



## יוני: ניצחון במחצית

גיליון מס' 57 | יולי 2019



### שוקי הון

- ⊙ מניות ארה"ב: השור מוביל במחצית; מה הלאה?
- ⊙ האג"ח: שוק של מנפיקים
- ⊙ מניות אירופה: עולות למרות הכל
- ⊙ רווחי החברות בארה"ב: התחזית האפרורית

## || שווקים פיננסיים

### מניות ארה"ב: השור מוביל במחצית; מה הלאה?

מניות ארה"ב סגרו בסוף יוני את מחצית הראשונה של השנה הטובה ביותר מאז שנת 1997. המדד S&P 500 עלה מתחילת השנה עד ה- 28 ביוני ב- 17.4%, המדד DJIA הוסיף 14.0%, וה- Nasdaq זינק ב- 20.7%.

הדרך להישגים אלו לא הייתה קלה; הרבעון השני של 2019 התאפיין בתנודתיות גבוהה מאוד וברגישות יתר של השווקים לכותרות וידיעות כלכליות, פיננסיות ופוליטיות. כך, מניות הטכנולוגיה הרגישות יותר מכולן לביקושים מסין, היו "על רכבת הרים" ברבעון השני. גם המניות הקשורות בחומרי גלם רשמו תנודות פראיות בתגובה לידיעות לגבי הצמיחה הגלובלית, שמשפיעה באופן משמעותי ביותר על הביקושים לסחורות. והחברות הקטנות, המיוצגות על ידי המדד Russell 2000, פיגרו מאחורי מדדים רחבים יותר, למרות שהן היו אמורות להוות מקלט מפני הבעיות הגלובליות בשל חשיפתן הנמוכה לחו"ל; ככל הנראה הן נפגעו מהחששות מההאטה הכלכלית בארה"ב.

ברבעון השני של השנה, שוקי המניות חוו תנודתיות גבוהה (אם כי היא לא הגיעה לרמות של סוף 2018, כך שהכל יחסי). בחודש אפריל ראינו עליות חזקות, כאשר רווחי החברות היכו את התחזיות הנמוכות, והמשקיעים החלו להאמין כי ארה"ב וסין יגיעו להסכם סחר בקרוב. האופטימיות הזו התפוגגה במאי, כאשר המו"מ בין המעצמות התפוצץ והתערפיים עלו באופן חד; סנטימנט המשקיעים ומדדי המניות נפלו. וביוני, שוב עליות, הפעם בתגובה לאיתות של הפד על האפשרות של הורדת ריביות. הרגישות הזו של השווקים כמובן לא נעלמה עם המעבר לחצי השני של השנה; עדיין, התפתחויות כמו"מ בנושאי הסחר בין ארה"ב לסין והחלטות הריבית של הפדרל ריזרב האמריקאי, הם שני נושאים שישפיעו על השווקים אף יותר מאשר הנתונים הפונדמנטליים כגון צמיחה כלכלית ורווחי החברות.

ובינתיים, שוק השורי הארוך ביותר בהיסטוריה ממשיך ללא עוררין: מאז מרץ 2009, למרות הטלטלות בדרך, לא נרשמה ירידה של 20% או יותר מהשיא האחרון; מי שהשקיע במדד S&P 500 בשפל של המשבר הפיננסי הגלובלי ולא מכר את מניותיו עד היום, הרוויח כ- 330% (לא כולל דיווידנדים מושקעים מחדש). אומנם זה פחות מהעליות ב- S&P 500 במהלך השוק השורי של 1990-2000, שהניב למשקיעיו מעל 400%, אך אז העליות הובלו על ידי בועת ההי-טק, בעוד שהפעם קשה להאשים את השור בבוועתיות, גם אם מחירי המניות נמצאים מעל הממוצע הרב שנתי.



