

ניהול ההשקעות במבט קדימה לשנת 2024

לקוחות וקוראים יקרים,

המלחמה ממשיכה ומדינת ישראל מתמודדת עם מציאות שבמאפיינים לא מעטים דומה למלחמת העצמאות והמאורעות בטרם פרצה. לא קשה להעריך שהמלחמה תאריך ימים, זה היה ברור מראש. המחיר באובדן ופגיעת החיילים ומצב החטופים כבד!, והלב שלנו עם המשפחות הדואבות, תוך דאגה וחיבוק גדולים לחיילנו ולחטופים.

בבואנו לנהל את תיקי ההשקעות, חלף התוגה האישית, עלינו להביט נכוחה מול הנתונים הכלכליים עד כה והמבט לעתיד. בהמשך לסקירתנו הקודמת כשלושה שבועות אחרי פרוץ המלחמה, ברצוננו להאיר מספר נקודות שיסבירו את פועלנו בתיקים מאז פרוץ המלחמה ובמבט עתידי לשנת 2024.

אינפלציה וריבית מוניטרית – האינפלציה מתמתנת בארץ בעולם, גם במדדים החשובים לקבלת ההחלטות ע"י הבנקים המרכזיים העיקריים. לאור ההתמתנות באינפלציה והפגיעות של הכלכלה הישראלית עקב המלחמה, בנק ישראל הוריד את הריבית המוניטרית ברבע אחוז ל – 4.5%. לצד התווית הכיוון של בנק ישראל להורדות ריבית נוספות בהמשך השנה, השוק צופה שהריבית המוניטרית בעוד שנה תעמוד על כ – 3.5%. בנק ישראל וכמובן גם המשקיעים מצפים לראות מה יהיה פני תקציב 2024. מה שברור הוא שהיקף הגיוס באגרות חוב של מדינת ישראל יגדל משמעותית ביותר בשנת 2024 על מנת לממן את תקציב המדינה. זה עלול ללחוץ את מחירי האג"ח. עניין נוסף מעיק מאד הוא האם סוכנויות הדרוג יורידו את דירוג האשראי של ישראל. בנק ישראל, אולי במפתיע, הוריד את הריבית כאמור לפני הבנק הפדרלי האמריקאי שבינתיים מותיר את הריבית בארה"ב על כנה (5.5%), אך לאור ירידת האינפלציה בארה"ב (כולל במדד PCE החשוב כל כך לבנק הפדרלי) השוק לקח שם כיוון חזק בציפיות לחמש! הורדות ריבית בשנה הקרובה, עד שמספר חברי הבנק הפדרלי שפכו מים צוננים על תחזיות אלו והן התמתנו במידת מה.

מט"ח – בנק ישראל פירסם בימים האחרונים נתון מעניין לפיו החל מאמצע שנת 2022 יחס התמסורת בין שער החליפין דולר שקל לאינפלציה הכללית עלה ל 25%. כלומר, על כל פיחות בשקל של אחוז מול הדולר, האינפלציה עולה ברבע אחוז. יחס זה בולט כשהאינפלציה השנתית חורגת למעלה משלושה אחוזים. בתחילת המלחמה שער הדולר זינק לסביבות 4.08 שקל לדולר. בעת תהליך הפיחות החד, בנק ישראל הודיע שהוא מעמיד מסגרת של 30 מיליארד דולר למיתון התנודתיות וכמקור לנזילות השוק (בדיעבד הוא השתמש רק בכשבעה מיליארד). הטריגר העיקרי שהביא לסיבוב הפרסה החזק ביותר לכיוון תיסוף לסביב 3.6 שקל לדולר בסוף השנה הייתה ההבנה אחרי נאומו נאסרללה, שפניו של מנהיג החיזבאללה אינם לעימות עצים וטוטאלי (נכון לעת פרסום סקירה זו...). לתיסוף דרמטי זה יש השפעה ממתנת על האינפלציה, ראו עניין יחס התמסורת לעיל. כמו תמיד, אנו סבורים שחיזוי מטבעות הוא רב מימדי וקשה מאד. יחד עם זאת, ברצוננו לציין שיחס מטבעות מבטא בין היתר חוזק מקרו כלכלי יחסי (בנוסף להפרשי ריביות, התערבויות קצרות טווח של בנקים מרכזיים ועוד). ישראל החל משנת 2023 וביתר שאת מפרוץ המלחמה, נחלשה באופן יחסי מקרו כלכלית ונחשבת למסוכנת יותר להשקעה. אפשר לראות זאת בעלות הביטוח של אגרות חוב מדינה לחמש שנים (CDS) שעלו מחצי אחוז לשנה לפני המלחמה ונסקו לאחוז וחצי לשנה לפני שהתייצבו כיום על סביב אחוז

