



28 דצמבר 2019

תוכן העניינים

עמוד מס'	נושא
1	הקדמה
2-6	ארה"ב
6-8	3 תרחישים
8-10	אירופה
10	סין
10-11	שוק מקומי

הקדמה

הזיכרון הקצר של המשקיע

הפד, אשר הוריד את הריבית הדולרית 3 פעמים בשנה הנוכחית, גרר את כל סוגי הנכסים כלפי מעלה – 2019 תיזכר כשנה שבה שוק המניות ושוק האג"ח, עלו בצורה החדה ביותר מאז 1998. יתרה מזאת, לצד העליות ב2 אפיקים אלו, עלה גם מחיר הזהב, אשר נחשב לנכס 'בטוח', עובדה אשר לא התרחשה שנים ארוכות – כלומר גם נכסים מסוכנים (כגון מניות) וגם נכסים 'בטוחים' יותר (כאג"ח וזהב) נעו בכיוון אחד – מעלה.

רק לפני 6 רבעונים הייתה קיימת תמימות דעים, בקרב מרבית האנליסטים הבכירים, שהפד יעלה ריבית אל מעל 3% (בשעתו עמדה על 2.5%), והנה, לא רק שהפד לא העלה את הריבית, אלא הוא הוריד אותה 3 פעמים ל 1.75%. ויותר מכך – הרבעון האחרון של 2018, בשוק המניות בארה"ב, היה הגרוע ביותר מאז 1931 (!!!) – עם ירידות של 20% במדדים המובילים בעולם – מישהו זוכר?

לאורך כל ההיסטוריה, זיכרון המשקיע תמיד היה סלקטיבי, אלא שהשנה האחרונה הוכיחה לנו עד כמה -



• S&P500 – גרף 5 רבעונים אחרונים.

בתחזית 2019, אשר העברנו ללקוחות בשלהי 2018, הערכנו כי ה S&P500 יעלה בחזרה מהרמות הנמוכות אליו הוא הגיע ב'מיני משבר' אשר היה ברבעון האחרון של 2018, ויחזור לרמות של 2850 נקודות (15% מעל מחיר הסגירה אותה תקופה). בדיעבד, הייתה זו תחזית 'צנועה' אל מול ביצועי המדד, אבל בל נשכח שבאותם ימים, היה העולם שרוי בפאניקה מוחלטת...

באותה עת הבאנו גם תחזית של 11 הבנקים הגדולים בעולם באשר למחיר היעד של ה S&P500 – ממוצע הצפי עמד על 3050 נק' – 6% פחות מאשר מחירו כעת. בנק קרדיט סוויס (CS) אשר בלט לטובה עם יעד של 3350 נק' ל 2019 (הניח זינוק של 34% בעת מתן התחזית) מעריך כי ב 2020 יעלה המדד ב 10% נוספים. בנק ההשקעות מורגן סטנלי (MS), אשר היה הבנק הפסימי ביותר בסוף 2018, עם תחזית של 2750 נקודות, ממשיך בקו הפאסימי, עם צפי לירידה במדד בשנת 2020.



28 דצמבר 2019

בסקר שערך הוול סטריט ג'ורנל, בקרב 55 אנליסטים בכירים, עולה תמונה די ברורה לגבי שנת 2020, לפחות על הנייר – 18 מהם (32%) רואים גלישה למיתון בארה"ב במהלך 2020, וקצת פחות מ-30% רואים את המיתון ב-2021, כלומר, קיים רוב מוחץ בקרב אנליסטים באשר לשאלת המיתון הקרוב – הוא יבוא ב-2020 או ב-2021. כך או אחרת – בסוף 2020 לבטח יהיו כאלו שיהיו צודקים יותר ויהיו אחרים שיטעו בגדול. מספיק להביט על גרף העשור האחרון על מנת להבין מאיפה באנו ולאן פני השוק בעשור שיבוא.

נדגיש כי אין בכוונת תחזית זו לנבא את אשר יתרחש בעשור הבא, למעשה אין בכוונתנו אפילו לנבא איפה יהיו השווקים בעוד שנה, ואפילו לא עוד חודש, אנחנו כן מאמינים שתהיה תנודתיות בשנה הקרובה, ולכן, אין טעם להיות מקובעים.



• S&p500 – גרף עשור (2010-2020).

