



אפריל: סגירת המעגל

גיליון מס' 55 | מאי 2019



שוקי הון

- Ⓞ שווקים מתפתחים: לא יכולים לבד
- Ⓞ מניות ארה"ב: סיכון של עלייה חזקה ומהירה מדי
- Ⓞ סין: אפריל חורפי במיוחד
- Ⓞ אירופה: אג"ח מבשרות על המשך חולשה כלכלית

שווקים פיננסיים

שווקים מתפתחים: לא יכולים לבד

מדד המניות של המדינות המתעוררות MSCI EM רושם ב- 2019 עליות נאות: מתחילת השנה ועד סוף אפריל, הוא עלה ב- 11.9% - תוצאה מרשימה לעמת הירידה של 16.6% בשנה שחלפה. עם זאת, הביצועים הללו נחותים לעומת המדינות המתועשות, שכן המדד MSCI World עלה באותה התקופה ב- 15.2%, ואילו S&P 500 הוסיף 16.6%.

אז מה עומד מאחורי ביצועי החסר של השווקים המתפתחים? במקרים רבים, התשובה לשאלה זו היא הביצועים של המטבעות של השווקים הללו אל מול הדולר; גם הפעם זהו המצב. מניות השווקים המתעוררים עולות יותר מאשר אלו של המדינות המפותחות כאשר מטבעותיהם מתחזקים אל מול המטבע האמריקאי. קשר זה בין הביצועים היחסיים לבין המטבע הינו הגיוני ומתבקש מסיבות שונות, והברורה שבהן היא המרה מטבעית פשוטה שמטיבה עם המשקיעים הזרים, להם משקל רב בדרך כלל בשווקים המתפתחים.

אך הקשר בין ביצועי המניות למטבעות אינו כה שטחי בלבד. המטבעות של שווקים מתפתחים מתחזקות בדרך כלל יחד עם הכלכלה הגלובלית. כאשר סקרי המנהלים בתעשייה בעולם (מדד מקדים אמין מאוד לכיוון הצמיחה בעתיד הקרוב) משתפרים, גוברות התחזיות לשיפור בצמיחה הכלכלית ובגידול ברווחי החברות במדינות המתעוררות, התלויות בסחר הגלובלי ובהשקעות החיצוניות. השיפור בתחזיות מגביר את התיאבון לסיכון בקרב המשקיעים, שמזרימים כספים לנכסי המדינות המתפתחות ובכך מעלים את ערך המטבעות ואת מדדי הבורסות.

כמובן שקשר זה עובד גם בכיוון ההפוך, וזה המקום שבו אנו מוצאים את עצמנו היום. מאז השיא האחרון בדצמבר 2017, הסקר הגלובלי של מנהלי הרכש בתעשייה ירד מ- 54.4 ל- 50.3 באפריל, וכעת הוא נמצא שלוש נקודות בלבד מעל 50, הרף המפריד בין צמיחה להתכווצות, כאשר מה שמושך אותו מטה הוא המרכיב של הזמנות ייצוא חדשות, שכבר נמצא באדום. ההיחלשות הניכרת בכלכלה הגלובלית מתבטאת בקיצוץ תחזיות הצמיחה על ידי קרן המטבע הבינלאומית, הבנק העולמי, הארגון לשיתוף פעולה ולפיתוח כלכלי (OECD), ועוד.

