



סקירה כלכלית ושווקים פיננסיים

נובמבר 2023



נתחיל בבקשה ותפילה שתהיה לנו שנה משעממת. בטוחני שכולם יזדהו עם הבקשה (-):

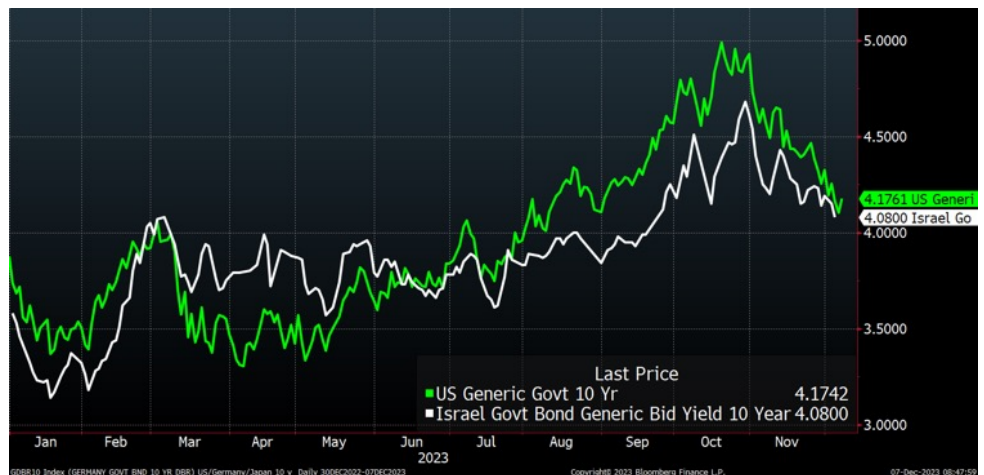
אנו נמצאים בשלהי 2023 ועסוקים במחשבות ותכנון שנת ההשקעות שתבוא עלינו לטובה ב 2024 והתהליך מייצר כמובן דילמות רבות, מה שהביא אותי לחשוב שנכון לשתף שתיים מהן במאמר זה. פתרון של דילמות אלו יהיו בין היתר מרכיב חשוב ביותר בניהול השקעות בשנה הבאה עלינו לטובה.

דילמה מספר 1 - שאלת המח"מ

אנו נמצאים בשלוש שנים דרמטיות של אינפלציה שהביאו למהלך הידוק מוניטארי שלא נראה שנים רבות. האינפלציה הייתה ועודנה דביקה ממה שצפו מרבית חזאי השוק, והנרטיב הזה של HIGHER FOR LONGER עמד מאחורי מהלך דרמטי של עליית תשואות ארוכות שלא נראו שנים רבות בעולם.

עד לפני חודש נרטיב ה HIGHER FOR LONGER היה שליט מוחלט, והדבר בא לידי ביטוי בנגיעה של תשואות העשר שנים בארה"ב לסף ה 5%, נקודה שעד לפני שנה כמעט איש מהחזאים (כולל אנחנו) לא העריך כיעד סביר.

תשואות העשר שנים בארה"ב וישראל מתחילת 2023



מקור - בלומברג

לפני כחודש, ובאופן די פתאומי השתנה המגמה לחלוטין כפי שניתן לראות בגרף, והחל מהלך די דרמטי של ירידה בתשואות הארוכות. מה השתנה?