נזכיר, למי מאלו אשר שכחו, שבראשית העשור איים משבר החובות באירופה 'לבלוע' את היבשת כולה, יחד עם ארה"ב, לתהום חדשה. ב-2011 רבעון 2 ו-3 של ירדו המדדים בעולם ביותר מ-20%. התחושה הייתה קשה, אבל המדדים המשיכו צפונה. פיתוח 'פצלי השמן' בארה"ב מוטט לחלוטין את מחיר הנפט בשלהי 2015 והחששות למיתון עולמי 'סטייל' שנות ה-70 איים לפרוץ, אלא שהשווקים התאוששו במהרה והמשיכו צפונה. ה-BREXIT איים שוב למוטט את אירופה ובחירות 2016 בארה"ב, ומינוי טראמפ לנשיא, איימו למוטט את השווקים. התחזיות היו שחורות, אבל השווקים חשבו אחרת.

כל התחזיות, כולל התחזית האחרונה למיתון, על רקע מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין, אשר צפויה, אולי, להסתיים, הסתברו כ'שחורות' מדי, בעוד השווקים חשבו אחרת. כיוון שכך, הגורם היחידי שעלול להוות סיכון עבור השווקים הן לא התחזיות עצמן, כי אם ביצועי החברות הגדולות בשוק, קרי נתוני הרווח שלהן, ואלו, עד כה, לא אכזבו בשום שלב במהלך העשור האחרון.

כל ניסיון לדבוק בתחזית כזו או אחרת הסתבר כרעש חיצוני ולא מהותי – רווחי החברות נעו צפונה ואיתן השווקים. ניתן כמובן לשים כוכבית קטנה/גדולה ליד העליות, שכן חלקן משויכות לחברות הענק, על רקע רכישות עצמיות מאסיביות, אבל עדיין – בשורת הרווחיות קיימת יציבות, עם צמיחה קלה, וזה כנראה מה שחשוב, אולי אפילו הדבר היחידי שחשוב.

העשור החולף – 'אבי' כל העשורים?

כל ניסיון כאמור לנסות ולמפות את 2020, ואף את העשור הבא, תלוי קודם כל במיפוי העשור החולף, וזאת על מנת ללמוד ממנו, לרבות טעויות אשר נעשו בקרב משקיעים. אלא שהעשור החולף, לא יכול בשום צורה, לעצב את העשור קדימה, בדיוק כשם שאף עשור בעבר לא הצליח. תמיד קרה משהו שטרף את הקלפים.

המפולת הגדולה של שנות ה-30 במאה הקודמת, אשר גררה שפל חסר תקדים, עיצבה אולי את פני האומה האמריקאית מחדש, אלא שמלחמת העולם השנייה 'עצרה' את השעון מלכת במשך יותר מחצי עשור בשנות ה-40. שנות ה-50 הביאו עימם ילודה חסרת תקדים, דור הבייבי בומרס יצא לעולם, וגרר עמו צריכה ופיתוח חסרות מעצורים, אשר הניחו את היסודות לדור מלחמת ויאטנם ולצדו את המרוץ לירח, וכזה הושג באו שנות ה-70 שנודעו במשבר האנרגיה, מחסור בנפט ואינפלציה מחירים סוערת. בשנות ה-80 נגמרה המלחמה 'הקרה', אירוע גיאופוליטי מהותי, רב משמעותי עבור כלכלת תבל. אלא ששום דבר מזה לא הכין את המשקיעים לשנות ה-90 והתערורות האינטרנט והפיתוח הטכנולוגי המואץ. בועת ההיטק התפוצצה בשלהי עשור זה ובמקומה נולדה בועה חדשה – בועת הסאבפריים, שהתפוצצה גם היא בשלהי העשור הראשון של שנות ה-2000. העשור האחרון נולד מתוך חור שחור בכלכלה העולמית אל תוך צמיחה ותאוצה טכנולוגית בסדר גודל של המהפכה התעשייתית מלפני מאה שנים ויותר, אבל הוא לא עשור שונה מהעשורים שקדמו לו. כל עשור הניח תשתית לעשור שלאחריו, וכל עשור עיצב את הכלכלה העולמית מחדש.



28 דצמבר 2019

ונניח שהעשור החולף היה 'אבי' כל העשורים, אם ב 2030 ינחת אדם על מאדים, או שהמכונות האוטונומיות תהיה נחלת הכלל אזי העשור הבא יהיה 'אבי' כל העשורים? איפה הסוף? ולכן, אין טעם לתת ציונים מרחיקי לכת לעשור החולף. היה מעניין, וככל הנראה ימשיך להיות מעניין. המטרה היא אחת – לזהות את הדבר הבא, זה שישלוט בשווקים בעשור הבא.