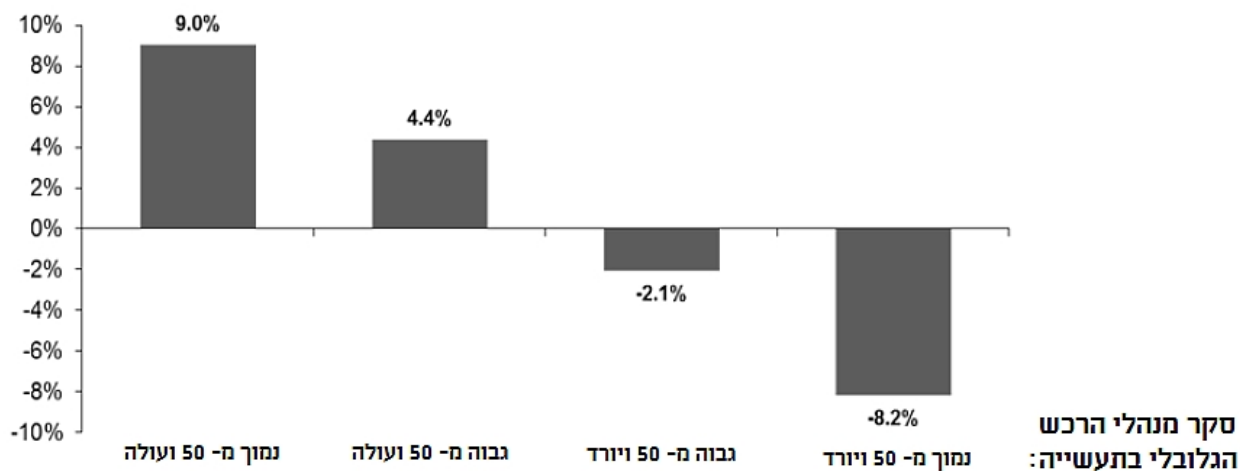


שווקים פיננסיים | המשך

שווקים מתפתחים: לא יכולים לבד (המשך)

פרט להשפעתה הישירה של הכלכלה הגלובלית, השווקים המתפתחים תלויים רבות במדיניותו של הפדרל ריזרב האמריקאי. מאז סוף השנה שחלפה, כאשר הפד נשמע יוני למדי ודבר על "סבלנות" לגבי שינויי המדיניות, התקווה לסוף עידן העלאות הריבית וכתוצאה גם הפסקת התחזקותו של הדולר, הזרימה כספי משקיעים רבים לנכסי המדינות המתפתחות והרימה את מטבעותיהן. אך בחודש אפריל, הדיכוטומיה בין עוצמתה הכלכלית של ארה"ב לבין היחלשות כלכלות העולם האחרות שוב תפסה מקום מרכזי בתודעת המשקיעים, וההשפעה הישירה של כך הייתה היחלשות המטבעות של שווקים מתפתחים. בנוסף ל"בעיית הדולר", המטבעות הללו פגיעות באופן משמעותי מהתפתחויות בסכסוכי הסחר בין ארה"ב לסין - נושא שמתחבר לעניין הצמיחה הגלובלית מחד, ומשפיע על סנטימנט המשקיעים מאידך. וגם, על פי הערכת Capital Economics, הצמיחה הכלכלית בשווקים המתפתחים כקבוצה ברבעון הראשון של השנה הייתה הנמוכה ביותר מאז 2016.

ביצועים חודשיים של מטבעות השווקים המתפתחים אל מול הדולר ביוני 2000 למרץ 2019



*ניתן לראות כי בחודשים בהם סקר המנהלים הגלובלי בתעשייה היה נמוך מ- 50 אך עלה לעומת התקופה הקודמת, הביצועים של מטבעות השווקים המתפתחים היו הטובים ביותר



שווקים פיננסיים | המשך

מניות ארה"ב: הסיכון של עלייה חזקה ומהירה מדי

נפילה בת 14 שבועות ואז עלייה בת 17 שבועות - ומניות ארה"ב שוב בשיא חדש, כאילו המעידה הגדולה ביותר של השווקים מזה שש שנים, לא התרחשה. הנפילה של 19.8% מ-20 בספטמבר ועד לשפל ב-24 בדצמבר, שהביאה את מניות ארה"ב לסף של השוק הדובי, נשכחה לחלוטין, כך נראה, לאחר הטיסה המטאורית של 25%. ב-23 באפריל, לאחר "טיול הלון ושוב" מהמהירים ביותר בהיסטוריית השווקים הפיננסיים, עלה מדד ה-S&P 500 מעל שיאו האחרון שנרשם בספטמבר 2018, ורשם שיא כל הזמנים חדש, הראשון בשנה הנוכחית אך לא האחרון.

ברבעון האחרון של 2018, החששות לגבי מלחמת הסחר, העלאת הריביות בארה"ב, ההאטה הגלובלית בכלל ומצבה הכלכלי של ארה"ב בפרט, חברו יחד והפילו את השווקים בכל העולם. מאז, הסיכון של מלחמת הסחר המלאה והרחבה פחת משמעותית והפדרל ריזרב הפך ליוני. הכלכלה בעולם אומנם רושמת האטה, אך החששות כי ארה"ב תיכנס למיתון השנה, נעלמו. על פי האסטרטגים של JPMorgan ורבים אחרים, הראלי החזק במניות ארה"ב מצביע בביטחון השקיעים הגבוה בכלכלה האמריקאית. בשבועות האחרונים של אפריל, הראלי קיבל חיזוק מדיווחי הרווח הטובים מהצפוי של חברות מסחריות, וכן מפרסום נתוני הצמיחה החזקים מהתחזית. הנתונים חיזקו את אמון השווקים בחוזקה של כלכלת ארה"ב, בייחוד בהשוואה לשאר העולם המתועש שממשיך להאט.

