1.4.2024

מברק למשקיעים לסיכום חודש מרץ 2024

משקיע יקר

חודש מסחר חיובי נוסף בשוקי ההון מסביב לעולם, ובסה"כ בסיכום הרבעון הראשון השלימו מדדי המניות המובילים תשואה שמתקבלת בשנה ממוצעת שלמה. מה ניתן להסיק מכאן על התשואה שתתקבל בהמשך השנה? על כך ננסה לענות במברק זה.

ליבת מדד המחירים לצרכן בארה"ב שבה לטפס בחודשיים האחרונים אחרי התמתנות מסוימת בסוף 2023, והיא שומרת כעת על קצב חודשי של 0.4% (מעל 4% שנתי), בעוד שיעד האינפלציה השנתי 2% בלבד. לפיכך בתנאים הנוכחיים אין התכנות להורדת ריבית ע"י הפד והיא צפויה להישאר ברמת שיא של 22 שנים (5.5% ריבית).

עליות השערים החדות בוול סטריט מאז נובמבר 2023 תודלקו בין היתר מציפייה להורדת ריבית אגרסיבית עד לרמה של 4% השנה ו-3% בשנה הבאה. אלא שהתחזקות האינפלציה כעת מביאה לשינוי בתחזיות הריבית לרמה של 4.75% השנה ו-4% בשנה הבאה, עובדה שכבר בולמת את שוקי המניות הדוהרים. דביקות אינפלציית הליבה, ככל שתתברר בהמשך, עשויה לקלקל מאוד את החגיגה בשווקים בחודשי המסחר הבאים.

ראלי המניות הפראי שהחל לפני שנה עם השקת כלי הבינה המלאכותית ChatGPT, הוזן ממגזר ענקיות הטכנולוגיה וחברות השבבים שליבת עיסוקן נוגע בטכנולוגיית AI. אלה הכפילו את שווין בשנה אחת עד פי 9 (במקרה של אנבידיה), בעוד שמניות הסקטורים המסורתיים כמו נדל"ן ופיננסים מדשדשות עשרות אחוזים מתחת לשווין בשיא שנקבע בסוף שנת 2021. השונות הקיצונית הזו בין סקטור מניות החלום למגזרי הכלכלה הריאלית, מרמזת על בלון פיננסי ענק שסופו להתפוצץ – כמו סופו של כל בלון.

מאז השקתו בשנת 1871, עומד תמחור מדד המניות המוביל בוול סטריט בממוצע על מכפיל רווח 16.06, וחציון 15.0. מכפיל הרווח היום מנופח כמעט כפול ועומד על 28.5, כששווי השוק של כל החברות במדד יחד שווה ל-28.5 שנות רווח (כפי שדיווחו החברות בארבעת הרבעונים שחלפו).

יתרה מכך, בהתבסס על מכפיל הרווח - התשואה הנומינלית הגלומה בהשקעה במדד מכאן והלאה עומדת על 3.5% לשנה בלבד, שהרי כך המשקיע יכסה את השקעתו בחלוף 28.5 שנים. אלא שכעת תשואת האג"ח הממשלתי האמריקאי לזמן ארוך עומדת על 4.2% ללא סיכון, ולפיכך התשואה הגלומה במניות סותרת את חוקי הכלכלה לפיהם סיכון גבוה יותר מחייב תוחלת רווח גבוהה יותר.

במצב עסקים נורמלי היינו מצפים לקבל פרמיה עבור הסיכון העודף במניות למול האג"ח הממשלתי חסר הסיכון. פרמיית הסיכון נעה היסטורית בין 1% בתקופה אופטימית ועד ל-6% בימות משבר. היום היא עמוק מתחת לאפס. במצב הריבית והאינפלציה החזויים בתשואת האג"ח הממשלתי, שוק המניות צריך להיות מתומחר היום סביב הממוצע הרב שנתי (מכפיל רווח 16), וכך לגלם תוחלת תשואה של 6.25% שנתי (בתשואה זו משקיע יכסה את השקעתו בחלוף 16 שנים). פרמיית סיכון של 2%.

מדד המניות המוביל בת"א זינק גם הוא ב-27% בחמשת החודשים האחרונים, אחרי שאיבד 14% באוקטובר השחור. בסה"כ מאז פרוץ המלחמה הוסיף המדד 10% לערכו, ונראה שהוא מתעלם מההכבדה בנטל ההוצאה הביטחונית, הפיצוי הכבד לעשרות אלפי הנפגעים, הרחקת המשקיעים הזרים והפגיעה הזמנית בתוצר ובגירעון.

ההסבר לזינוק בבורסה בת"א שרחוקה רק 5% משיאה שנקבע לפני שנתיים, אינו קשור להפיכה המשטרית שירדה מהפרק או להתפתחויות הלחימה בגזרות השונות. ראלי מניות הטכנולוגיה בוול סטריט הוא שמזין את הראלי בבורסה בת"א, והיפוך המגמה הצפוי שם יעיב על המסחר גם אצלנו. עובדה היא שמניות הבנקים והנדל"ן אינן שותפות לחגיגה בת"א, כפי שהן מתקשות להתרומם בוול סטריט בלחץ הריבית הגבוהה והכבדת המינוף. מי שהובילו את המגמה בת"א הן המניות הדואליות שהחשיפה שלהן לפעילות מקומית נמוכה ביותר, כמו פארמה וטכנולוגיה.

החגיגה בבורסות מונעת מטרנד ואינה בת קיימא. ערכם ההוגן של המדדים נמוך בחצי משווים כעת. "כשכולם חמדנים אני פחדן..." (וורן באפט).

אלדר גנזל

מנכ"ל

אין באמור כדי להוות ייעוץ השקעות ו/או תחליף לייעוץ אישי המתחשב ומותאם לצרכי ונכסי כל אדם בידי יועץ השקעות בעל רישיון