



רכבת הרים מורטת עצבים סקירה פיננסית - מרץ 2018

האם הכלכלה הגלובלית מאבדת מומנטום?

הצמיחה הכלכלית הגלובלית שלחה סימני עייפות בחודש מרץ. אם המגמה תימשך, ניתן יהיה לחשוד כי העולם מאבד את המומנטום הכלכלי החיובי העוצמתי שהניע את הצמיחה הגלובלית במשך שנת 2017. כלכלת ארה"ב ממשיכה להפתיע לטובה, אך היא אינה יכולה לשאת על כתפיה את כלל הצמיחה הגלובלית. באירופה נרשמה ירידה במדדי הסנטימנט הכלכלי, סנטימנט המשקיעים והאקלים העסקי, וכן במדדי מנהלי הרכש במגזר התעשייה ובענף השירותים (מדד מקדים מדויק למדי לכיוון הצמיחה הכלכלית). שיעורי האינפלציה האטו בחישוב שנתי ונתרו הרבה מתחת ליעד הבנק המרכזי. "מדד ההפתעות הכלכליות" של **Citigroup**, שמודד את משקלם של הנתונים הטובים מהצפוי ביחס לאלה הגרועים מהצפוי, ירד לרמתו הנמוכה מאז תחילת 2016. ביפן, מדד הפעילות הכלכלית רשם ירידה, וכן גם מדד מנהלי הרכש בתעשייה. הנתונים האחרונים לגבי היקפי הייצוא, הייצור במגזר התעשייה, וסקר היצרנים הגדולים, כולם מצביעים מטה. בבריטניה גם נרשמת ירידה בצמיחת הייצור במגזר התעשייה והייצור התעשייתי וכן בביטחון הצרכנים ובקצב האינפלציה השנתי. מדד **Baltic Dry** העוקב אחר עלויות התובלה הימית, שמהווה מדד למצבו של הסחר הגלובלי, נמצא במגמת ירידה מאז דצמבר – הרבה לפני שהנשיא טראמפ הכריז על מכסי ייבוא והעולם החל לחשוש ממלחמת הסחר.

כלכלנים מגופים גדולים ובינלאומיים אומרים כי יתכן כי הצמיחה הגלובלית עברה את שיאה בסוף השנה שחלפה, ואומנם היא כרגע נותרת איתנה, אך זעזועים פוליטיים או כלכליים עלולים להביא להאטה. אך בינתיים אין מה לחשוש ממתון, כך על פי אנליסטים רבים, כולל אלה של **Pimco**. הם סבורים כי התנאים הפיננסיים הנוחים והרחבה פיסקלית במדינות רבות, ממשיכים לתמוך בצמיחה. תחזית הצמיחה הגלובלית לשנה הנוכחית עדיין גבוהה במקצת מאשר בשנה שחלפה, ובינתיים אף אחד מגופים הפיננסיים הבינלאומיים, מהבנקים והקרנות הגדולות, לא הודיע על עדכון כלפי מטה. ובכן, יתכן שהירידות במדדים השונים הן תופעה חולפת והמומנטום החזק יחזור להפתיע מחדש... או שלא.

שוקי מניות גלובליים: סערה בסוף רבעון

המחצית השנייה של חודש מרץ מזכירה רכבת הרים משוגעת: שבוע של נפילות מהגרועות מזה יותר משנתיים, אחר-כך זינוק חד, ושוב ירידות... וזאת כשהסוחרים והמשקיעים צריכים לסגור את החודש ואת הרבעון. אגב, זה גורם לרבים לתהות, איזה חלק מן ההמולה הזו נובע משינוי פונדמנטלי ואיזה נובע מאיזון מחדש של תיקי השקעות, שבדרך כלל מתרחש בסוף רבעון? את התשובה לשאלה זו נדע רק כעבור זמן, רטרואקטיבית, כמובן.

כרגע יש דבר אחד ודאי בשווקים: התנודתיות חזרה ובגדול, כשהיא ניזונה מהחששות ממלחמת הסחר, שאם תפרוץ, תפגע בצמיחה ורווחי החברות, ומאידך מהאופטימיות כי קובעי המדיניות יצליחו למנוע אותה. המדד **World MSCI All Country** רשם במהלך מרץ שישה ימי מסחר עם תנועות של מעל 1%, בעוד במהלך כל שנת 2017 היו רק שלושה ימים כאלה.

למרות הטלטלה בשווקים, אנו עדיין נמצאים בשוק שורי השני באורכו בהיסטוריה, אך חזרתה של התנודתיות גורמת לחלק מהאסטרטגים לתהות האם זה הזמן להקטין את אחזקות המנייתיות "עד יעבור הזעם", יהיה מתן שיהיה. כך, לדוגמה **Barclays Plc**, ממליצים לעבור למשקל-חסר קטן במניות בגלל ריבוי הסיכונים שעלולים

לגרום לטלטלות חוזרות ונשנות בשווקים. אך לא רבים מרגישים כך והאופטימיות עדיין חוגגת: כשחששות ממלחמת הסחר נרגעו, כיוון המחשבה בשוקי המניות הייתה שמכירת החיסול שחוינו קודם לכן הפכה את המניות למציאה (הרי שמכפיל הרווח במדד S&P 500 לדוגמא, ירד לשפל של שנתיים). כמו כן, רבים מהאסטרטגים, כמו לדוגמא אלה מ **RBC Capital Markets** -טוענים כי התגובה לחשש ממלחמת הסחר הייתה מופרזת: גם אם היא אכן תפרוץ – מה שלא צפוי כעת – וארה"ב וסין יטילו מכס של 25% על כל היבוא אחת מהשנייה, זה יקטין את התמ"ג הריאלי של ארה"ב בפחות מ-0.5%.

