

## ממשיכים עם מדיניות השקעות זהירה בתיקים המנוהלים

מאת משה מידן, מנכ"ל החברה

לקוחות וקוראים יקרים,

הבנקים המרכזיים ממשיכים לקבוע את הטון בשווקים עם תחזיות פסימיות יחסית לפניה העתידיים של הכלכלה הגלובלית. וכשמדובר בבנקים מרכזיים (ולא גופים כמו קרן המטבע אשר לה תחזיות פסימיות דומות) אזי השפעתם עצומה כשהם מדברים על צפי להורדות ריבית וחזרה למדיניות ההרחבות הכמותיות (קרי הצפת השווקים בכסף זול תמורת רכישת אגרות חוב על ידם). בסקירות קודמות דיברנו על סיבוב הפרסה של הבנקים המרכזיים. מאז תחילת השנה הוא מהדהד ומותיר סימני חריקות בלמים על הכביש. יתרה מכך, בתקופה האחרונה מעלים מוליכי דעה עולמיים את השאלה האם הבנקים המרכזיים מאבדים את האמינות ביכולת העתידית שלהם לניהול משברים והאטות כלכליות על רקע בזבוז תחמושת הריבית שלהם והכשלון לגמול את השווקים מהריבית האפסית. אנחנו ברויטר מידן לא מרחיקים לכת עד כדי כך. אנו סבורים שהבנקים המרכזיים קונים זמן (בעיקר מחוץ לארה"ב, אך גם שם) אך סבורים שהתנודתיות עקב כך תגבר מאוד (להבהרה כי אנו נשאלים על כך לא מעט - איננו חושבים במונחים של חזרה למשבר 2008).

התוצר בשווקים של מדיניות הבנקים המרכזיים הוא עליות שערים באגרות החוב ובמניות (על אף מצבי המיקרו והמקרו הצפויים). הריבית הנוכחית או הצפויה "משגעת" את ציבור המשקיעים ותומכת בהשקעה בנכסי סיכון. בנק ישראל והוועדה המוניטרית שהנגיד בראשה בולטים באופן תמוה וחריג בצפי דווקא להעלאת ריבית בטווח השנה הקרובה (מה שאנו מעריכים מזה זמן שלא יקרה!). צפי זה של הבנק הוא מהגורמים העיקריים (אך לא הבלעדי) להתחזקותו המהותית של השקל מול סל המטבעות מתחילת השנה.

החלטת הריבית של הבנק המרכזי האמריקאי היום (תוכרוז לאחר פרסום סקירה זו). על סמך העבר הורדות ריבית ראשוניות בארה"ב נותנת בשלב הראשוני רוח גבית לשוק המניות (אם כי תמיד יכול לקרות הפוך על הפוך במיוחד אם התחזית להמשך הורדת ריבית תהיה רפה). ההמשך על ציר הזמן זה הנעלם הגדול ובו יעומת מצב החברות וביצועיהן אל מול ציפיות המשקיעים במניות ובאגרות החוב.

השוק אומר את דברו מתחילת השנה ומתקן את הטראומה שהעביר על לא מעט משקיעים בסוף שנה שעברה. אנו נותנים משקל למהלכי הבנקים המרכזיים ומודעים ליכולתם הרבה לתמוך בשווקים. על כן אנו נמצאים עדיין בחשיפה (אם כי חלקית) לנכסי סיכון (מניות ואג"ח קונצרני) בתיקי ההשקעה. אנו ממשיכים לממש אותם במתינות ושומרים על מח"מ קצר באג"חים הקונצרנים וחשיפה חלקית בלבד למניות מהמדיניות הספציפית לכל

תיק השקעה. עיקרי הסיבות לכך הן כלהלן (את רובם ציינו בסקירה קודמת אך נחזור עליהן כי הן מקבלות חיזוקים גם מאסטרטגי השקעות מובילים):

א. התחזית למיתון בארה"ב שרירה וקיימת. עקומי התשואה בארה"ב מצביעים על כך. אנו עם זאת מציינים שטווח הזמן הצפוי עד הכניסה למיתון מתרחק במידת מה מתחזיות קודמות. כמו כן לעניין עקום התשואות בארה"ב, קיים ניתוח מעניין מאד המצביע על כך שעקומי התשואות בארה"ב מושפעים רבות מההעדפות של משקיעים מחוץ לארה"ב (רומז לתאוריית השוק המפוצל, אחת מהתאוריות המסבירות את עקומי התשואה, הסבר למתקדמים אולי בסקירה אחרת...), ועל כן אין הוא משקף בהכרח צפי מקומי למיתון. ג'פרי גונדלך המכונה בארה"ב "מלך האג"ח" ויורשו לתואר של ביל גרוס מנבא סבירות גבוהה לכניסה למיתון לפני בחירות 2020 בארה"ב. יתרה מכך, הוא צופה עליית תשואות בשוק האג"ח עקב החלשות הכלכלה שתגרור ל"מוד פעולות פניקה" של הפד. הבעיה הגדולה שנגזרת מכך לדידו היא שעליית תשואות במצב מיתון רק תעמיק אותו. בנוסף הוא מצייין מדד שגם אנו עוקבים אחריו והוא LEI – Leading Economic Index. מדד זה ירד לראשונה ביוני 2019 מאז דצמבר האחרון. גונדלך מצייין שמדד LEI חייב לשנות כוון לשלילי לפני מיתון (כך היה מאז מלחמת העולם השנייה).

