



סקירה כלכלית ושווקים פיננסים

יולי 2024



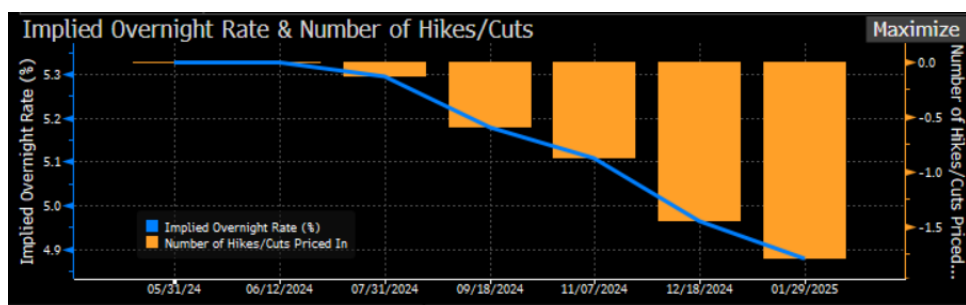
מה קורה בשווקים?

משהו לא טוב עובר על השווקים בימים האחרונים, והדרך הטובה ביותר להתרשם ולהעביר אליכם את המסר הוא מבט אל "מדד הפחד" שמבטא את התנודתיות הגלומה במדד המניות המרכזי בארה"ב:



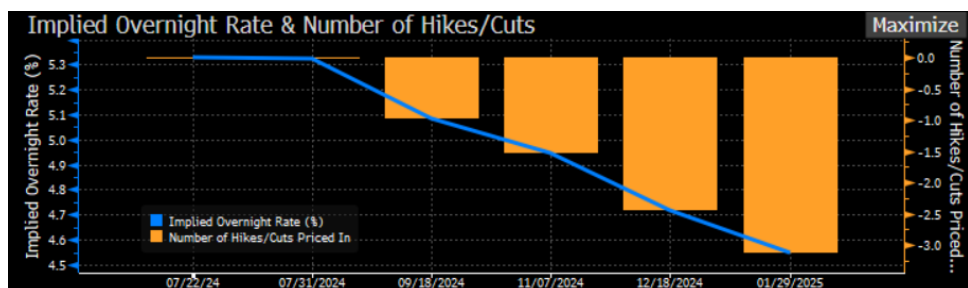
מקור - בלומברג, כנף

עוד אינדיקציה חזקה שממחישה את עומק השינוי שחל בימים האחרונים, הוא מבט אל ציפיות השוק לגבי הריבית הקצרה שצפויה בארה"ב. הנה גרף שמלמד מה היו ציפיות הפחתת הריבית רק לפני כחודשיים בתאריך ה-31/5/24. ניתן לראות כי המשקיעים צפו שנראה פחות מ-1.5 הורדות ריבית (של 0.25%) עד לסוף שנה



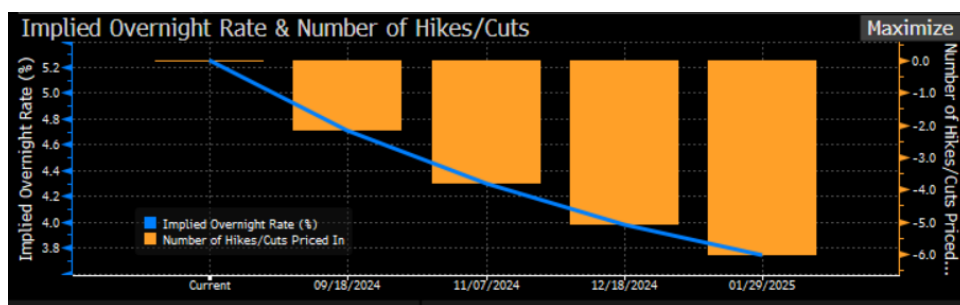
מקור - בלומברג, כנף

ואז ב-22/7/24, כאשר לא מעט נתונים מאקרו כלכליים החלו להצטבר, ראינו כי המשקיעים כבר מתמחרים עד סוף שנה כ-2.5 הורדות ריבית (של 0.25%):



