

## תזוזות פוטנציאליות בשוקי ההון

מאת משה מידן, מנכ"ל החברה  
לקוחות וקוראים יקרים,

אנו מזכירים לכם ולעצמנו בכל עת – שוקי ההון אף פעם לא ברורים בראיה של חודשים קדימה, אלא שהפעם חוברים להם מספר נושאים מהותיים בעת הקרובה אשר הופכים את אי הבהירות לערפל כבד, ואיתם אנו מתמודדים בעת עיצוב מבנה תיקי ההשקעות המנוהלים. בחרנו לשתף אתכם במספר נקודות שעל הפרק וכיצד אנו מגיבים ונמשיך להגיב להן.

א. הבחירות בארה"ב – נובמבר 20 מתקרב ונראה שהנשיא המכהן טראמפ מצמצם פערים ויש סקרים המצביעים על יתרון שלו. זה הולך להיות קרב בין ה"טראמפזם" ששוק ההון אהב (הפחתת מיסים, רגולציה ש"נותנת לעבוד", הגבלת מתחרים חיצוניים לארה"ב וכד') לבין הדמוקרטים שמצטיירים כפרוגרסיביים וכפי שראינו בעבר משיתים יותר מיסים ורגולציה. אנו מעריכים שבחירה במועמד הדמוקרטי ג'ו ביידן תשפיע לרעה על שוקי המניות אך לאחר תקופת מה של הסתגלות הם יחזרו למסלולם אם כי תוך עין הרבה יותר חשדנית. עם זאת, אם ביידן יבחר לכהן בתפקידים הכלכליים בממשלו את ברני סנדרס ו/או אליזבט וורן שמשדרים תפישות סוציאליסטיות וחברתיות קיצוניות (ובניגוד למרוץ לנשיאות הקודם, נראה שסנדרס מתגייס בכל כוחו למען בחירת ביידן). בחירה שלהם למעגל ההשפעה הראשון על הכלכלה האמריקאית תגרום להערכתנו לנזק לא מבוטל לשוקי המניות האמריקאים וכנגזרת בשאר השווקים.

ב. הריבית הריאלית השלילית - משמעותה הפשוטה היא שאם המשקיע מקבל ריבית נומינלית הנמוכה מהאינפלציה, אזי כוח הקניה הנובע מהשקעתו נשחק. זה מה שקורה בשנים האחרונות לכל מי שמפקיד כסף לטווחים קצרים – הוא מאבד את כוח הקניה שלו (בישראל בשנים האחרונות האינפלציה נמוכה מאד ועל כן זה פחות מורגש). ירידת הריביות ארוכות הטווח מביאות לכך שהן משקפות ריבית ריאלית שלילית בארה"ב גם בטווחים הנחזים הארוכים. הנגיד האמריקאי ג'רום פאוול משקף כעת מול המשקיעים דפוס פעולה מוניטרי של הבנק המרכזי (הפד) שניתן להסיק ממנו, שבניגוד לעבר, הפד לא ימהר להעלות את הריבית באם האינפלציה תתרומם לכוון שני האחוזים. משמעות העניין הוא שהריבית הריאלית קצרת הטווח תישחק עוד יותר. לפד שליטה כמעט מוחלטת בריביות הקצרות ע"י קביעת הריבית המוניטרית בעוד שריבית ארוכת הטווח קשה יותר לניהוג למרות שהוא הצליח לעשות זאת באמצעות ההרחבות הכמותיות עליהן כתבנו לכם בעבר ולא נרחיב כעת. במתאר זה לחצים אינפלציוניים (שראו לומר שאיננו בטוחים שיגיעו) לא יעלו את הריבית קצרת הטווח אך ייצרו לחצים לעליית ריבית ארוכת הטווח. כלומר יתכן ועקום התשואות יהיה תלול יותר מאשר היום וזה בדרך כלל תומך במערכת הבנקאית (לווה בקצר ריבית נמוכה ומלווה בארוך ריבית גבוהה יותר). עליית תשואות מהותית (שאנו נותנים לה הסתברות לא גבוהה) בטווחים הארוכים של אגרות החוב משמעותה גם תחרות חזקה יותר על הכספים המופנים למניות, או במילים אחרות – ייתכן והמשקיעים לא יהיו מוכנים לקנות מניות במכפילי הרווח הנוכחיים ואז תהיינה ירידות מחירים.