עם כל זאת, עד חודש אפריל היה נראה שהראלי הינו חסר התלהבות לגמרי, לפחות במבט על זרמי הכספים האנמיים לקרנות המשקיעות במניות ארה"ב (ובמרבית השווקים האחרים). רבים מעריכים שהסיבה לכך היה הצפי לירידה ברווחי החברות ברבעון הראשון של 2019, לעומת הגידול העוצמתי של השנה שחלפה, בה הרווחים נתמכו באופן משמעותי מאוד על ידי רפורמת המסים של טראמפ. כמו כן, לאחר העליות, המניות במדד ה-S&P 500 נסחרות במכפיל העתידי של 16.4, מעל הממוצע ארוך-הטווח של 15.3. עם זאת, מדד האטרקטיביות של המניות לעומת תשואות חסרות סיכון השתפר בהשוואה לשיא של ספטמבר: הפרש בין תשואת הרווחים ב-S&P 500 לבין תשואת ה-TIPS ל-10 שנים, נמצא כעת קרוב לממוצע של 10 שנים.

על פי המנכ"ל של BlackRock, לארי פינק, הפקפוק של המשקיעים בראלי גרם להם להותיר סכומי שיא במזומן; לכן הסיכון של קריסה במחירי המניות אינה צפויה כעת, אלא קיים סיכון הפוך, של זינוק חד ופתאומי החובל על ידי נהירה של משקיעים למניות מחשש לפספס את הראלי, ולא על ידי השיפור בנתונים הפונדמנטליים. סטטיסטית, לאחר זינוק שכזה במקרים רבים באה נפילה לא פחות חדה. כעת, הסיכויים לכך שהתחזית של לארי פינק תתממש, גדלו משמעותית הודות לדיווחי רווח החזקים של החברות במדד ה-S&P 500. נכון ל-26 באפריל, כמעט מחצית מהחברות במדד פרסמו תוצאות רבעוניות, ו-80% מהן היכו את התחזיות - יותר מאשר ברבעון הקודם (73%). עד כה, צמיחת הרווחים הממוצעת ברבעון הראשון עומדת על 2% - נכון, זה נשמע נמוך לעומת הגידול של 23% בשנה שחלפה. אך התחזיות דיברו על ירידה של מעל 4%, כך שעצם העובדה כי יש גידול חיובי, מקנה תמיכה אדירה לסנטימנט המשקיעים. העלייה בסנטימנט החלה לבוא לידי ביטוי עוד בטרם לפרסום תוצאות הרבעוניות של החברות: בשבוע שהסתיים ב-10 באפריל, הוזרמו לקרנות סל וקרנות נאמנות המשקיעות במניות ארה"ב כ-6 מיליארד דולר נטו, ובשבוע לאחר מכן הוסיפו המשקיעים עוד כ-4 מיליארד; זאת, לאחר מספר שבועות של משיכות נטו ממניות. העובדה כי באותן השבועות המשיכו הזרמות מאסיביות לקרנות אג"חיות ולא נרשמו משיכות כבדות משווקים אחרים, מאותתת על צדקתו של לארי פינק - כלומר, ככל הנראה הכספים הללו הגיעו מחוץ לשוקי ההון. אם החברות האמריקאיות ימשיכו להפתיע לטובה בדיווחיהן, התסריט שלו לטיסה מטאורית מעלה עם נפילות קשות לאחר מכן, עלולה להתממש.