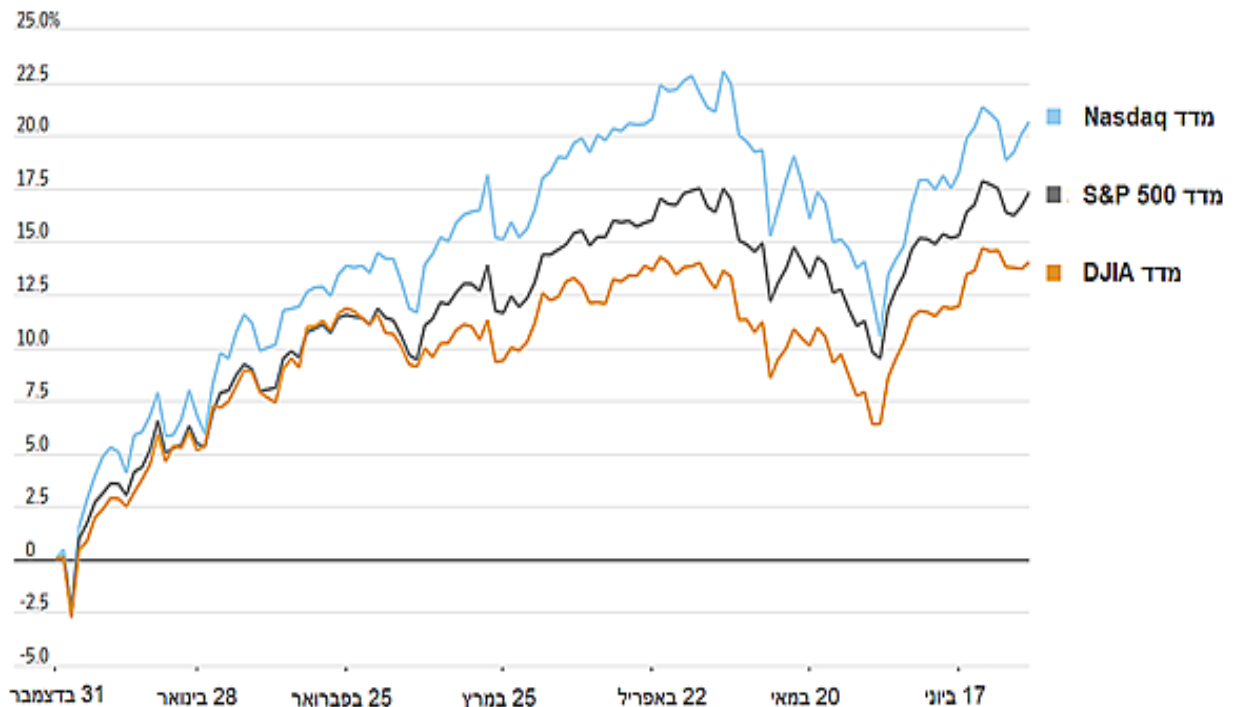
### שווקים פיננסיים | המשך

#### מניות ארה"ב: השור מוביל במחצית; מה הלאה? (המשך)

על פי המחקר של גרינווד, שלייפר ויו מאוניברסיטת הרווארד, בועה היא עליית המניות במעל 100% בתוך שנתיים, שכן רק זינוק שכזה מעלה את ההסתברות להתפוצצות (ירידה של 40% או יותר) מעל 50%. להזכירכם, המדד S&P 500 עלה בשנתיים האחרונות ב-20% בלבד.

עוד דבר שמעיד על כך שהמניות אינן בבועה, היא החשדנות של המשקיעים כלפי השוק השורי הזה, והציפיה הבלתי פוסקת לירידות מעבר לפינה. נכון, אנחנו נמצאים בשלב המאוחר של המחזור הכלכלי, אך גם השלב הזה יכול להימשך מספר שנים, בייחוד כאשר הבנק המרכזי נחוש ברצונו לתמוך בהתרחבות הכלכלית, שממש בימים אלה חוגגת עשור, ועל הדרך גם לסייע לשוק להמשיך ולעלות. ניתן לומר בוודאות כי גם השוק השורי הארוך ביותר בהיסטוריה יסתיים במוקדם או במאוחר, אך יכול להיות, או לפחות ניתן לקוות, שיש לו עוד זמן.

ביצועי המדדים בארה"ב מתחילת השנה



### המשך || שווקים פיננסיים

#### האג"ח: שוק של מנפיקים

אלן גרינספן, הנגיד האגדי של הפדרל ריזרב, קרה לבועת הדוט-קום של סוף שנות ה-90 "התלהבות אי-רציונלית"; מאז, הביטוי הזה תפס לגבי כל סוגי סיטואציות בהן מחירי הנכסים הפיננסיים מזנקים הרבה מעל השווי הפונדמנטלי שלהם.

