

השווקים הפיננסיים מחפשים את נקודת שווי המשקל

מאת משה מידן, מנכ"ל החברה

לקוחות וקוראים יקרים,

השווקים הפיננסיים מתחילת השנה בקירוב אינם דומים למה שהכרנו בשנים האחרונות. הכוונה שלי היא בעיקר (אך לא רק כמובן) לשוק אגרות חוב שעובר תהליך גמילה מכאיב מריביות מוניטריות אפסיות ומההרחבה הכמותית של הבנקים המרכזיים (קרי קניית אגרות חוב ע"י הבנק המרכזי בהנפקות הממשלות ובהיקפים חסרי תקדים). הריביות האפסיות לצד ההרחבות המוניטריות "סיממו" במשך שנים לא מעטות את המשקיעים וגרמו לכך שכסף היה זול מאד ותידלק לקיחת סיכונים פיננסיים, הנשים מלאכותית חברות עם מאזנים גרועים וכן תרם לשערוך מניות יקר, תוצאה שהתקבלה מהיוון ערך לטווח ארוך במחיר ריבית נמוך מאד.

שנת 2022 הייתה עד כה בסיס ל"סערה מושלמת" (כמעט...). בשנה זו התחברו השפעות היציאה מהקורונה למשברים גיאו פוליטיים (אוקראינה בעיקר וכן מתיחות בין ארה"ב לסין). התוצאה הייתה ועדיין הינה בעיות בשרשרות אספקה כלל עולמיות (עוד מלפני אוקראינה), מחסור בסחורות וספציפית באנרגיה וחששות מאסקלציה בין גושית. מה שלומדים בשנה א' בבתי הספר לכלכלה זה שכאשר יש עודף ביקוש על היצע, המחירים של המוצרים עולים. ואכן האינפלציה עולה חזק בכל הגלובוס (יש לציין שבישראל היא עולה בשלב זה פחות מאשר בעולם לאור ההשפעה הממתנת של עודף משאבי האנרגיה לצד חוזק השקל). הבנקים המרכזיים הגיבו בהעלאות של הריבית המוניטרית (יש לציין שבאיחור כי הם העריכו לא נכונה בתחילה שהאינפלציה היא טרנזיטורית – קרי זמנית וברת חלוף). לא נכנס יותר מדי לפרטים אך ברצוני רק לציין שהיות וחלק מהותי מהאינפלציה הוא מיובא (קרי אקסוגני) הרי שהעלאות ריבית נותנות עד כה מענה חלקי בלבד ובכל מקרה השפעה של העלאות ריבית על האינפלציה מתחילה רק כעבור מספר חודשים. מה שקרה בפועל בשוק אגרות החוב הוא – א. עקום התשואות עלה כולו, כלומר אם משווים עכשיו ריביות לאורך כל טווח זמן מול מה שהיה לפני נניח שנה, אנו נמצא שהריביות עכשיו גבוהות ולעיתים בהרבה. ב. עקום התשואה הפך ל - INVERTED שמשמעותו היא שנכון לכתובת הסקירה, אגרת חוב של ממשלת ארה"ב לשנתיים נותנת תשואה לפדיון של 3.54% ואילו אותה אגרת אלא שלטווח 10 שנים נותנת 3.3%. וזה בניגוד לעקום תשואה נורמלי שהריבית (תשואה לפדיון לצורך העניין) בטווח הארוך היא גבוהה יותר מהטווח הקצר. הבעיה בעקום התשואה הנוכחי היא שברוב המקרים עקום תשואה מובהק כזה מנבא הגעת מיתון כלכלי. בהערת אגב ברצוני לציין בהקשר שוק המניות שזמן טוב לקנות מניות זה כאשר שיש מיתון.

בנקודת הזמן הנוכחית שאלת השאלות היא עד כמה האינפלציה תהייה עקשנית ברמות הנוכחיות שלה. בניגוד לשנה שעברה, נגידי הבנקים המרכזיים הודיעו במפורש על מלחמת חורמה באינפלציה, שמשמעותה העלאות ריבית אגרסיביות (גם מעבר לרמות הנוכחיות) והשאלה היא היכן תיעצרנה העלאות ריבית אלה.