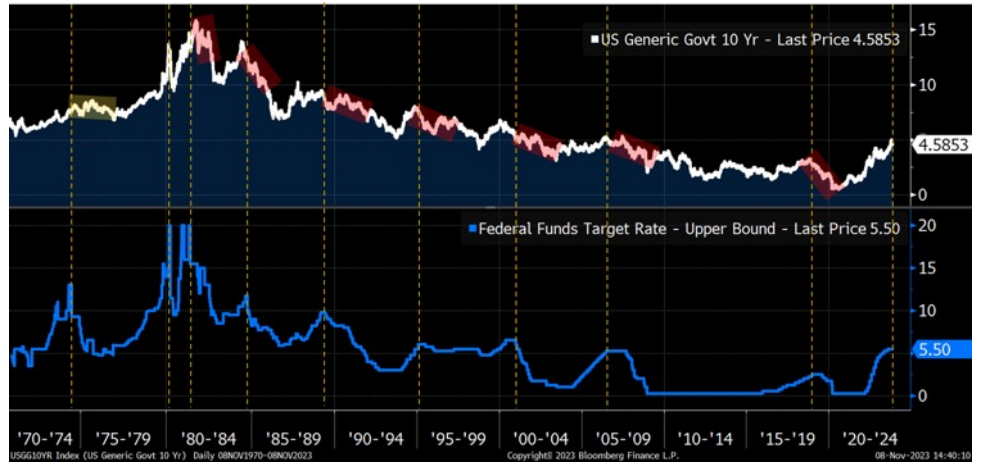
1. הפתעות לטובה ביחס להתמתנות האינפלציה.
2. התבטאויות מסויגות מעט יותר של חברי הפד והערכה כי מחזור ההידוק הסתיים וכי ככל הנראה לא יידרשו העלאות ריבית נוספות. דבר זה הביא לשינוי מהותי בצפי השוק להורדות ריבית הן בארה"ב והן באזורים אחרים בעולם.
3. ירידה משמעותית במחיר הנפט, מה שנחשב אירוע דפלציוני.
4. החלשות משמעותית של כלכלת אירופה וחולשה מתמשכת של כלכלת סין שגם הן אירועים אנטי אינפלציוניים במהותם.

עכשיו כמובן עולה הדילמה מה מכאן?

נסייג ונאמר כי בטווח קצר ואחרי מהלך כל כך אגרסיבי בעקומים כמובן שיתכן תיקון ועלייה בתשואות, אבל תחת ההנחה כי אנו הגענו באמת לסוף מחזור העלאת הריבית בארה"ב (ובישראל כמובן), ההיסטוריה מלמדת כי המגמה המרכזית תמשיך להיות ירידה בתשואות הממשלתיות.

שימו לב לגרף הבא - חלקו התחתון מראה את ריבית הבנק המרכזי בארה"ב מאז תחילת שנות ה 70, רמתה הנוכחית עומדת על 5.5%, הרמה הגבוהה ביותר מאז תחילת שנות ה 2000. הגרף העליון לעומת זאת מראה את תשואת אג"ח לפדיון בעוד שנים בארה"ב.

התובנה המעניינת שעולה מן הגרף היא שבכל פעם בעבר (למעט שנות ה 70 האינפלציוניות), סוף תהליך העלאות הריבית סימן את תחילתה של תקופה של ירידת התשואות הארוכות בארה"ב. אם אינדיקציה זו תתמש גם במחזור הכלכלי / השקעתי הנוכחי, הרי שרווחי ההון באפיק האג"ח שאפיינו את החודש האחרון הן רק ההתחלה לקראת המשך המגמה בשנת 2024.