מה שקורה כעת בשוקי האג"ח הגלובליים נראה בהחלט אי-רציונלי, רק בלי ההתלהבות, אלא ההיפך: אג"ח בהיקף 13 טריליון דולר הנושאות תשואה שלילית הן סיבה לדיכאון של ממש בקרב רבים מהמשקיעים. העובדה שהסיבה לתשואות שליליות ידועה היטב - המדיניות של ריביות נמוכות או שליליות של הבנקים המרכזיים באיחוד האירופאי, ביפן, בשווייץ ועוד - לא הופכת את המתרחש לרציונלי. האם לשלם למדינה כסף תמורת הזכות להלוות לה - זה רציונלי? שאלה רטורית.

אם הייתם זקוקים להוכחה לכך שהעולם של אג"ח השתגע במרדף אחר התשואה, תביטו לכיוון מדינה אירופאית קטנה ושמה אוסטריה. לפני כשנתיים, הנפיקה מחשלת אוסטריה אג"ח ל-100 שנים בתשואה של 2.1%; כיום, לאחר ראלי מטורף באג"ח, האגרת מניבה 1.2% בלבד. והממשלה האוסטרית ביצעה הנפקה נוספת של אג"ח מסוג זה, כי הרי מי יכול לעמוד בפיתוי של ריביות כה נמוכות - והביקוש בשפע. אכן, הביקושים לאג"ח סופר-ארוכות נתמך בעובדה כי קרנות הפנסיה, מבטחים וגופים אחרים "מחפשים בנרות" כל סוג של תשואה בטוחה. כשאג"ח ל-10 שנים לא רק של גרמניה, אלא גם של צרפת נושאות תשואה שלילית, זה לא הזמן למשקיעים להיות בררנים. האמת היא שהמשקיעים פשוט נושאים: אג"ח ל-5 שנים של מחשלת אוסטריה נושא תשואה של -0.514%, אף נמוכה מהריבית של הבנק המרכזי של אירופה העומד על מינוס 0.40%, אבל גבוהה מהתשואה על אג"ח דומות של גרמניה, צרפת, הולנד, שבדיה ועוד.

תשואות כה נמוכות משקפות את הציפיות כי הבנק המרכזי של האיחוד האירופאי יוריד את הריביות עוד יותר מתחת לקו האפס, או ינקוט בצעדים מרחיבים נוספים בכדי לתמוך בכלכלה האירופאית המגמגמת. הציפיות הללו התעצמו עוד יותר לאחר פרסום הידיעה על כך שקריסטין לגארד, נשיאת הקרן המטבע העולמית, תיכנס לתפקיד נגידת הבנק המרכזי של אירופה באוקטובר השנה, שכן בעבר היא הביאה תמיכה חזקה במדיניות מוניטארית מרחיבה עד כמה שניתן. ובכן, אם הבנק המרכזי יפתח מחדש את תכנית רכישות האג"ח שלו, הוא עשוי להרחיב את מעגל הרכישות לאג"ח ארוכות יותר, כי הרי תאורטית הוא יכול לרכוש אג"ח גם ל-30 שנה. ואז, יתכן שגם אלו יניבו תשואות שליליות; כך שהתקווה היחידה לתשואה כלשהי באג"ח אירופאיות בטוחות היא בסופר-ארוכות.

כמובן ששום דבר אינו בטוח כשמדובר על 100 שנים, ולא, אנו לא ממש חוששים מכך שגרמניה שוב תספח את אוסטריה כמו ב-1938, אלא מהפסדי הון אם וכאשר התשואות יחזרו לרמתן הנורמלית, פחות או יותר. מאידך, אותו קו מחשבה התברר כמוטעה מאוד, והביא הפסדים רבים למי שביצע עסקאות שורט על אג"ח יפניות, שתשואותיהן הלכו וירדו במשך עשורים כתוצאה מרכישות ענק של הבנק המרכזי. התשואות על אג"ח ממשלת יפן נותרו נמוכות מאוד עד שליליות במשך זמן רב, והן אינן צפויות לחזור לרמות נורמליות בעתיד הנראה לעין. האם זהו גם גורלן של אג"ח אירופאיות?