מקור - בלומברג, כנף

היום, אם נסתכל על ציפיות הורדת הריבית אנו רואים דרמה גדולה, כאשר השוק כבר מתמחר עד סוף שנה יותר מחמש הורדות של 0.25%. לא רק זאת, בעת כתיבת שורות אלו, מתפרסם בחדשות הכלכליות כי הפד ככל הנראה הולך לזמן ישיבת חירום, מה שמעיד שייתכן ונראה הורדות ריבית עוד לפני הישיבה המתוכננת בספטמבר 24. נזכיר כי לפני פחות משבוע הייתה החלטת ריבית, שם הפד אמר כי הם עוד לא החליטו אם להוריד... הכל גמיש בעולמנו.

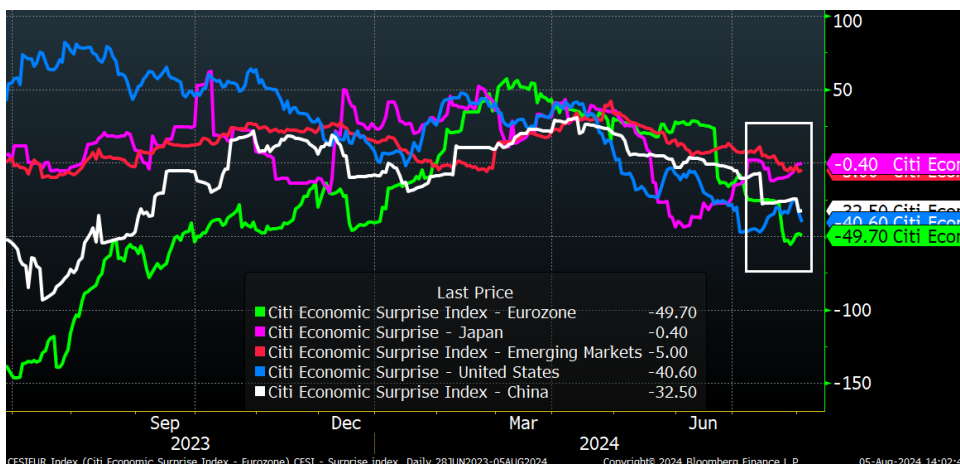


מקור - בלומברג, כנף

אז מה השתנה בימים האחרונים שמצדיק את האווירה הקודרת בשווקים והביא לשינויים כה דרמטיים? אנחנו מזהים לפחות שלושה דברים משמעותיים כמסביר מרכזי לעניין:

1. **הכלכלה העולמית.** זה לא חדש שהכלכלה הגלובאלית לא בשיאה. גם ערב הירידות התרחיש המרכזי של המשקיעים היה SOFT LANDING. שימו לב שאף אחד לא חשב או אפילו רצה תרחיש כלכלה חזקה כדי שמא לא ניתקע עם אינפלציה גבוהה לאורך זמן, ואף נהפוך הוא, האטה זה טוב רק שלא תהיה חזקה מדי.

ואכן, ניתן היה לראות כי בחודשים האחרונים מדד ההפתעה הכלכלי שמלמד האם הנתונים מפתיעים לטובה (מעל 0) או מפתיעים לרעה (מתחת לאפס) עבר לטריטוריה שלילית בכל האזורים הכלכליים המרכזיים.



מקור: בלומברג, כנף

אבל חשוב לציין - זה לא היה מספיק בכדי לקלקל את מצב הרוח של השווקים. רק כשהתפרסם דוח התעסוקה האחרון, נראה כי נפל האסימון בקרב המשקיעים כי התרחיש של מיתון בארה"ב שוב על השולחן.