מוטיב שולט

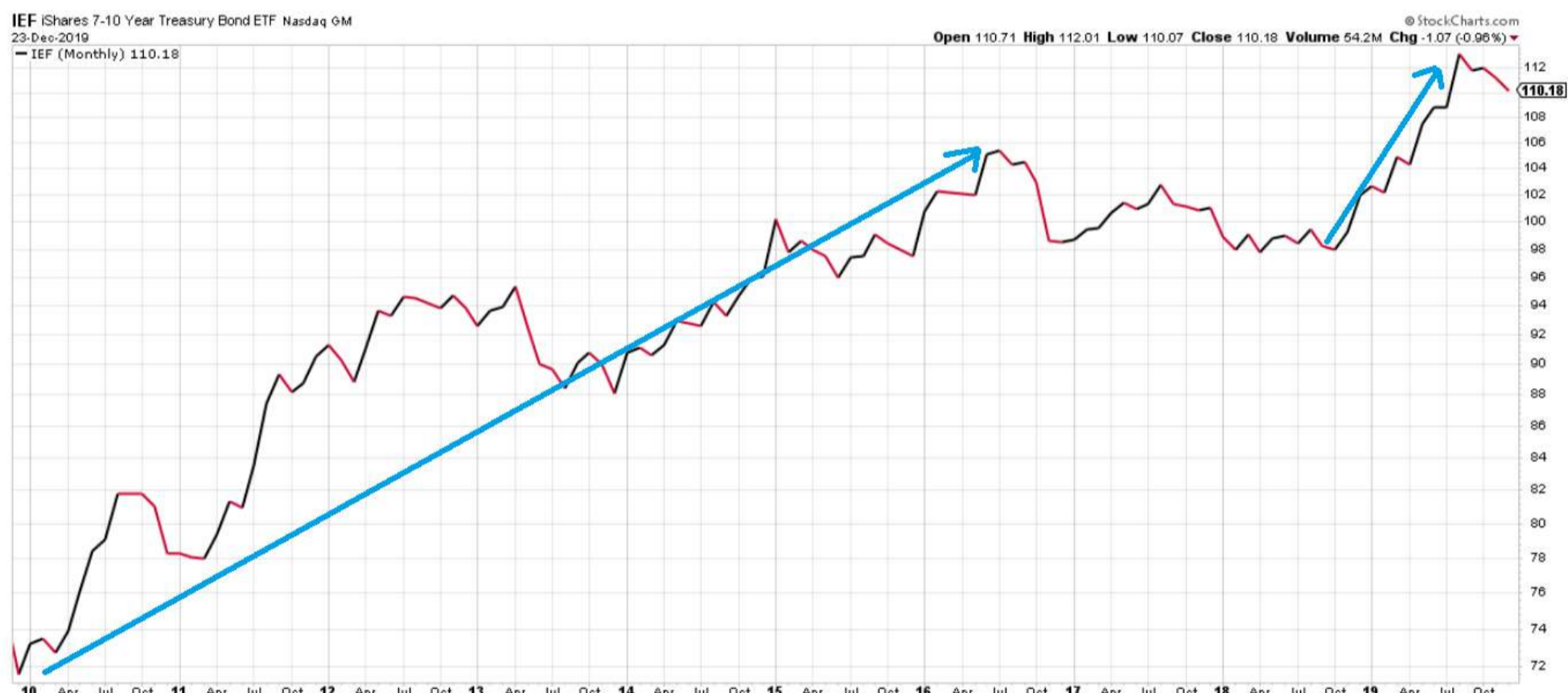
אם כך, מהו הדבר הבא אשר יחולל את עיצוב העשור הקרוב? מה עתיד לשלוט במסכי הבורסות?

טכנולוגיה חדשה? מכונות אוטונומיות? רובוטיקה? בינה מלאכותית? הרי כל אלו כבר תופסים את הפוקוס של המשקיעים. הדבר אשר ישלוט בעשור הבא הוא פשוט יותר –

ריבית שלילית/אפסית

בשלב מסוים במהלך 2019, כ 17 טריליון דולר נכסי אג"ח בעולם, נסחרו בריבית שלילית. ואם אכן זה יהיה המוטיב השולט במהלך 2020, אזי סביר להניח שנמשיך לראות עליות מחירים במניות ובשאר הנכסים בעלי מוטיב סיכון, כמו אג"ח 'זבל' או נכסים אלטרנטיביים סחירים למיניהם (קרנות REIT למשל). בחירות 2020 לבטח יהוו מוקד רעש בחודשים הקרובים, ויש מי שמעריך, שאם טראמפ לא ימשיך לכהונה נוספת, תתחולל סערה בשווקים, שכן הדמוקרטים יהפכו את מהפכת המס שהוא (טראמפ) ביצע בסוף 2017, כך שחברות יחזרו לדווח על פי שומת מס ישנה, כך שהרווחיות שלהן תרד והשוק ידרדר.