### המשך || שווקים פיננסיים

#### אג"ח: שוק של מנפיקים (המשך)

מי שאינו מעוניין באג"ח אירופאיות סופר-ארוכות, חייב לוותר על בטיחות של הממשלות הנהנות מדירוגים היוקרתיים ולעבור מהמרכז לפריפריה: אג"ח של ספרד, פורטוגל ואיטליה עדיין מניבות תשואה חיובית לכל אורך העקום; אם כי בשנה האחרונה, נפלו התשועות על אג"ח של מדינות הללו באופן משמעותי ביותר: תשואות על אג"ח ל-10 שנים של ספרד נפלו ביותר מ-1.5% ב-12 החודשים האחרונים והגיעו לשפל כל הזמנים; תשואות על אג"ח של איטליה, שממשיכה להוות מקור החששות הפיננסיים באירופה ירדו ב-20 נ.ב. (התשואות לשנתיים ירדו בכמעט 2%), והתשואות של פורטוגל איבדו מעל 1%. גם אג"ח של יוון, שעד לא מזמן הייתה שרויה במשבר כלכלי עמוק וקשה, רשמו ראלי יוצא מן הכלל, והתשואות ל-10 שנים הגיעו לשפל היסטורי של 2.04%. הנפילה בתשואות על אג"ח באירופה, כחובן, אינה מעידה על החשש ממשבר כלכלי (אחרת לא הייתה נהירה לאג"ח ארוכות מאוד ולאג"ח מסוכנות יותר), אלא על כך ש"ריביות נמוכות יותר לאורך זמן רב יותר" אינה תחזית אלא תצפית.

בינתיים, 20% משוק האג"ח הממשלתי הגלובלי שהיקפו 55 טריליון דולר, מניב למשקיעיו תשואה שלילית. לאחר עשור של מדיניות מוניטארית מרחיבה על ידי הבנקים המרכזיים בעולם המתועש (ואף יותר מכך ביפן), העולם הפך לממונף הרבה יותר, ורגיש בהרבה לריביות מאשר בעבר. הבנקים המרכזיים נאלצים להתחשב ברגישות זו בקביעת מדיניותם - זוהי אחת הסיבות העיקריות לכך שהצפי הוא להימשכות סביבת הריביות הנמוכות בעולם, גם לאחר שהכלכלות יתאוששו מההאטה הנוכחית אשר לכשעצמה מאלצת הורדות, או לפחות אי-העלאות הריבית. ובכן, חגיגת האג"ח צפויה להימשך.

#### שינוי בתשואות מתחילת השנה

אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים



### המשך || שווקים פיננסיים

#### מניות אירופה: עולות למרות הכל

מניות אירופאיות, כפי שהן מיוצגות במדד הרחב Stoxx Europe 600, הניבו תשואה של 14% במחצית הראשונה של השנה. פעם אחרונה בה מניות אירופה רשמו ראלי כה חזק הייתה עוד לפני שגוגל המציאה את מנוע החיפוש שלה, בשנת 1998.

המניות באירופה עלו השנה כנגד כל הסיכויים: הכלכלה באירופה מגמגמת, האינפלציה לא מצליחה להתרומם, הזירה הפוליטית אינה יציבה, סיכוני החוב האיטלקי הם כחרב דמוקלס מעל ראשה של המערכת הפיננסית, הירידה בביקושים מסין פוגעת ביצואניות, בריטניה מוסיפה את חלקה הנכבד לאי-ודאות הכלכלית והפוליטית - וכל זה על רקע גלובלי של דאגות מתמשכות לגבי אפשרות הפתרון בסכסוך הסחר בין ארה"ב לסין. אך בימינו, כוחם של הבנקים המרכזיים עלה לשחקים; בנק מרכזי יכול בהנפת אצבע לשנות את גורלם של השווקים. לכן, השווקים האירופאיים זינקו - בעקבות התקווה להורדת הריביות בארה"ב ולהרחבת המדיניות המוניטארית באירופה. יתכן והביטחון הכמעט מוחלט של השווקים לגבי הורדת הריבית על ידי הפד האמריקאי ביולי, משפיע אף יותר מאשר הפעולה המרחיבה האפשרית של הבנק האירופאי. על פי המחקר של Citigroup, המניות האירופאיות הניבו בממוצע 10% במהלך שישה החודשים לאחר הורדת הריבית על ידי הפד, ו-15% בשנה שלאחר ההורדה.