גם ב **JPMorgan** -סבורים כי אומנם מלחמת הסחר יכולה לפגוע בצמיחה, אך בסך הכול התנאים להמשך העליות בשוקי המניות מתקיימים או צפויים להתקיים, וממליצים על משקל-יתר במניות. לפיהם, האינפלציה הנמוכה אך עקבית והפד הלא ניצי מדי הם התנאים הקיימים ליציבות של השוק, והמשך פעילות כלכלית איתנה והרגיעה במלחמות הסחר הם הגורמים הנוספים שצפויים להתקיים ברבעון השני ולתמוך במניות. האסטרטגים של **JPMorgan** מעריכים כי הסיכונים לתחזית החיובית מתרכזים בפן הפוליטי והגאו-פוליטי, יהי זה סחר בינלאומי, צפון קוראה, איראן או משהו חדש שהנשיא טראמפ יחליט לרמוס. באופן כללי, נראה שלאחר האופוריה של 2017, כשאף ידיעה או נתון שלילי לא הצליחו להוריד את השווקים באופן משמעותי, השנה השוק מחפש התרגשויות.

מניות טכנולוגיה: טלטלה בין-שבבית

בשבועיים האחרונים של חודש מרץ, היו מניות הטכנולוגיה בארה"ב ובעולם תחת לחץ כבד. חברות אלו, שהובילו את הראלי בשוק המניות, הפכו במהלך השנתיים האחרונות ל"מסחר המומנטום", בו המשקיעים נוהרים למניות שהוכיחו את עצמן במהלך תקופה כלשהי. לא פלא שהטכנולוגיה הפכה לכה מושכת: בשנת 2017, מניות הללו הניבו תשואה של 38% לעומת 22% של S&P 500. יותר חשוב הוא שבחמש השנים האחרונות, מניות הטכנולוגיה היו אחריות לכ-30% מסך התשואות של המדד. אז לא מפתיע שהמסחר הצפוף ביותר בעולם השנה היה לונג על **FAANG + BAT** מניות הטכנולוגיה הגדולות ביותר של ארה"ב, **Facebook, Apple, Amazon**, **Netflix, Google** ומניות הטכנולוגיה הגדולות ביותר של סין: **Baidu, Alibaba, Tencent**.

"מסחר המומנטום" מניב תשואות נאות מאוד במהלך העליות, אך הרעת הסנטימנט עלולה להפיל אותו במהירות. לא משנה מה מצית את הבריחה מהסיכון, היא תמיד מתעצמת במניות שהן "מסחר המומנטום". לצרה זו התווספו במרץ ידיעות עגומות שהוסיפו אש, כגון הפרת פרטיות המשתמשים על ידי **Facebook**, תאונות קטלניות של מכוניות **Tesla** האוטונומיות, היעדר עניין המשתמשים במוצר החדש של **Apple**, מתקפות מילוליות של הנשיא טראמפ נגד **Amazon** ועוד. הבעיות הללו צצו דווקא בתקופה בה הפדרל ריזרב מעלה את שיעורי הריבית. עד כה, גידול מהיר ברווחי חברות הטכנולוגיה גבר על תפיסת גודל הלחצים מצד העלאה זו, אך אם המפולת במניות תימשך, זה יכול לשנות את התפיסה. מה עוד, שתודתיות המוגברת, בלשון המעטה, שצפינו בשבועות האחרונים במניות הטכנולוגיה, עלולה לבוא המשך ירידות בענף, שכן באופן היסטורי ה **VIX** -נסחר באופן הפוך למדד S&P 500 בכ-80% מהמקרים. אז האם באמת הכל אבוד עבור מניות הטכנולוגיה?

לא בהכרח. ענקיות הטכנולוגיה האמריקאיות צפויות להמשיך ולרשום רווחים נאים עם צמיחה מהירה. ברבעון הרביעי של 2017, 88% מחברות ה **IT** -בתוך S&P 500 -67% מחברות צריכה מחזורית - אליהן משתייכות **Amazon** ו-**Netflix** -היכו את תחזיות הרווחים. בחודש הקרוב נוכל לראות האם המגמה נמשכת גם השנה. כרגע הצפי לגידול נאה ברווחי החברות הללו לא השתנה. לכל אחת מהחברות הללו שליטה בלעדית או כמעט בלעדית בנתח השוק שלה, גם כך הן לא בדיוק עומדות מול סיכון של בריחת לקוחות.