להערכתנו, טראמפ ייבחר לכהונה נוספת, כך שהנחת העבודה לא אמורה להשתנות בעקבות הבחירות, כלומר מהפכת המס שלו תישאר על כנה. אגב, היה וטרמפ לא ייבחר, והשוק ידרדר ויגלוש למיתון, הרי שהריבית השלילית תהיה עוד יותר מקיפה, תימשך זמן רב יותר בעולם ותתפשט ככל הנראה לאזורים נוספים בגלובוס. כך או אחרת – הריבית השלילית, או האפסית, תהיה נחלת השווקים עוד זמן לא מועט ועל פיה, ככל הנראה יתנהגו שאר הנכסים הסחירים.



3

- תעודת סל אג"ח ממשלת ארה"ב (דולרי) – גרף עשור.

על רקע ריבית שלילית/אפסית, עלו מחירי אגרות החוב בעולם לשיא כל הזמנים. 2019 הייתה חזקה מאוד בזירת האג"ח הממשלתית בארה"ב, כאמור על רקע 3 הורדות ריבית. זרימת הכסף המאסיבית לאג"ח הממשלתית, וגם לאג"ח הקונצרני, הביאו את התשואות לרמות שפל, מה שלא מנע מהמשקיעים להמשיך ולהזרים כספים נוספים לאפיק זה –

במהלך 2019 זרם סך של 550 מיליארד דולר אל עבר פיקדונות קצרי מועד ו/או אג"ח ממשלתי לחודש עד 3 חודשים וסך של 400 מיליארד דולר אל עבר אגרות חוב, בעוד סך של כ 200 מיליארד דולר יצא ממניות. כיצד יצא כסף ממניות? פשוט מאוד – הציבור יצא, בעוד החברות ביצעו רכישה עצמית מאסיבית.

במילים אחרות – מה שנראה בטוח, כמו אג"ח, עלול להיות מסוכן, אם וכאשר הריבית בעולם תחזור להיות נורמלית – או אז המשקיעים יברחו מאג"ח לריבית בנקאית, מה שיוביל לירידות שערים בזירות האג"ח השונות. ולכן, המלצה ראשונה בתחזית שלנו היא לרדת בחשיפה מאג"ח ממשלתי, לבטח לקצר מח"מ. האג"ח הממשלתי הדולרי בטווחים של 7-10 שנים כבר חווה מימוש רווחים בשבועות האחרונים עת התשואה זינקה מרמות של 1.45% ל 1.95%.



28 דצמבר 2019

לעת עתה, לא כל זירות האג"ח חוו ירידות כשם שחוזה האג"ח הממשלתי –

האג"ח הקונצרני המדורג והלא מדורג (JUNK) ממשיכים צפונה והם כעת נסחרים בשיא כל הזמנים. העדר תשואה הולמת באג"ח הממשלתי הביא את המשקיעים לעבור לנכסים הנסחרים בתשואה גבוהה יותר.



• אג"ח קונצרני מדורג (BBB ומעלה) – גרף עשור – שיא כל הזמנים, תשואה לפדיון - 3.3%



• אג"ח קונצרני לא מדורג (JUNK) – גרף עשור, שיא כל הזמנים, תשואה לפדיון 5.6%

הציפייה שלנו לגבי 2020 היא המשך התאוששות כלכלית במחצית הראשונה, על רקע אישוש הסכמ הסחר עם סין, קמפיין הבחירות בארה"ב ובעיקר בגלל ריבית דולרית/עולמית נמוכה. לצד ההתאוששות יש לצפות שתשואות האג"ח הממשלתי בעולם יתאוששו, ואולי אף חלקם יצאו מטריטוריה שלילית (גרמניה/יפן), ולכן קיימת העדפה ברורה לאפיק המניות.

אנו לא צופים זינוק בצמיחה העולמית, כזה שיטרוף את הקלפים מחדש – הצמיחה תהיה אנמית :

מדינה	צמיחה ב 2020	צמיחה ב 2019
ארה"ב	1.90%	2.30%
אירופה	1.10%	1.10%
עולם	3.20%	3.10%
סין	5.80%	6.10%
שווקים מתעוררים	4.40%	4.10%



28 דצמבר 2019

• צפי הבנקים המובילים לצמיחה ב 2020.