רויטר מיזן בית השקעות בע"מ

גולדה מאיר 3, בנין לב הניצן, פארק המדע נס ציונה 74036

טלפון: 08-9367700 (רב קווי) פקס: 08-9369801

www.rmih.co.il

ורבע לשנה. כמו כן הפרש הריביות הנוכחי לשנה בין השקעה בדולר להשקעה בשקל הוא סביב 1.7% לטובת הדולר (אם כי הוא התמתן מאז תחילת המלחמה עת נסק לסביב 2.7 אחוזים), כלומר השקעה מגודרת מט"ח עולה למשקיע נכון להיום 1.7% לשנה מהתשואה (איני מתייחס לעלות קוואנטו עליה לא נרחיב כאן). אז אם התנאים לעיל הם דווקא להיחלשות השקל, כיצד הוא מתחזק? התשובה להערכתנו נעוצה בציפייה שסיום המלחמה, ייקח כמה זמן שייקח, יביא להסדר אזורי בו סעודיה תהיה מעורבת באופן שייחזק את ציר המדינות המתונות לצד ברכת ארה"ב ונורמליזציה עם ישראל והסרת האיום בפועל מכיוון עזה. כמו כן, יש לא מעט שחושבים שגם בסיום המלחמה הנוכחית, הכלכלה הישראלית תשתקם מהר מאוד כמו בכל מלחמה/מבצע במאה העשרים ואחת (אנו לא בטוחים שכל כך מהר).

היחס בין מכפילי רווח במניות ותשואת הדיבידנד לריביות חסרות סיכון – נתייחס כרגיל בסקירותינו לתשואה חסרת הסיכון (כמעט...) של אג"ח ממשלת ארה"ב לטווח עשר שנים. שלושת החודשים האחרונים של שנת 2023 היו תמונת ראי חדה לכל תשעת החודשים שקדמו להם. במשך רוב שנה זו התחזרר למשקיעים כי הפד ניצי מאד (קרי מעלה ריביות ללא ניד עפעף) במלחמתו למגר את האינפלציה שנחזתה כדביקה וקשה להדברה. נוסף לכך גם את חברת הדרוג פיץ' שהורידה את דרוג האג"ח ל – AA+ מ AAA. סערה מושלמת שהביאה את תשואת אגרות החוב הנ"ל ל 5% לשנה. בחודש אוקטובר נשמעה "צפירת הרגעה" מכיוון הפד לעניין העלאות ריבית, ולצד נתוני אינפלציה מעודדים יחסית ירדה תשואת האג"ח לכיוון 4% (ואף פחות לפני התייצבות). שוק המניות התנהל בהקבלה רבה – כשתשואת האג"ח עלתה כאמור מ 4% ל 5%, מדד ה SP500 ירד מסביב 4600 לסביב 4100, וכשהיה סיבוב פרסה בתשואת האג"ח כאמור מדד המניות עלה חזרה לכיוון סביב 4750. כלומר, ככל שמקבלים פחות ריבית חסרת סיכון, כך מוכנים לשלם יותר על מניות, והפוך. נכון לכתיבת סקירה זו, מכפיל הרווח העתידי של מדד SP500 הוא כ - 20.5, ותשואת הדיבידנד השנתית שלו היא כ - 1.45%. תשואה חסרת סיכון לעשר שנים הנוכחית היא 4.15% לשנה. במצב הנוכחי נראה שיש מקום לאפסייד מסויים במניות אך לא משמעותי, אלא שהתחזית הנוכחית לשנה הקרובה לארה"ב נעה בין מיתון קל לנחיתה רכה ללא מיתון, מה שיאפשר לבנק המרכזי להוריד ריביות בנינוחות ואגב כך לגרום לריבית חסרת הסיכון (שגם היא פקטור חשוב בהחלטה האם להסיט כספים מהמקלט הבטוח למניות) לרדת יותר. זאת תוך שגם הריביות ארוכות הטווח תמשכנה לרדת אם כי יותר במתינות. הצפי הוא להיפוך תמונת עקום תשואת אגרות החוב מ"יורד לכוון הטווח הארוך" ל"עולה לכיוון הטווח הארוך". התממשות תרחיש זה הוא סביר להערכתנו ובהעדר הפתעות בלתי צפויות (שתמיד צוות...). יש לשוק המניות האמריקאי על בסיס השוואת הנתונים לעיל עוד מקום כאמור לעליה, אם כי לא דרמטית.