מחר 13/9 אמור להתפרסם מדד המחירים לצרכן בארה"ב לחודש אוגוסט ועיני כל המשקיעים בעולם נשואות לנתון זה. (הבנק המרכזי מסתכל יותר על אינפלציה בניכוי אנרגיה ומזון (ליבה) שצפויה לעלות ב- 0.3% חודשי, 6.1% שנתי (YOY) השפעתו תהיה להערכתנו בעיקר על שוקי המניות שמושפעים מעליית הריבית והאינפלציה בכמה מובנים עיקריים – א. מחיר ההון, קרי בכמה עולה לחברות לממן את הפעילות שלהן ולגלגל חובות קדימה ב. עלות שכר העבודה, שבתעסוקה מלאה כמו שקיימת כיום גוררת עליות שכר. ג. עלויות ייצור, שינוע ומלאי ד. ככל שהריבית האלטרנטיבית חסרת הסיכון תעלה יותר, כך היא תהיה אטרקטיבית יותר בהשוואה למניות (אם כי יש לציין שראינו בעבר שווקי מניות פורחים בסביבת ריבית הרבה יותר גבוהה!)

אז מה עשינו בקצרה בתיקי ההשקעות מאז הסקירה האחרונה:

הקו המנחה שלנו הוא שלצד הסיכונים הגלובליים והמקרו כלכליים אנו צופים התמתנות הדרגתית של האינפלציה הגלובלית שתגרם מהתרת פלוטר השינוע הגלובלי לצד השפעות הריבית הממתנות אם כי ב - delay. אנו ערים לסיכונים האפשריים הן הגיאו פוליטיים והן בהתבססות אינפלציה עיקשת אך סבורים שבשלב זה ראוי להגדיל במידה מתונה את הסיכון בתיקי ההשקעה.

מניות:

להזכירכם, היינו בחשיפה לא מלאה למניות. בתקופה האחרונה ביצענו מעט החלפות בין סוגי ניירות ערך בתיקים ובאופן כללי הגדלנו חשיפה מסויימת במספר עיתויים לארה"ב ע"ח חשיפה מקומית. הגדלת החשיפה בארה"ב בוצעה גם (אך לא רק) ישירות במדד הטכנולוגיה הנאסד"ק בו נמנענו להשקיע בשנים האחרונות, מדד אשר חשוף יותר מהאחרים לעליית ריבית ואשר "ספג אש" יותר מהאחרים. גם ההגדלה שלנו במדד אס אנד פי 500 חושפת אותנו לטכנולוגיה, אם כי באופן חלקי בלבד. נכון לכתיבת הסקירה אנחנו עדיין לא במלוא הפוזיציה, אם כי גבוהים יותר מאשר לפני מספר חודשים.

אגרות חוב:

מאז הסקירה האחרונה המשכנו – א. להגדיל במידה מסויימת את החשיפה השקלית על חשבון אגרות חוב צמודות שנפדו (לאחר שצברו במחיר הפדיון את האינפלציה שנצברה) וזאת באמצעות אג"ח קונצרני בדרוג גבוה. ב. החשיפה השקלית החדשה מבוצעת כך שהיא מאריכה במידה מסויימת את מח"מ ההשקעה הכולל. יש לציין שלצד אגרות החוב אנו מחזיקים מזומן וש"ע מזומנים כאלו שיאפשרו לנו ב"לחיצת כפתור" להשתמש בהם לרכישת המניות שתשלים לפוזיציה מלאה עפ"י הרשאה בכל תיק השקעה.

אמנם המרווחים בין האג"ח הקונצרני (בו אנו מרוכזים כאמור), שהיו תנודתיים למדי בחודשים האחרונים, אינם גבוהים אך בכל זאת בשביל לתת דוגמא מה אפשר לקבל היום בשוק – אג"ח X בדרוג מכסימלי AAA לא צמוד מח"מ 3.84 שנים ניתן לרכוש בתשואה לפדיון שנתית הקרובה ל 4% (האג"ח סחיר ואנו צופים שבשלב מסויים ייתכנו בו רווחי הון כאלו שיביאו אותנו לממש אותו במהלך החיים שלו).

מט"ח:

אנו סבורים שבאופן כללי רמת שקל /דולר של 3.43 ש"ח/דולר היא רמה נוחה לצמצום חשיפה. זאת למרות האיום על היצוא הישראלי מכיוון היחלשות יעד מרכזי והוא הגוש האירופאי שכל הנראה הולך להיכנס למיתון כנראה משמעותי בחורף.

אנו חשופים בתיקים בעיקר לדולר/שקל (חשיפה חלקית מאד כמובן). במהלך החודשים האחרונים נפדו אגרות חוב שקליות צמודות דולר אותן לא גילגלנו לרכישת אג"ח דומות. בנוסף, ברמות הדולר שקל הנוכחיות אנו ממשיכים לממש אג"חים מסוג זה באופן מתון. גם את הגדלת החשיפה לחו"ל עשינו בניירות מגודרי מט"ח. הקו המנחה אותנו הוא שהחשיפה למט"ח בתיקים עתירי סיכון תהיה גבוהה משמעותית מאלו שבתיקים המוגדרים ברמת סיכון פחותה.

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.

למינימל אפא, וכתמיז יהיו צדכונים 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.