית.



סוחרים בוול סטריט. נכסים אלטרנטיביים מנותקים מהסנטימנט בבורסות, ונחשבים השקעה  
דפנסיבית צילום: Courtney Crow / NYSE

בין הנכסים האלטרנטיביים שצברו פופולריות באחרונה נמנות קרנות אשראי וחוב פרטי. קרנות אלה זוכות לעדיפות גם בשל העובדה שהן מייצרות תמהיל מפורז ורב-גוני, המקטין את פרופיל הסיכון הכולל ביחס להשקעה בנכס בודד. בעת הנוכחית, היתרון של הקרנות נעוץ בגמישות ובזריזות שהן מפגינות בהעמדת אשראי לפרופיל לווים שתואמים את מדיניות הקרן, לעומת הליך מסורבל הנהוג במערכת הבנקאות. כמו כן, מרבית הקרנות מייצרות מנגנון איזון מול האינפלציה והריבית, באמצעות הצמדת ההלוואות.

קרנות חוב פרטיות נעות על ספקטרום רחב של מודלים ונבדלות זו מזו מבחינת סוג החוב, מבנה החוב ותנאי הענקת החוב. יש קרנות חוב המעניקות הלוואות המיועדת לייזום נדל"ן או לחברות הזנק; ואחרות פועלות בתחום סולידי הרבה יותר - העמדת חוב לצרכנים פרטיים כנגד בטוחות נדל"ן, שהן כרית ביטחון עבה במיוחד במקרה של כשל פירעון החוב.

עבור ציבור המשקיעים, השקעה בקרן חוב פרטית שאינה מונפקת או נסחרת בשוק הציבורי היא חלופה מקבילה לאיגרות חוב סחירות מבחינת יציבות התשואה ומידת החסינות מול כשלי אשראי. כמו כן, הלוואות חוץ-בנקאיות רגישות ברמה נמוכה לתנודתיות השווקים, ועל כן מאפשרות יצירת אומדנים ותחזיות יציבות יחסית להחזר החוב.

עם זאת, יש לציין כי השקעות לא-סחירות הן בעלות נזילות מוגבלת, ברמות שונות (החל מחסימה של שנה בקרנות "פתוחות" ועד תקופת השקעה של עשר שנים בקרנות "סגורות") ולכן יש לתמחר את מרכיב הפחתת הנזילות לפרמיה מסוימת, בהתאם לסוג הקרן וביחס להשקעות מקבילות בשווקים הסחירים.

למשקיעים סולידיים, שמחפשים תשואה יציבה בסיכון נמוך - במיוחד בעידן כאוטי של ריבוי סכסוכים גיאופוליטיים, שינויים חדים ומהירים בתנאים מאקררו-כלכליים, משבר אקלים, פילוג חברתי-פוליטי וסיכונים אחרים שוודאי אורבים ולא ניתן לזהותם - כדאי לבחון שילוב של אפיקי השקעה דפנסיביים, שמסוגלים לתפקד כנמל מבטחים מול אירועי קיצון.

**הכותב הוא מנכ"ל ובעלים משותף בקרן גשרים. אין לראות בנאמר תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם ואינו ערובה או מדד לרווח או תשואות עתידיות.**