מה שעוד יותר מעניין הוא שהמדדים האירופאים רושמים ראלי בזמן שהמשקיעים בורחים מהיבשת. מתחילת 2019 ועד סוף אפריל, משיכות נטו מקרנות הנאמנות האירופאיות הגיעו ל-120 מיליארד דולר - היקף משיכות גדול אף מזה שנרשם במהלך משבר החובות באירופה ב-2011. המגמה המשיכה בעוצמתה במאי, חודש ה-13 ברציפות של משיכות, דבר שלא מפתיע לאור הירידות בשווקים שנרשמו בחודש זה. אומנם בכל התקופה הזו קרנות הסל רשמו תנועות חיוביות, אך הן מתגמדות לעומת המשיכות המאסיביות מקרנות הנאמנות. גם בחודש העליות, יוני, עסקאות שורט על מניות אירופה שחרו על הפופולריות בקרב המשקיעים. באותה העת, העליות בשווקים הגדילו את שווי המדינות האירופאיות במדד Stoxx Europe 600 במעל 1.5 טריליון דולר מתחילת השנה עד סוף יוני.

אז איך השווקים באירופה עלו כל כך, אם הכסף בורח מהיבשת? האסטרטגים מ-Societe Generale מסבירים את הדיכוטומיה ע"י שינוי מבני: לטענתם, המשקיעים עוברים מהשקעה אזורית להשקעה גלובלית. במקום להשקיע על פי חלוקה גיאוגרפית, המשקיעים עוברים לקרנות גלובליות, שמספקות חשיפה גם לחברות אירופאיות איכותיות, בין היתר. לדעת האסטרטגים מ-SocGen, המגמה הזו, שניקזה כ-200 מיליארד דולר מקרנות הנאמנות האירופאיות בשלוש השנים האחרונות, צפויה להימשך, תוך העדפה של החברות המובילות בתחומן, ללא קשר למיקומן הגאוגרפי. ההסבר לדיכוטומיה והתחזית להמשך המגמה נראים הגיוניים: הרי שביבשת אירופה, קיימות חברות רבות שהינן בין החזקות בתעשייה שלהן, עם רווחים גבוהים ומאזנים חזקים - ובכל זאת, המדד של יבשת אירופה מפגר אחר מקבילו בארה"ב. כך, בעשור האחרון הניב המדד האמריקאי S&P 500 פי 2.5 מהמדד Stoxx 600 האירופאי; בחמש השנים האחרונות ארה"ב הניבה תשואה גדולה כמעט פי 4 מזו של אירופה; ובשלוש השנים האחרונות הפער בין המדדים הוא 100%, לטובת האמריקאי כמובן.