המשך || שווקים פיננסיים

סין: אפריל חורפי במיוחד

לאחר הרבעון הראשון, שהיה הטוב ביותר מאז 2014, מניות סיניות רשמו נפילות כבדות. הראלי, שמסוף דצמבר 2018 הוסיף לשווי שוק המניות הסיני 2.5 טריליון דולר, החל להתפוגג בשבועיים האחרונים של אפריל. המשקיעים הזרים, שהיו הרוכשים העיקריים בראלי זה, החלו למשוך רווחים: במהלך החודש, הם מכרו מניות סיניות (A-shares) על סך 2.7 מיליארד דולר דרך נתיב בורסאי בין הונג-קונג לסין, המשיכות הגדולות ביותר מאז הקמתו של הנתיב ב-2016. דיווחי רווח לא מעודדים, ירידות במדדי הייצור השונים והתפוגגות התקוות לתכנית התמריצים יותר אגרסיבית, התווספו לעובדה כי המניות נמצאות בתחום "רכישת יתר"; המשקיעים החליטו כי הגורמים להמשך העליות אינם נראים לעין כעת. הנפגעות העיקריות היו מניות מומנטום, חברות קטנות וברוקרים; המניות של החברות הגדולות ביותר אומנם גם רשמו ירידות, אך לא בעוצמה כזו - אלו הן מניות המפלט אליהן נמשכים הסוחרים בזמן הירידות הודות ליציבות הרווחים ותנודתיות נמוכה יותר. כך או כך, המדד Shanghai Composite רשם הפסד באפריל, על אף העליות בתחילת החודש.

אך זה לא היה רק שוק המניות שנפגע בחודש האחרון: המטבע הסיני יואן רשם את הירידה הגדולה ביותר מאז אוקטובר, בעוד שאג"ח ממשלת סין ל-10 שנים ספגו את המכה הקשה ביותר מזה יותר משמונה שנים, כאשר התשוואה קפצה ב-37 נקודות בסיס. מה שמעניין הוא, שהנפילה הפתאומית באג"ח סיניות הגיעה כאשר חלק מהחוב היבשתי נכלל במדד Barclays Global Aggregate, אחד ממדדי האג"ח החשובים בעולם. הכניסה למדד נתפסה כאות הוכרה במאמצי הרשויות בסין לקדם מודרניזציה של שוק האג"ח ולאפשר למשקיעים זרים פעילות משמעותית יותר בשוק זה. בפועל, ההשקעות הצמודות למדד העולמי נחשפו לאג"ח סיניות בשיאן, וספגו את כל הירידות. אומנם על פי האנליסטים של BNP Paribas הירידות החזקות ככל הנראה מיצו את עצמן, אך עדיין הצפי הוא לתזוזה הצידה תוך תנודתיות מוגברת.

אחת הסיבות העיקריות לסנטימנט הירוד בשוקי ההון בסין היא "מיתון הרווחים": בשנת 2018, ירד הרווח הכולל נטו של חברות הלא-פיננסיות הרשומות בבורסות סיניות ב-1.7% לעומת השנה הקודמת; שיעור החברות המפסידות הגיע לשיא של 12.5%. גם מספר מקרי חדלות פירעון על אג"ח בחברות מסחריות בסין הוכפל בשנת 2018 לעומת השנה שקדמה לה; זאת כתוצאה מהקשחת תנאי אשראי וגידול בעלויות המימון, יחד עם הירידה ברווחים על רקע מלחמת הסחר וההאטה הכלכלית במדינה. הרשויות בסין נתנו הוראה לבנקים הממשלתיים להרחיב את מתן האשראי לחברות במגזר הפרטי, והדבר תומך בחברות שעד לשינוי מדיניות זה התקשו במציאת פתרונות מימון. הגדלת האשראי הייתה ככל הנראה הסיבה לעליית רווחי החברות התעשייתיות הגדולות, לאחר התכווצות הרווחים שנרשמה בכל חודש מאז נובמבר. אך בנוסף, הדבר הוביל גם לקצב עלייה מוגבר במספר ההלוואות הרעות בבנקים בסין. באופן כללי, 1,500 חברות סיניות מחוץ למגזר הפיננסי אשר נסחרות בבורסה, כבר דווחו את תוצאות הרבעון הראשון של 2019; ההתכווצות הממוצעת ברווחיהן עומדת על 5% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. מתוך החברות שדווחו, מי שרשם עלייה ברווחים היו החברות בסקטורים כגון מכונות וחומרי גלם לבנייה, הודות לגידול בהוצאות הממשלה על פרויקטי תשתיות; בעוד שההפסדים הכבדים בסקטורים התלויים בביקושים הפרטיים מעידים על המשך החולשה בצריכה הפרטית.