אציין בקצרה כי דוח התעסוקה היה הומוגני באכזבה מהנתונים שבו. מעט משרות שנוצרו ביחס לציפיות, ירידה בשכר, ירידה בהיקף השעות השבועיות של העבודה, פיזור סקטוריאלי שלימד כי סקטורים חשובים לכלכלה כבר החלו לפטר, ועליה מזה כמה שבועות של תביעות האבטלה הראשוניות בשוק האמריקאי.

• זה המקום להזכיר, כי שוק העבודה האמריקאי הנו הרגל היציבה והחזקה האחרונה מבין השלוש שנשארה לתמוך בצרכן בעתיד הקרוב. שתי הרגליים האחרות של הצרכן נחלשו כבר כשהריבית הגבוהה מקשה על לקיחת אשראי נוסף, והחסכון הצבור מתקופת הקורונה, שהיה לצרכן האמריקאי ככספת בשנתיים האחרונות, התרוקן על פי הערכות של הבנק המרכזי האמריקאי.

2. התחזקות הין - להלן גרף הין מול הדולר האמריקאי מאז 1/23:



מקור: בלומברג, כנף

מן הידוע כי היחלשות הין היפני בשנים האחרונות (החלשות הין היא עליה בגרף שלעיל) הייתה גורם מרכזי בחוזקת השווקים עד כה. הכיצד? הכול מתחיל מפערי הריביות והמדיניות בין יפן לשאר המדינות. כל המדינות חוו משבר אינפלציוני לאחר הקורונה, אך אחת מהן לא העלתה ריבית עד לאחרונה... אתם צודקים - מדובר ביפן.

פער הריביות הביא לכך שהין נחלש בצורה משמעותית, וכאן נכנסת ההנדסה הפיננסית המתוחכמת (עד שהיא מפסיקה לעבוד). משקיעים רבים ראו בין היפני פוטנציאל גדול, ובמיוחד אם אתה לוקח הלוואה בין יפני משלם עליו ריבית נמוכה מאוד (כי לא העלו ריבית כזכור), ומשתמש בכסף כדי להשקיע במניות או בנכסים אחרים המניבים תשואות עודפות.... וכל זה שערך ההלוואה שלך הולך ונשחק כי המטבע נחלש.

יש מאין. אלכימיה. עד שזה נגמר.

למה נגמר? כי כאמור הכלכלה נחלשת והשוק רואה יותר הורדות ריבית בארה"ב ואירופה, וביפן נזכרו סוף סוף להתחיל להעלות ריבית אז פער המדיניות מצטמצם, והתוצאה ניכרת בגרף לעיל כשהין היפני מתחזק (גרף יורד) בתוך פחות מחודש מ-162 ל-142 ין לדולר. כשהין מתחזק כל כך מהר וחזק, רבים ממהרים לסגור הלוואות שנלקחו ומוכרים נכסי סיכון, מה שתורם את חלקו לירידות בשווקים.

3. **רווחיות ותמחור** - אחד הדברים שתמך בשווקים בצורה ברורה היה צמיחת הרווחיות של החברות מאז ההתאוששות מהקורונה. אחד הדברים שהיו ברורים לכולם כי היכולת לייצר צמיחת רווחיות כה גבוהה גם בשנים הבאות תהיה משימה הרבה יותר מאתגרת לפניכם תחזיות הרווחיות בשווקים המרכזיים בשנים 2025 ו-2026. כפי שניתן לראות התחזיות הנן אגרסיביות מאוד וכוללות צפי לצמיחה זו ספרתית גבוהה. יש לזכור כי השוק הניח גם לפני הירידות בשווקים כי אנחנו הולכים להאטה (SOFT LANDING), כך שברור היה שמדובר במטרה יומרנית למדי. אגב, שימו לב כי לא מדובר בסקטור אחד, אלא בצפי לצמיחת רווחיות רוחבית כמעט בכל הסקטורים, כך שמדובר בתחזיות כלכליות חיוביות המגולמות בצפי זה.