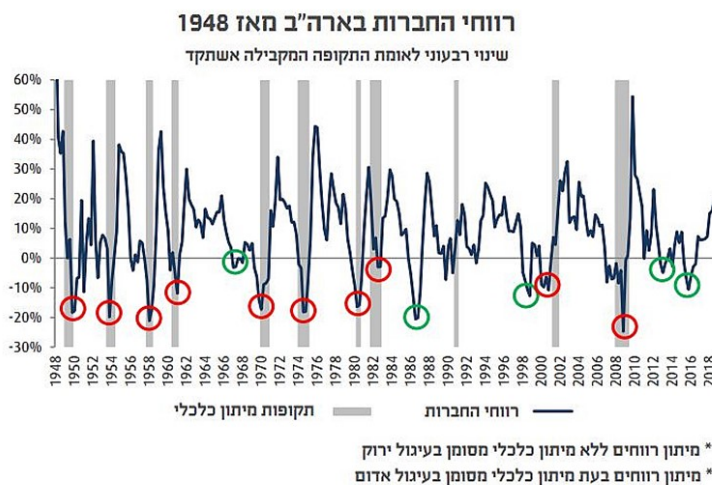


### שווקים פיננסיים | המשך

#### רווחי החברות בארה"ב: התחזית האפרורית

בין ההתפתחויות במלחמת הסחר לבין המתיחות עם איראן, אפשר להבין את המשקיעים שאולי שכחו שאנו מתקרבים לעונת דיווחי הרווח של הרבעון השני של 2019. ואם החדשות הכלכליות והפוליטיות הגלובליות עוד מספקות מדי פעם רגע נחת, התחזיות לגבי הרווחים הופכות לקודרות יותר ויותר מיום ליום. מדד עדכוני הרווחים הגלובליים של Citigroup מצביע על קצב הורדת התחזיות הגבוהה ביותר מאז ינואר השנה. חוסר הודאות בנושאי הסחר ומספר עדכוני תחזית מאכזבים, כגון אלו של FedEx ו-Daimler, דיכאו עוד יותר כל ניצוץ של אופטימיות. האנליסטים עדיין צופים גידול ברווחי החברות האמריקאיות והאירופאיות עבור כלל שנת 2019; בשבועות הקרובים נדע האם הם צודקים.

חברת FactSet, המספקת מידע וניתוחים אמניים על חברות עסקיות ועל השווקים מזה 40 שנה, צופה ירידה של 2.6% ברווחי החברות ברבעון השני לעומת התקופה המקבילה אשתקד, ועוד ירידה קטנה של 0.5% ברבעון השלישי - כלומר, שלושה רבעונים רצופים של ירידה ברווחים, לראשונה מאז תחילת 2016. הצפי עבור הרבעון הרביעי עומד על עלייה של 6.3%; שנת 2019 צפויה להסתיים עם עלייה שנתית של 2.7% ברווחי החברות. אומנם שני רבעונים רצופים של ירידה ברווחים מוגדרים כ"מיתון רווחים", אך ככל הנראה הפעם זה לא הולך להיות מיתון רווחים קשה. אם כי, גם לא משהו לתלות על הקיר.



המניות ממשיכות את הראלי על רקע הציפיות לפתרון כזה או אחר של סכסוכי הסחר והכי חשוב - להורדת הריביות כמעט בכל המדינות המתועשות ובפרט בארה"ב. כאן טמון הסיכון: ההורדות הללו כבר מתומחרות, והשוק עלול ליפול הן אם הציפיות יתממשו או לא. אם הפדרל ריזרב לא ימצא לנכון להוריד את הריביות בסוף יולי, כפי שמצופה ממנו כעת, גודל הנפילה תהיה כגודל האכזבה. ואם הוא יוריד את הריביות - המשקיעים עשויים לחשוש כי אומנם הכלכלה האמריקאית עדיין נראית בריאה במידה סבירה, אך הפד רואה האטה משמעותית בלתי נמנעת ללא תמיכתו המוניטארית.

ובנוסף לכל אלו, רווחי החברות עשויים להפגיע לטובה (כפי שהם עושים במרבית המקרים פרט לתקופות המיתון) או לרעה (ואז השוק יגיב באכזריות). למרות הטנגו הדיפלומטי בין טראמפ למנהיג הסיני, מלחמת הסחר רחוקה מסיימה; אליה מפעם לפעם מתווספות קטטות הסחר עם פרטנרים שונים, כגון הודו והאיחוד האירופאי. כל זה משפיע על רווחי החברות בארה"ב: 87 חברות במדד S&P 500 הודיעו כי רווחיהן ברבעון השני יהיו נמוכים מהצפוי; זהו מספר הזהרות רווח השני בגודלו בהיסטוריית הדיווחים האמריקאית. מחצית מהחברות שהכריזו על הורדת ציפיות הן חברות טכנולוגיה ומוצרי צריכה, החשופות לסין באופן ניכר. חברות הטכנולוגיה הובילו את הראלי בשווקים בשנים האחרונות; אם ייפגעו מפספוס הרווח, הם יובילו את השוק מטה.

מאידך, חלק מהאנליסטים אופטימיים - במידה ומדובר במיתון רווחים בלבד, ולא במיתון הכלכלי. על פי מחקר של BMO Capital Markets, מדד ה-S&P 500 שמר על ביצועים נאותים במהלך מיתון רווחים. במוצע, המדד עלה 6.9% בזמן מיתונים של רווחי החברות בכלל, וזינק ב-14.3% במהלך אלה שלא התלווה אליהם מיתון כלכלי. נראה שאם המשקיעים רואים "אור בקצה המנהרה", הם מתמקדים ברווחים העתידיים ולא בירידת הרווחים הנוכחית.



### הבהרה משפטית

טנדם קפיטל אסט מנג'מנט והחברות הבנות (להלן: "טנדס") 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.

לטנדס 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 מטנדס.