המשך || שווקים פיננסיים

אירופה: אג"ח מבשרות על המשך חולשה כלכלית

יותר ויותר משקיעים באירופה משלמים לממשלות היבשת על הזכות להחזיק את האג"ח שלהן. על פי נתוני Deutsche Bank, היקף אג"ח ממשלתיות המניבות תשואה שלילית שמועדי פירעוןן הם עד 2049, עומד כעת על כמעט 10 טריליון דולר, השיא מאז 2016 וגידול של 20% לעומת השנה שחלפה.

הגידול המהיר בהיקף אג"ח עם תשואה שלילית מעיד על הידרדרות בציפיות הכלכליות באירופה. הבעיה העיקרית מבחינת קובעי המדיניות היא, שאם הציפיות הללו יתממשו וגוש האירו יכנס למיתון, לא יהיו ברשות הבנק המרכזי כלים רבים לתמיכה בכלכלה. שיעורי הריבית של הבנק עומדים מזה תקופה על -0.40%, כך שהורדת ריביות אינה בין האופציות. התכנית להלוואות ארוכות-טווח זולות לבנקים האירופאים כבר מיושמת בתקווה להאצת מתן הלוואות; אך לאור הירידה בביקושים להלוואות, האצת ההיצע אינה צפויה לתרום רבות לצמיחה. הביקושים להלוואות לעסקים יורד מאז תחילת 2018 והגידול בביקוש לאשראי צרכני האט במרץ לשפל של חמש שנים; הנתונים אינם מפתיעים לאור הירידה בסנטימנט הכלכלי לרמתו הנמוכה מזה שנתיים.

על פי הערכה ראשונית, כלכלת אירופה צמחה בשיעור של 1.5% בחישוב שנתי (0.4% רבעוני), האצה לעומת 0.9% (0.2% רבעוני) ברבעון הרביעי של 2018, אך נמוך משמעותית מהצמיחה של 3.2% בארה"ב וכן משיעורי הצמיחה של 2017, שאינם צפויים לחזור בעתיד הקרוב על אף הירידה בשיעורי האבטלה והגידול בשכר בגוש האירו. הביקושים הפנים-אירופאים, האנמיים באופן היסטורי גם בזמנים טובים יותר, אינם מסוגלים לתחזק את הצמיחה מבלי להיעזר בייצוא אל מחוץ לגוש, וכאן אירופה נמצאת בבעיה קשה מזה תקופה. האתגרים לייצוא הינם רבים, החל מ-Brexit דרך ההאטה בסין ועד המשבר בטורקיה, והתוצאה היא פסימיות עמוקה בקרב יצרנים, שכן מדד הסנטימנט התעשייתי ירד באפריל לרמתו הנמוכה מאז 2014. הכלכלנים סבורים כי מדדי הסנטימנט הירודים מצביעים על כך שקצב הצמיחה של הרבעון הראשון אינו צפוי להמשיך ברבעון הנוכחי. בינתיים, ההאצה בצמיחה מונעת את הסיכויים שממשלות אירופה ישקלו הרחבת הוצאות לצורך סיוע פיסקלי - דווקא אלו שיכולות להרשות לעצמן הרחבה, כמו גרמניה, סוגרות את הארנקים ושולחות איתות לבנק המרכזי, שתמיכה בכלכלת אירופה היא באחריותו הבלעדית.

ההאטה הכלכלית של 2018 אילצה את הבנק המרכזי של אירופה לשנות את תכניותיו ולוותר על העלאת הריבית ב-2019; נגיד הבנק מריו דראגי אף הבטיח כי במידת הצורך הבנק ינקוט בצעדים נוספים בכדי לתמוך בכלכלה. ככל הנראה, הכוונה הייתה לחידוש תכנית רכישות האג"ח, שהסתיימה בדצמבר 2018. ממרץ 2015 ועד תאריך זה, רכש הבנק המרכזי אג"ח ממשלתיות ותאגידיות על סך 3 טריליון דולר, יותר מכל בנק מרכזי אחר שנקט בצעד דומה. התכנית הצליחה להחיות את כלכלת אירופה עד כמה שהיה ניתן בנסיבות שלה, עד שבשנת 2017 הגיעה לשיעורי צמיחה יוצאים מן הכלל, אך זה לא החזיק מעמד הרבה זמן. לאור זאת, והעובדה שכלי זה אינו מושלם בלשון המעטה - הוא פוגע ברווחיות הבנקים, תורם לניפוח בועות פיננסיות, מסכן את הבנקים המרכזיים המקומיים שנאלצים להחזיק היקפים אדירים של אג"ח ממשלותיהם גם אם אלה נמצאות במצב פיננסי לא מזהיר, ועוד - רכישת אג"ח היא סוג של "נשק יום הדין". ללא סיכון ממשי של מיתון קשה, ספק אם התוכנית תוחזר; במקום זאת, הבנק המרכזי של אירופה בינתיים אינו מקטין את המאזן שלו, אלא ממחזר את אחזקות האג"ח.