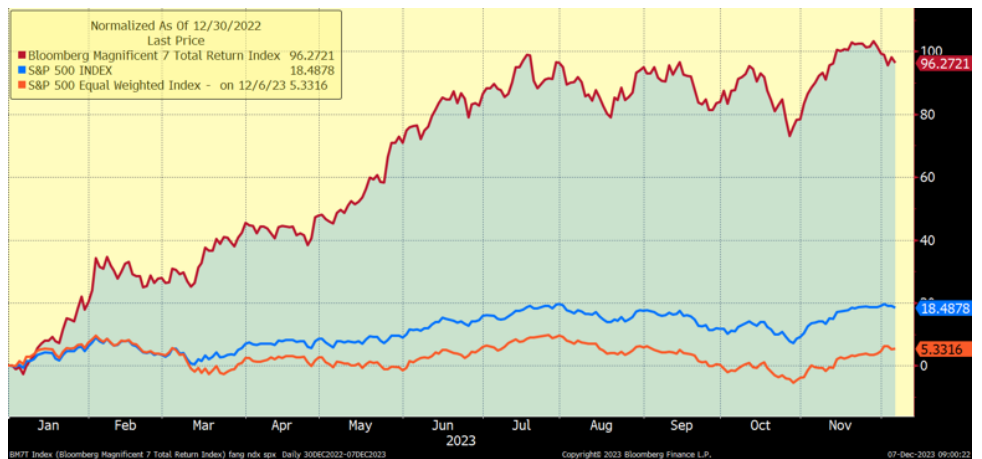


מקור - בלומברג

דילמה 2 - מה יעשו מניות הטכנולוגיה ו"שבע המופלאות" ב 2024

טוב, אתם כבר יודעים למי ניתנה הנבואה, אבל שווה להציף כמה נקודות ביחס לעניין הזה.

ראשית, שנת 2023 הייתה שנה קיצונית מאוד בריכוזיות של הביצועים של המניות השונות. עובדה זו מומחשת לפניכם בגרף הבא. מתחילת שנת 2023 מדד הבלומברג של "שבע המופלאות" (MSFT, META, AMZN, AAPL, TSLA, GOOGL ו-NVDA) הניב 96% עד לנקודה הנוכחית, בעוד שמדד ה S&P 500 הניב כ 18%. למעשה חלק ניכר מתשואת ה S&P 500 נובעת מאותן שבע ולכן אם נסתכל על המדד הנוסף בגרף שמראה את תשואת ה S&P 500, אך אם כל מנייה מקבלת משקל שווה במדד רואים כי התשואה מתחילת שנה הייתה רק של כ 5%, תשואה צנועה שדומה לה ניתן היה לקבל השנה גם על מזומן דולרי.



מקור - בלומברג, כנף

השאלה הקשה יותר היא מה הלאה? על פניו בחינה של תמחור סקטור הטכנולוגיה מלמדת כי הסקטור אינו זול כלל ובעיקר ביחס למדד המניות הראשי S&P 500. מנגד, חשוב לזכור כי תמחור תמיד מורכב גם ממכפיל אבל גם מציפיות של רווחיות. ציפיות הרווחיות של השוק מחברות הטכנולוגיה הגדולות הנו נדיב למדי. במידה וחברות הטכנולוגיה יענו על הציפיות בשנה הקרובה, נדמה כי התמחור לא יהווה מכשול בפני המשקיעים להמשיך ולהחזיק בהן כהחזקות יסוד בתיקים. אכזבה חלילה יכולה להביא לערעור הבטחון של המשקיעים ביחס לציפיות הצמיחה הארוכות וזה כמובן יכול להביא לביצועי חסר כפי שראינו ב 2022, שנה בה תחזיות הרווח של חברות הטכנולוגיות היו גבוהות ממה שהן הציגו בפועל.

לסיכום, שנת 2023 הייתה שנה מורכבת מאוד הן בהיבט תהליכים גלובאליים, אולם לא פחות גם במישור המקומי שכלל מורכבויות פוליטיות ולאחרונה גם ביטחונית דרמטיות עבור הכלכלה והשווקים. אנו נמצאים בתהליך מתמיד של מחשבה ודיון בכדי לחדד את הדילמות המרכזיות, והאמינו לי כי יש לא מעטות כאלו גם לקראת שנת 2024. מאמר זה ניסה להביא לכם שתיים מדילמות אלו וחלק מהמחשבות ביחס אליהן. אנו נמשיך כמובן להיות בקשר שוטף עם כולכם בכדי לשתף אתכם גם בתמונה הרחבה יותר שאנו רואים אל תוך שנת 2024.

תעשו טוב!

אמיר ארגמן

אסטרטג השקעות ראשי