ענקיות הטכנולוגיה יושבות על הרי מזומנים, שיחד עם מאזנים חזקים מאפשרים להן כוח השקעה אדיר. זה מגן עליהן מפני העלאת הריביות, שכן הן יכולות לממן התרחבות **R&D**, ומיזוגים ורכישות באופן עצמאי. בנוסף, רפורמת המיסוי של טראמפ מאפשרת לחברות הללו להחזיר הביתה כספים בתנאים נוחים מאוד, והדבר מגדיל את הפוטנציאל לגידול בדיבידנדים, רכישות עצמיות, מיזוגים ורכישות והשקעה בהתייעלות, התרחבות וכד'. כל אלו צפויים לתמוך בתשואותיהן של חברות הטכנולוגיה, בנוסף לתמיכה מצד הרווחים. כמו כן, כמויות המזומנים

משמעותן כי כל פגיעה מצד הרגולטורים, כדוגמה קנסות מצד האיחוד האירופאי על **Google** או "העונש" שתקבל **Facebook** הם טיפה בים כספי התאגידים.

למרות הירידות של פברואר והנפילה הגרועה מאז 2014 שנרשמה במרץ, ענקיות הטכנולוגיה סגרו את הרבעון הראשון, שנרשם כרבעון הגרוע עבור המניות האמריקאיות מזה שנתיים וחצי, בירוק. מדד חברות הטכנולוגיה **Nasdaq 100** רשם תשואה של +2.89% ברבעון הראשון, לעומת ההפסד של -1.22% של **S&P 500**. אומנם התחלתו של הרבעון השני הייתה לא סימפטית במיוחד עבור מניות הטכנולוגיה, אך יתכן וגם סערה זו תחלוף במהירות (זוכרים את איום המלחמה הגרעינית בין ארה"ב וצפון קוריאה?).

משקיעים רבים רואים את הרקורד החיובי ואת תחזיות הרווחים הנאות, ואינם ממהרים לצאת ממניות הטכנולוגיה. קרנות סל טכנולוגיות רשמו משיכות בעת הנפילות בשוק, אך אלו לא היו מאסיביות במיוחד. יתכן וחלק מהמשקיעים ינצלו כעת את הירידות להגדלת חשיפתם למניות הטכנולוגיה.

מלחמת הסחר: המפסידים העיקריים

קובעי המדיניות בסין הכריזו על תגובה להטלת מכסים על ייבוא סחורות סיניות לארה"ב והשווקים בשתי המדינות רעדו. ברור הוא שאם מלחמת הסחר אכן תפרוץ במלוא הכוח, מוקד הזעזוע יהיה בארה"ב ובסין, אם כי גלי ההדף עלולים לעבור בכל העולם, כשהם מעצימים את המדיניות הפרוטקציוניסטית והמנוגדת לסחר חופשי, דבר שעשוי לפגוע בצמיחה הגלובלית ולהאיץ את האינפלציה. ההשפעה עשויה להיות רחבה מאוד, אך כמו בכל דבר, גם כאן יש את אלה שיפגעו יותר מאחרים.

בין המדינות, הנפגעות העיקריות יהיו כלכלות קטנות פתוחות, כאלו שסחר חוץ מהווה מקור עיקרי לצמיחתן, בעוד שכלכלות גדולות ופחות פתוחות יהיו יותר מוגנות מפני לחצי הסחר השליליים. לדוגמא, סחר החוץ מהווה מעל 140% מהתמ"ג של הולנד, מעל 100% מהתוצר של תאילנד וכ- 70% מהכלכלות של גרמניה, דרום קוראה ומקסיקו. המדינות הללו צפויות להרגיש את הפגיעה בסחר העולמי הרבה יותר מאשר ברזיל וארה"ב, בהם הסחר החיצוני מהווה כ- 20% מהתמ"ג בלבד.

ברזולוציה גבוהה יותר, ניתן לראות את הנפגעים העיקריים בין התעשיות השונות: הענפים שרוב הכנסותיהם מקורם מחוץ למדינתם, צפויים להיפגע יותר מאלה שפונים לצרכן המקומי. כך לדוגמא, בארה"ב, מגזר ה-IT מפיק כ- 55% מהכנסותיו מחו"ל, בעוד בענף הטלקום שיעור זה עומד על כ- 3% בלבד (הממוצע לכלל הסקטורים במדד ה- **S&P 500** הוא 38%).

נגדיל עוד את הרזולוציה ונראה כי גם בתוך אותו הסקטור, חברות מסוימות חשופות יותר מאחרות למפגעי מלחמת הסחר. חברות רב-לאומיות גדולות מוכרות את מוצריהן בכל חלקי הגלובוס והכנסותיהן תלויות בגישה לשווקים בחו"ל. שרשראות אספקה של חברות הללו עלולות להשתבש כתוצאה מצעדים שמטרותיהם להרתיע ממיקור וייצור חוץ, שולי הרווח עשויים להצטמצם עקב עלייה בעלויות כוח אדם. מאידך, חברות קטנות יותר פונות לשוק המקומי ומוגנות יותר ממדיניות הפרוטקציוניסטית (אלא אם מרבית תשומותיהן הן ייבוא חייב במכס).