

כיצד פעלנו בתיקי ההשקעה בתקופה האחרונה

מאת משה מידן, מנכ"ל החברה

לקוחות וקוראים יקרים,

סוף שנת 2018 הייתה גרועה ביותר לשווקים הפיננסיים. אנו נכנסנו לתקופה זו בתיקי ההשקעה עם פוזיציה חלקית מהמותר במניות (והטיה בהן לשוק המקומי שפיגר עד אז משמעותית אחרי מדד המניות העולמי), הטיה חזקה לאפיק האג"ח הקונצרני (מח"מ משוקלל כשנתיים וחצי ודרוג משוקלל דאבל איי מינוס), חשיפה גבוהה לדולר אמריקאי באמצעות מכשירים שרובם במח"מ נמוך מאד ובדרוג גבוה מאד.

החשיפה המוטה מקומית והחסרה במניות עזרה לנו במהלך הירידות. לעומת זאת החשיפה לאג"ח הקונצרני המקומי פגעה בנו זמנית בהשוואה לאג"ח מדינה שהתנהג משמעותית טוב יותר (מהיותו מקום מקלט בעת ירידות). כמו כן ראוי לציין שעוצמת הירידות באג"ח הקונצרני ברכיב המוחזק המדדי השקלי הייתה חזקה וכפי שנציין בהמשך, התיקון החד כלפי מעלה במחירי אג"ח אלו מתחילת השנה לא מניח מספיק את דעתנו. רכיב צמוד הדולר בתיקים היווה משכך זעזועים מסויים לתיקים (שינוי חיובי בשער החליפין ונשיאת ריבית גבוהה יחסית).

מאז ימיה האחרונים של שנת 2018 השווקים הפיננסיים השתפרו (מניות, אג"חים) ואילו מטבע הדולר נחלש אל מול השקל (ויש לציין שהשקל התחזק מול כל סל המטבעות). לאור תיקון חיובי זה הקטנו מהותית אחזקה במדדי אג"ח שקלי ומכרנו ספורדית בעליות ניירות אחרים שליקטנו תוך כדי הירידות. הרקע למימוש מדדי האג"ח השקלי הוא הערכתנו שלצד התשואה לפדיון הגבוהה יחסית הגלומה במדד זה (גם ריאלי לנכח האינפלציה הממותנת), הרכב המדד חושף אותנו יותר מהרצוי לנדל"ן אמריקאי שהסביבה העסקית שלו נהייתה קשה מבעבר, שלא לדבר על ממשל תאגידי חלש שנפרש לנגד עינינו בתקופה האחרונה. לא התפתינו למכור בזמן הירידות והמתנו לשעת כושר לפרוק חלק גדול מהסחורה בתיקונים החדים והתנודתיים כלפי מעלה. היכן שאנו מגדילים אחזקות זה בהטייה לצמודי מדד דווקא כי אנו סבורים שהשוק מתמחר אינפלציה קדימה נמוכה מדי.

באופן כללי לא עלינו בהיקף החשיפה למניות ואיננו מצטרפים לקניות בעליות הנוכחיות (אך איננו דוגמטיים וזה נבחן כל יום מחדש). יתכן והמשך עליות יביא אותנו להקטנה נוספת ברכיב המניות הקיים שנהנה כאמור מהריבאונד הנאה מתחילת השנה. הסיבה לכך היא שישנם באופק הלא רחוק איומים חזקים על שוקי המניות. אתחיל דווקא עם הסיבות התומכות באחזקת מניות:

- א. ירידה בריבית האלטרנטיבית חסרת הסיכון ארוכת הטווח בארה"ב (2.74% לשנה על אג"ח 10 שנים ממשלת ארה"ב) מול תשואת הדיבידנד (מעט מעל 2% על מדד S&P 500) ב. רמות מכפילים סבירות (אם כי בהחלט לא נמוכות) בארה"ב ורמות אטרקטיביות באירופה ובשווקים המתעוררים (כ- 12, 14, 18 בהתאמה ובקירוב) ג. ירידת מפלס החרדה מהברקזיט והתגברות ההערכות לחשיבה בריטית מחודשת, עניין שיסיר אי

וודאות רבה משוקי ההון והשווקים הריאליים באירופה ובריטניה. ד. הסתמנות של ירידה מהעץ של הנשיא טראמפ בכל הקשור ליחסי המסחר עם סין (אם כי לאור תבוסתו בסוף השבוע שעבר בעניין הגדר יתכן דווקא שיפעל דווקא הפוך לשם ריצוי הבייס שלו...).

איננו חושבים ששוק המניות בועתי. אם היינו חושבים כך אזי היינו לגמרי מחוץ לשוק. אנו כן מוכנים להיות בפוזיציה חלקית מהטעמים שבנוסף: א. יתכן והשוק חזק יותר מכל ההערכות הפסימיות והוא עשוי לבדוק מחדש את רמות השיא שלו. ב. מסתבר שהבנקים המרכזיים הפכו בעת הירידות החזקות ל"חברת ביטוח – אופצית PUT" משום שהם מקרינים בעת הירידות החזקות רטוריקה ויוניות מרגיעה המסמנת תחתית לשווקים. עד כמה זה יעבוד בפעם הבאה איננו יודעים.

מדוע אם כך אנו דפנסיביים יחסית בחשיפה למניות:

א. רוב הכלכלות נמצאות בשלב האחרון של המחזור הכלכלי. כולן אחרי הפיק. יתכן והתחזית האחרונה המעודכנת של קרן המטבע שהורידה בשתי עשירות האחוז את הצפי לצמיחה עולמית היא הקנרית במכרה הפחם (דימוי יפה אבל ראינו כבר בשוק הרבה קנריות שהטעו את כורי הפחם...).

ב. ובהמשך לא' לעיל, אירופה במצב מאקרו מעורר דאגה. תחזית הצמיחה של הגוש לשנת 2019 עודכנה מהותית ע"י קרן המטבע כלפי מטה ב – 0.3% ל -1.6%, וזה מצטרף לדאגתנו העיקרית – האם איטליה תוכל לגייס חוב בעידן בו הבנק המרכזי האירופאי מקפל את השולחן ומפסיק את ההרחבה הכמותית (שמשמעותו עבור איטליה בעיקר זה שנעלם קונה עיקרי להנפקות האג"ח שלה). אם יש משהו שלא מדברים עליו מספיק (ואירועים מהותיים בשווקים מגיעים תמיד מאירועים מוצנעים) זה ההשלכות במידה ואכן איטליה לא תצליח בהנפקותיה. אירופה השברירית עלולה לגרור את השווקים הפיננסיים למערבולת במידה והכישלון אם יבוא חלילה יהיה מהדהד. התערבות של הבנק המרכזי במקרה זה אולי תעזור אבל לא לאורך זמן והשווקים לא יהיו סלחניים להערכתנו.

ג. השתטחות עקום תשואות אגרות החוב האמריקאיות – הפער בין התשואות לפדיון של אג"ח אוצר אמריקאי ל - 10 שנים מול אג"ח לשנתיים עומד על 0.14%. לפני חמש שנים הוא עמד על סביבות 2.65%. עקום תשואות שטוח (ובוודאי עקום יורד, שאנו לא נמצאים בו כרגע) מהבהב באור צהוב "זהירות לפניך". משקיעי האג"ח נחשבים למבינים יותר בתמונת המאקרו ואם הם משטיחים את עקום התשואה ככל שהמחזור הכלכלי מתקדם על ציר הזמן, זה אומר דרשני. יש לא מעט אנליסטים שממעיטים בחשיבות עניין זה ויתכן שהם הצודקים, אך לא זו דעתנו כרגע.

ד. חולשת הכלכלה בסין – שוק המניות הסיני אמר את דברו ואכן ירידות המחירים התלולות בו שיקפו את חולשתה (יתכן שלטווח קצר צריך לפעול אולי בנגוד למגמה...). מדד מנהלי הרכש החשוב נכנס לטריטוריה החוזה נסיגה (מתחת לערך 50 אליו הגיע). יש אי אמון רב בשווקים לגבי נתוני הצמיחה שמפרסם הממשל (6.6% לשנת 2018 – נמוך מאד בהשוואה לעשורים הקודמים) שנפגעה מאד גם ממדיניות הסחר של הממשל האמריקאי מול סין. הסינים ידעו הרבה פעמים לצאת ממשברים ויתכן שאופיו הריכוזי של הממשל בכלכלה מאפשר זאת, אך זהו חומר נפץ נוסף שצריך לנטרל.

ד. איכות חוב החברות בדרוג ההשקעה בארה"ב – אנו מתייחסים לחלק התחתון של קבוצת דרוג ההשקעה, זהו החלק שבהרעה כלכלית עלול לרדת לדרוג "לא השקעה" המחייב מכירות טכניות של גופים מוסדיים. מדובר על כ – 2.7 טריליון דולר בסגמנט הנמוך של דרוג ההשקעה – BBB, סגמנט שהיקפו גדל באופן מרשים בתקופת הריבית הקלה. כפי שכתבנו כבר לפני שנה, אחד האיזמים הגדולים על השווקים הפיננסיים הוא הריבית קצרת הטווח. עד שלא צריך לגלגל חוב אין בעיה אבל כשמגיע יום הפרעון וצריך לגלגל אזי מגלים, אליבא וורן באפט, מי נכנס לים בלי בגד ים. מפולת בסגמנט שוק זה אליו יתלוו קשיים במחזור חוב של חברות הוא עניין שללא ספק עומד בקדמת הדאגה שלנו.

ה. ויש עוד הרבה שלא נרחיב עליהם הפעם – ברקזיט לא מוסדר, בחירות באוקראינה עם אפשרות שלא ימצאו חן בעיני הרוסים, החלפת נגיד ה – ECB לקראת סוף השנה והנעלם שיבוא בעקבותיו, בחירות בישראל ואיכות הטיפול לאחריהן בגרעון התקציבי, השפעת השתת מיסים חדשים ועוד ועוד..

לסיכום: אנחנו דפנסיביים לאור האמור לעיל, אם כי זוכרים שלשווקים יש את החיות וההיגיון שלהם על ציר הזמן אשר אינו תואם בהכרח תחזיות יהיו מנומקות ככל שיהיו. צניעות אף פעם לא מזיקה מולם. על אף מה שאמרנו, אנו מקווים ולא פוסלים כלל וכלל שהשווקים יצלחו את השנה הבאה בצורה טובה יחסית לשנה הקודמת.

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.

מנינים צמרכם לכל אלה.

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.