כאן המקום להדגיש שוב את הקשר בין חששות גונדלך (שאף אנו ציינו אותן בתחילת השנה) לעליית התשואות בזמן מיתון כאמור לבין ההיקפים העצומים של אג"חים על סף דרוג השקעה שהונפקו בארה"ב בתקופת הריבית האפסית. אם מחפשים ברבור שחור, לדעתנו יתכן וכאן ימצאו אותו. המוקש הוא בדירוגי BBB שבמיתון יש חשש מהדרדרותן לדירוגי זבל. היקף BBB בארה"ב גדל לכ – 3.8 טריליון דולר (כ – 40% מסך החוב הקונצרני). חולשה כאן תיצור בעיה גם בשוק המניות. שלא לדבר על כך שיותר מרבע מהחוב נמצא מלכתחילה בדרוג זבל (non investment grade)

ב. לעניין שוקי המניות. יש להם את החיות שלהם שמתמודדת היטב מתחילת השנה עם חששות מנומקים ככל שיהיו. הריבית האלטרנטיבית חסרת הסיכון שיורדת וצפויה לרדת עושה את שלה ומחירי המניות מתומחרים ברמת מכפילי רווח גבוהים המתאימים לחלופה המצטמקת חסרת הסיכון. זה לא שקונים בזול. להיפך – קונים ביוקר, אבל יוקר הוא יחסי לזמן ולאלטרנטיבה. אלא שחריגה מול ממוצעים רב שנתיים מתכנסת אליהן, ולעיתים מהר מהצפוי.

אנו מצטרפים לדעה שהוצגה ע"י אסטרטגית השוק הגלובלי של בנק ג'י פי מורגן (ואחרים רבים) לפיה לאחר אפקט הורדת הריבית, מה שידבר בסופו של דבר זה המספרים. כלומר האם התחזית לרווחי החברות ומה שיקרה בפועל יצדיקו רמת מכפילי רווח גבוהה ותשואות דיבידנד נמוכה. היא צופה סיכון ממשי למחירי המניות. בנוסף, מבטנו צופה לחודש אוקטובר שם יתברר בסופו כיצד בריטניה פורשת מהאיחוד האירופאי (ברקזיט) – האם בהסכמה או לא כפי שמסתמן כרגע לאור עמדתו הניצית של בוריס ג'ונסון ראש הממשלה הנבחר החדש. ברקזיט ללא הסכם עלול לזעזע את השווקים על רקע שבירותה של כלכלת הגוש וחשש לתקדים פרישה שידרבן גם את הטוענים לכך באיטליה.

יחד עם זאת ראוי לציין שלא מעט מעריכים שהנתונים הכלכליים של ארה"ב המובילה את כלכלת העולם טובים בסה"כ וממשל טראמפ ופעולותיו (כולל רגולציה נוחה והקלות מס) מאפשרים המשך צמיחה נאותה המצדיקה את רמות השוק הנוכחיות (ואגב מקדמים את סיכויי להיבחר שנית, מה שהשווקים יאהבו להערכתנו).

לאור זאת כיצד אנו פועלים? – אנו ממשיכים להיות זהירים יחסית. אנו חושבים שלאחר האפקט החיובי של הורדת הריבית ולפני שימשיך להיות טוב, יגיע תיקון. נמשיך לממש במתינות לתוך העליות. מוד הפעולה שלנו מתבסס על ההערכה שאנו בשלב הבוגר של המחזור הכלכלי. לא ניבהל לקנות לתוך תיקון חד ובריא. נהייה אגרסיביים ברמות תמחור נוחות יותר. לא כרגע.

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.

*זמנים לכל אלה.*

*עלמ, 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.

רויטר מידן בית השקעות בע"מ  
גולדה מאיר 3, בניין לב הניצן, פארק המדע נס ציונה 74036  
טלפון: 08-9367700 (רב קווי) פקס: 08-9369801  
[www.rmih.co.il](http://www.rmih.co.il)