ג. ובהקשר לסיפא של הסעיף הקודם – מכפיל רווח עתידי נאסדק 100 – 34, sp500 – 27 עם תשואת דיבידנד 1.72%. מכפילים גבוהים! (בוודאי יחסית לביצועים הנוכחיים של הכלכלה הגלובלית) ותשואת

דיבידנד נמוכה יחסית, אלא כשהריבית ארוכת הטווח כל כך נמוכה אזי גם מכפילים גבוהים ותשואת דיבידנד לא גבוהה מתקבלים בברכה ע"י המשקיעים. זה יכול להשתנות בסצנריו המתואר כאמור בסעיף הקודם. בנוסף נציין מבלי להיכנס לפרטים שאת המדדים הרוחביים מובילים מספר מועט של מניות (טכנולוגיה בעיקר) ואילו שאר מדדי הענפים והמדדים העולמיים (שאינם מוטי טכנולוגיה כמו האמריקאים) מפגרים אחריהם משמעותית במחירים ובמכפילי הרווח.

ד. קורונה ושפעת בסתיו ובחורף – אנו עומדים בפתחו של הסתיו והחיסון נגד הקורונה עדיין לא איתנו, אך יש לציין שנראה שהעולם מסתגל לפחות חלקית לחיים בצד הקורונה. הממשל האמריקאי מנסה לאותת שהחיסון אוטוטו בפתח לפני הבחירות שם בדיוק. לצד הערכתנו שחיסון ימצא בפרק זמן סביר מהיום, אנו מרשים לעצמנו להיות חשדניים במקרה ספציפי זה. ולגבי השפעת - ההגיון אומר שמכיוון שיש ריחוק חברתי אזי גם מקרי השפעת יירדו משמעותית יחסית למה שהכרנו, אך קשה לדעת כיצד הקורונה והשפעת יגורו בכפיפה אחת. יש כאן פוטנציאל בהלה שעלול לגרום למעצורים נוספים בכלכלות ומכאן לשוקי ההון.

ה. המצב הבטחוני והפוליטי המקומי – לצד ההסכם המתגבש החיובי עם נסיכויות המפרץ הפרסי אנו ערים לפוטנציאל התדרדרות המצב מול המאס וחיזבאללה בכל יום. כמו כן אנו ערים לכך שיתכן ונלך לבחירות בעוד מספר חודשים. ישנם דיבורים שלאור הניהול הממשלתי של משבר הקורונה, הבעיות במשרד האוצר ועוד דירוג האשראי של ישראל עלול לרדת. הוראות דוגמת הרב קנייבסקי שלא מאשר בדיקות קורונה בקרב צאן מרעיתו לא מוסיפים בריאות תרתי משמע ומעצימים את התחושה שהנהול של המשבר בעייתי באנדרסטיימנט. יחד עם זאת, אנו סבורים שקטר ה"טק" (הייטק, ביוטק, אגרוטק, פינטק וכד') ימשיך לסחוב את המשק ויחליף אותנו בסופו של דבר מהמשבר. אלא שהקטר הזה פחות מקבל ביטוי במדדי המניות המקומיים העיקריים ביחס לעוצמתו. הם בהחלט יושפעו מהשתקפות נהול משבר הקורונה, המצב בטחוני וגם במידה מסויימת מתסבוכת פוליטית.

אם כך מה אנו עושים – ראשית ברצוני לציין שהמובא לעיל הם תרחישים שאנו לא היחידים שחושבים עליהם, ושוק יעיל משקף את כל הנתונים הידועים. יתכן ונצחון הדמוקרטים יתמוך בשווקים ב"הפוך על הפוך" כמו בהיבחרות טראמפ, יתכן שלא תהייה אינפלציה שתחייב עקום תשואה תלול בהרבה, יתכן שהחורף יהיה קל מבחינת השפעת והקורונה, יוכנס כאמור חיסון קורונה לרוטינה וכך הלאה. אנו כן ערים לסיכונים קדימה ועל כן אנו מבצעים בהדרגתיות מעבר מנכסים עם מכפילים גבוהים לכאלו שפחות מוטי טכנולוגיה (מדדים עולמיים ואירופה שחשופים פחות לטכנולוגיה ויותר זולים מבחינת מכפילי הרווח) ומעבים במגזרי הפיננסים והביטוח (שמפגרים אחרי רוב המדדים וייהנו דווקא מתלילות עקומי תשואת אגרות החוב תוך סגירה צפויה של הפער שפתחו). אנו עושים בעיקר ע"ח המשך מימוש אחזקות מדדי מניות מקומיים. אנו שומרים על רמת נזילות מסויימת בתיקים אך בשלב זה איננו מקטינים אחזקה במניות.

### **לכתב, מנהל נזילות רויטר מידן**

אין לראות באמור לעיל משום המלצה לביצוע פעולות ו/או ייעוץ השקעות ו/או שיווק השקעות ו/או ייעוץ מס בידי מי שמוסמך לכך 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.