חשוב לציין כי כל עוד תרחיש המיתון לא היה על הפרק השווקים עוד יכלו להדחיק את הפער בין הכלכלה והרווחיות הצפויה. עתה כשחולשת הכלכלה האמריקאית חוזרת שוב לזירה מתגברים גם הספקות לגבי היכולת לממש את צמיחת הרווחיות אותה השוק צופה.

Profit Outlook: EPS Growth Estimates by Sector for Key Regions

	MSCI World			MSCI US			MSCI Eurozone			MSCI UK			MSCI Japan*		
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Energy	-10.0%	10.1%	5.1%	-14.1%	14.1%	5.8%	-11.0%	1.6%	2.3%	-1.5%	5.0%	3.1%	-5.8%	6.8%	7.0%
Materials	1.3%	14.6%	8.3%	-2.5%	17.8%	12.7%	15.3%	21.3%	13.3%	-2.5%	10.7%	3.0%	4.3%	20.4%	8.9%
Industrials	7.6%	12.3%	12.0%	5.9%	14.8%	12.7%	14.8%	15.3%	12.7%	7.5%	13.0%	11.3%	8.6%	3.9%	9.3%
Discretionary	7.7%	13.7%	12.9%	14.4%	16.7%	16.3%	-1.3%	10.9%	9.9%	-1.8%	18.5%	16.7%	2.4%	7.5%	5.8%
Staples	4.1%	8.0%	8.0%	4.1%	7.1%	8.0%	3.0%	10.6%	9.8%	1.6%	6.6%	6.8%	19.4%	11.9%	8.3%
Healthcare	7.1%	18.7%	11.3%	7.5%	19.8%	11.0%	2.9%	15.5%	11.7%	7.6%	13.6%	9.3%	-2.0%	26.3%	20.0%
Financials	9.6%	8.5%	10.7%	11.7%	9.5%	13.0%	8.0%	6.7%	7.0%	0.0%	7.4%	10.1%	15.5%	11.1%	8.3%
IT	16.7%	21.8%	15.4%	19.1%	21.4%	15.4%	-13.0%	37.5%	17.6%	11.0%	10.9%	10.8%	12.3%	18.8%	13.5%
Telecom	22.1%	13.1%	13.1%	23.7%	13.0%	14.0%	11.4%	10.9%	12.0%	4.5%	13.4%	9.4%	25.1%	15.6%	2.3%
Utilities	5.1%	5.6%	5.6%	12.5%	8.5%	7.8%	-3.3%	-3.1%	2.9%	-9.5%	7.8%	7.9%	-32.7%	5.8%	-10.3%
Real Estate	0.9%	8.4%	7.4%	2.9%	9.9%	7.4%	4.9%	1.8%	4.9%	2.5%	5.9%	4.9%	1.6%	7.5%	8.3%
Market	8.0%	13.2%	11.2%	10.3%	15.2%	12.7%	3.0%	10.8%	9.4%	0.6%	8.8%	7.8%	7.2%	10.2%	8.3%

Source: IBES, MSCI Datastream. *Japan refers to fiscal year ending March 2025,2026,2027

מקור: JP Morgan

לסיכום, הימים האחרונים מצטיירים כתחילתה של טלטלה בשווקים, כאשר התחושה היא שהירידות והתנודתיות אינן פרופורציוניות לחדשות הכלכליות או דוחות החברות לרבעון השני. כלכלת העולם לא ייצרה נתונים המעידים על מיתון, אך לא ניתן להתעלם גם מכך שהחודשים האחרונים היו בסימן של בלימה והיחלשות.

ההבדל המרכזי כעת הוא שאם עד לפני חודש המשקיעים העריכו כי ההסתברות למיתון אפסית ולכן היה להם נוח לחיות לצד ציפיות רווחיות גבוהות ורמות מכפיל גבוהות, הרי שכעת נרטיב המיתון האפשרי חזר לחיינו בגדול כשכל נתון בשבועות הקרובים ייבחן תחת זכוכית מגדלת, על מנת לבחון האם אנו בתוואי התדרדרות או שמא החרדה שאחזה בשווקים הנה מוגזמת.

תעשו טוב!

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי