

המשך הרחבת "רצועת הביטחון" בתיקי ההשקעות

מאת משה מידן, מנכ"ל החברה

לקוחות וקוראים יקרים,

אנו ממשיכים לממש בהדרגתיות ני"ע בתיקי ההשקעה בכדי להצטייד בכסף נזיל וגמיש לפעולה בתיקון השווקים הפיננסיים שיבוא.

לאחר סוף שנה קטסטרופלי כמעט בכל אפיקי ההשקעה, השווקים הפיננסיים מתחילת שנת 2019 מאירים פנים למשקיעים ומשביחים את ערכם, בניגוד להרבה תחזיות שהמעטו בסיכויים לכך. הסיבה המרכזית (בנוסף לדחיית הברקזיט והסתמנות הסכם סחר בין ארה"ב לסין) היא מדיניות הבנקים המרכזיים, אותה הגדרנו בעבר כמסתמנת לאופציית ביטוח PUT על השווקים, שנבהלו מאד ממה שקרה בסוף 2018 והתו מתחילת 2019 מדיניות שהפוכה ב – 180 מעלות למה שהתו אך מספר חודשים לפני כן. התכניות להמשך העלאות ריבית בארה"ב ובאירופה וצמצומי ההרחבות הכמותיות נגזזו מעשית ונקברו במרתפי הבנקים המרכזיים. נראה שבהלה מסוימת אחזה בבנקים המרכזיים למראה השווקים הפיננסיים בסוף 2018 כאמור.

כפי שצינו בניוזלטר הקודם שלנו, לשווקים הפיננסיים יש את החיות וההיגיון שלהם ושיתכן שהם יתקנו מעלה. זה אכן קרה. הסיבות העיקריות שנגזרות מפעולות הבנקים המרכזיים הן כלהלן – אם הצפי לעליית ריבית נפסק אזי מחירי אגרות החוב (כולל ארוכות הטווח) עולים, כלומר התשואות לפדיון/הריביות יורדות, כלומר מחיר ההון של החברות יורד, כלומר הריבית האלטרנטיבית חסרת הסיכון למניות יורדת, כלומר ניתן לתת מכפילי רווח גבוהים יותר למניות החברות, כלומר מחירי המניות עולים. חד גדיא. זה בדיוק מה שקרה באפיקי המניות ואגרות החוב. שניהם עלו למרות שברוב המקרים בכלכלות מבריאות/בריאות מחירי המניות נעים בהפוך למחירי אגרות החוב. יש המכנים תופעה זו של עליות שערים כנגד הצפוי בשם melt up כלומר עליות המתודלקות בשלב הבוגר שלהן בעיקר על ידי אלו שנשארו מחוץ לשוק.

אנו נזהרים בדרך כלל מלחשוב אחרת מההגיון הפשוט של השווקים הפיננסיים. אנו גם מקבלים לרוב את ההיגיון בלהישאר מושקע בניירות ערך, מניות ואג"ח, בוודאי בסביבת ריבית אפסית בבנק. יחד עם זאת, אנו חושבים שמהלך העליות האחרון באגרות החוב של חברות בדרוגים הנמוכים היה חד מדי ואנו ניצלנו לאורך כל הדרך את האפשרות למכור אותן ולהמשיך להקטין את הסיכון של רכיב זה בתיקי ההשקעה. גם במניות עשינו זאת מתחילת השנה אם כי באופן מעודן יותר.

השיקולים להכללת אגרות חוב קונצרניות (חברות) בתיקי ההשקעה מתבססים בעיקר על בחינת הדרוג שלהן, התשואה לפדיון האבסולוטית שלהן, משך החיים הממוצע שלהן (מח"מ), אינפלציה חזויה (האם כדאי אג"ח צמוד מדד או שקלי), מרווח התשואה לפדיון שלהן ("ספרייד") מול אג"ח ממשלתי חסר סיכון באותו מח"מ, תלילות עקום התשואות לפדיון, מגבלת חשיפה כוללת בתיק למנפיק בודד ועוד.