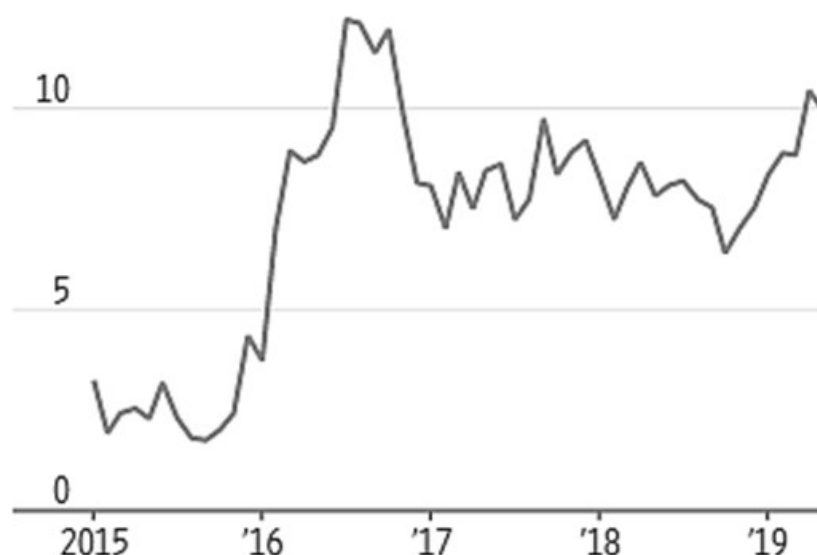
שווקים פיננסיים | המשך

אירופה: אג"ח מבשרות על המשך חולשה כלכלית (המשך)

החולשה הכלכלית תורמת לביקוש לנכסים בטוחים, עלויות הגידור הופכות את רכישת האג"ח האמריקאיות לפחות כדאית, והמשך אחזקות העתק וריביות שליליות של הבנק המרכזי של אירופה תומך במחירי האג"ח. כתוצאה, למשקיע אירופאי אין ברירה אלא לפנות לאג"ח תאגידי. כך יוצא שלאחרונה, גם חלק מאג"ח תאגידיות שוב חזרו לעולם התשואה שלילית. בסוף חודש אפריל, מתוך שוק של 3.2 טריליון אירו של אג"ח תאגידיות בדירוג השקעה, כמעט 23% נשאו תשואה שלילית. גם כאן, ככל הנראה, תרומתו של הבנק המרכזי ניכרת: הרי שהוא עדיין מחזיק בניירות של 1,192 חברות אירופאיות על סך כ- 200 מיליארד דולר. אנליסטים רבים טוענים שהדבר מעיד על המשך "יפניפקציה" של כלכלת גוש האירו, ומנבאים עוד עשור עבוד, סגנון יפן.

היקף אג"ח ממשלתיות עם תשואה שלילית

\$15 trillion



הבהרה משפטית

טנדם קפיטל אסט מנג'מנט והחברות הבנות (להלן: "טנדם") הן חברות העוסקות בשיווק השקעות ולא בייעוץ השקעות כהגדרתם בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, ובעלות זיקה לנכסים פיננסיים המנוהלים בידי החברות המפורטות באתר האינטרנט של החברה ומתעדכנות מעת לעת.

לטנדם או לעובדיה יתכנו החזקות בניירות הערך או בנכסים הפיננסיים המוזכרים במסמך זה והם עשויים לפעול בהם. מסמך זה נועד לצורך מסירת מידע בלבד, אין בו משום הבטחת תשואה כלשהי או מניעת רווח, ואין הוא מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. כמו כן, אין המידע מהווה הצעה לרכישת ניירות ערך כהגדרתם בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 ורכישה כזו תבוצע אך ורק על בסיס תשקיף תקף.

אין להעתיק או לעשות שימוש בכל חלק ממסמך זה בכל צורה שהיא ללא אישור בכתב מראש מטנדם.