מה עשינו בתיקי ההשקעות מאז תחילת המלחמה ובראיה קדימה –

מניות – א. ללקוחות עם הרשאה לחשיפה גבוהה למניות - פעילות מינורית לרכישת מניות ספציפיות ולא מדדים בארץ ובחול"ל ב. ברמות דולר שקל שבין 3.7 ל - 3.6 ויתרנו (למי שהחשיפה שלו למט"ח לא הייתה גבוהה) על חלק ממרכיב הגידור המטבעי וחשפנו את ההשקעה במדדי חול"ל גם למטבע. זאת מהטעמים שנסקרו לעיל הקשורים לעלות הגידור הגבוהה וההרעה בהשתקפות הכלכלה הישראלית. לא הגדלנו את החשיפה לשוק המניות הישראלי למעט בשוליים. אנו גם חושבים שהשפעת ה - AI (בינה מלאכותית) והטמעתה תתרום להתייעלות חזקה שתתמוך בשורות רווח בשרניות יותר בעתיד. התחום המוביל ביישומה הוא תחום החברות הפיננסיות. ראוי עם זאת לציין – שוקי המניות הגלובליים עלו חזק ובהחלט ייתכן תיקון, אולי משמעותי בהמשך.

איננו מעריכים שתמחור המניות הגלובלי הוא בועתי. אנו בתיקי ההשקעה בפוזיציה גבוהה אך לא מלאה לגמרי מהמותר לנו, כשהנתח הלא מושקע עדיין נמצא בקרנות כספיות בעיקר.

אגרות חוב – א. ירידת תוואי האינפלציה הביאה אותנו להארכת טווחי ההשקעה, לרוב באגרות חוב נומינליות שאינן צמודות למדד. כלומר ממצב בו שנה שעברה היינו מוטים חזק לצמודי מדד, אנו ברבעון האחרון בתהליך מדורג לאיזון החשיפה בין הרכיב הצמוד ללא צמוד. זה מבוצע באגרות חוב מדינה ו/או באגרות חוב קונצרניות בדרוג גבוה מאד. רכיב אג"ח עם מח"מ גבוה יותר הוא גם רכיב תנודתי יותר במחיר אך אנו סבורים ש"נעילת תשואה" לטווחים רחוקים יותר מאשר בעבר מתבצעת בזמן בו ניתן ל"נעול" ריבית ריאלית חיובית באפיק השקלי. אנו ערים לעובדה שמחירי האג"ח יהיו לחוצים עד להתבהרות דרוג האשראי והיקף ההנפקות בפועל אך למרות זאת הארכנו כאמור את המח"מ. מח"מ הרכיב האג"חי המקומי בתיקי ההשקעה הוא כיום סביב 3.7 שנים (אך יש לשים לב- כל תיק וה"סיפור" שלו). בתיקי ניע"ז הארכנו גם כאן את טווחי ההשקעה, אף ביתר אגרסיביות. המקור הכספי לשינויים ברכיב האג"חי היו כספים ב"חניה" בקרנות כספיות ופדיונות של אגרות חוב במהלך רגיל שלהן.

לסיכום קדימה לשנת 2024: המצב בארץ מכוון אותנו, לאחר שקלול המפורט לעיל, לא להגדיל סיכון בחשיפה למדדי מניות מקומיים ולהמשיך בחשיפת יותר לשווקים הזרים. באגרות חוב אין הדבר כך, ועל אף ענני הסופה באופק הקרוב אנו סבורים שמבנה התיקים, לאחר השינויים בהרכבי האג"ח שלהם, תואם את הסיכוי מול הסיכון בטווח הנראה לעין. ברמת שערי המט"ח הנוכחיים איננו מוצאים לנכון לשנות חשיפה למעלה או למטה.

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 לא כלואה, וכתמיד יהיו צרכונים בהמשך.

***** 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.**