מתחילת השנה אנו המשכנו לממש בעקביות אג"ח קונצרני בתיקים. הסיבה העיקרית היא התשואה האבסולוטית שהן נותנות. אנו סבורים שאג"ח בדרוגים הלא גבוהים (כולל בדרוג השקעה) הגיעו למחירים שלא נכון להחזיקם בהיקפים גדולים בתיקי ההשקעה בהיבט סיכון/סיכוי. ההסבר הבסיסי להלן יהיה תחת ההנחה (שראוי לציין אינה נכונה בהכרח מתחילת השנה) שמרווח התשואה/ספרייד נשאר קבוע מתחילת השנה.

דוגמא (אמיתית) : נניח אג"ח X קונצרני שקלי בדרוג A מח"מ 3 שנים. ספרייד התשואה לפדיון שלו מול אג"ח מדינה הוא 1.35% ואילו התשואה לפדיון שלו הנומינלית האבסולוטית היא 2.15%. בבואנו לבחון את הספרייד אזי נניח שהוא סביר. מה שלא מניח את דעתנו זה לקנות אג"ח לשלוש שנים בדרוג לא מרשים ולהסתפק בתשואה לפדיון נומינלית של קצת מעל 2%. הסיכון לחדלות פירעון של החברה אינו יורד מהותית כל כך בגלל עולם הריביות הנמוך והסיכונים העסקיים נותרים לרוב כמות שהם. אגב בשיא הירידות בסוף שנה שעברה התשואה של אג"ח X לעיל הייתה סביב 3.3%. בתשואה כזו לא הצטרפנו אז למוכרים בפניקה למרות שגם היא לא משהו ל"עוף" עליו בלשון שוק...

עולם הריביות הננסיות הנגזר ממדיניות הבנקים המרכזיים מביא לתשואות אבסולוטיות נמוכות שאינן מפצה להערכתנו על הסיכון שהולך וגדל בזירה המקרו כלכלית וכנגזרת המיקרו כלכלית, סיכון שאליו נכנסים הבנקים המרכזיים כשחלק מהתחמושת שהייתה בידם אזלה להם לצערנו. אנחנו כאמור לא רוצים להיות שם בהיקפים גדולים אם בכלל בסוג האג"חים הקונצרניים שמימשנו וסבורים שהמזומן שאנו צוברים מהמימושים ישמש אותנו בעתיד הלא רחוק לרכישת אג"חים ומניות במחירים נוחים הרבה יותר. לעיתים לוקח זמן עד שהעניין מבשיל לכדי מימוש. זה די מזכיר לנו את שנת 2007 שלפני המפץ הגדול אם כי איננו סבורים שהתיקון שיבוא יהיה בעוצמות של 2008. אם היינו חושבים כך היינו לגמרי מחוץ לשוק. העובדה היא שכפי שצינו לשוק יש את החיות שלו ויתכן והוא ימשיך לעלות אם עונות הדו"חות הקרובה תהיה טובה. אנו מודים על כך שניתנת לנו האפשרות לממש בנוחות ולתוך העליות ולהקטין את החשיפה לאסימטריה בין הסיכון לסיכוי ברמות השערים ומכפילי הרווח הנוכחיים.

כאן המקום לציין שיתכן עם זאת שנמצא את עצמנו מהר מאד משתמשים בכל המזומן בתיקים עד תום כי הרכבות ממשיכות לצאת מהתחנה (לא רכבת ישראל...) רק צריך לקחת את הרכבת ליעד הנכון.

ראוי לציין כי ההתייחסות לעיל היא כללית וכל תיק השקעות מטופל פרטנית עפ"י הסיכון המוגדר, טווח ההשקעה הידוע, מגבלות נוספות ספציפיות וכד'. כמו כן המידע להלן נכון לעת הנוכחית ומטבע הדברים יתכנו שינויים בתפיסת ההשקעה עפ"י הצורך והמצב.

**אנו מאחלים לכם ולאנני משפחתכם ויקיריכם חג אביב שמח ומלא
התחדשות ועוד.**

משה וצוות רויטר מידן

*** אין לראות באמור לעיל משום המלצה לביצוע פעולות ו/או ייעוץ השקעות ו/או שיווק השקעות ו/או ייעוץ מכל סוג שהוא. המידע המוצג הינו לידיעה בלבד ואינו מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. כל העושה במידע הנ"ל שימוש כלשהו - עושה זאת על דעתו בלבד ועל אחריותו הבלעדית. החברה ו/או הכותבים מחזיקים ו/או עשויים להחזיק או למכור בחסר ניירות הערך או מדדים המוזכרים לעיל.