אחד הנעלמים הגדולים לשנה הקרובה ולבטח לעשור הקרוב הוא קצב הצריכה הפרטי. בכל פעם שהיה נראה כי הכלכלה העולמית שוקעת בסוג של האטה, באו נתוני הצריכה, באינטרנט בפרט (E-COMMERCE) והפתיעו מחדש. אין לנו ספק שהצריכה ברשת האינטרנט תעלה מדרגה בעשור הקרוב, גם אם פה ושם תהיה מצוקת אשראי/נזילות זמנית אשר תאט את הקצב. כיוון שזו הנחת העבודה המובילה, הרי שאנו בהחלט נותנים משקל רב יותר למניות טכנולוגיה על פני חברות VALUE.



• נסדק 100 (טכנולוגיה) – גרף 20 שנים.

כפי שכבר כתבנו בסקירותינו האחרונות – המשקיעים אוהבים להיצמד למספרים עגולים, במיוחד כשאלו נראים באופק – על רק המשך הצמיחה באפיק הטכנולוגי, והתחזיות החיוביות, אנו מעריכים שהיעד המרכזי של המדד הוא באזור ה 10000 נקודת, או 15% UPSIDE מעל רמתו הנוכחית.

3 תרחישים מרכזיים ל 2020

127 חודשים של התרחבות כלכלית חלפו מאז משבר האשראי הגדול של 2008. למרות שעבר זמן רב, ולמרות שהגאות בשווקים היא רוחבית, בכל סוגי הנכסים (למעט סחורות), צלקות המשבר ההוא עדיין מורגשים היטב, פחות במדד הפחד (VOLATILITY INDEX) כי אם בתודעה.

5



• מדד הפחד – גרף 20 שנים.



28 דצמבר 2019

לאורך כל 127 החודשים האחרונים, חוו המשקיעים על בשרם זינוקים זמניים במדד הפחד, וברוב המקרים זה קרה ברבעון האחרון של שנה קלנדרית – פעמיים התמוטטות במחיר הנפט (2014 ו 2015), זיג זג בריבית הדולרית (2018), משבר אשראי באירופה (2010), בחירות בארה"ב (2016) ועוד כמה זינוקים קטנים יותר ברף הפחד, אך על כולם התעלה השוק.

הסכנות המרכזיות בשווקים נותרו אותו דבר בעשור האחרון –

- חובות עצומים, בעיקר חוב ריבוני.
- גזירת תקנות מגבילות על רכישה עצמית (BUY BACK).
- מלכודת נזילות – בעיקר בשוק ה REPO (הלוואת בין מוסדות פיננסיים).

בשבועות האחרונים נוסף סיכון נוסף לשווקים – הדחת הנשיא טראמפ, אם כי הסבירות להתרחשותו הוא נמוך, אך הוא לחלוטין לא מגולם בשווקים.

הסיכונים הללו, מצד אחד, והמשך הרווחיות הסבירה בקרב החברות הגדולות, מצד שני, הם הגורמים שיעצבו בסופו של דבר 1 מ 3 התרחישים שלפנינו. כפי שטענו קודם לכן – אין בכוונתנו להעריך היכן יסיימו מדדי המניות בינואר 2021, אם כי יש לנו מטרה מרכזית – אזור ה 10000 נקודות בנסדק 100 למשל, או אזור ה 30000 בדאו ג'ונס, אבל מטרת אלו מוגדרות לטווח הארוך ולא למשקיעים אשר מחפשים מספר לחודשים הקרובים.

תרחיש מס' 1

התמוטטות אי הוודאות והמשך הזינוקים – Melt Up Scenario

תרחיש אופטימי זה מתאר עתיד קרוב שבו, אי הוודאות המרחפת מעל לשווקים נעלמת –

- מושג הסכם בין סין לארה"ב סביב נושא הסחר.
- המשך המדיניות המרחיבה של הפד – הריבית הדולרית לא עולה.
- עננת המיתון חולפת בעקבות שיפור בצמיחה והמשך רווחיות החברות הגדולות.
- הטכנולוגיה ממשיכה לייעל את מערכות הייצור והמחקר.
- מחירי הנדל"ן בארה"ב ובאירופה ממשיכים לצמוח.
- טראמפ מנצח בבחירות ועניין ההדחה נעלם.

בתרחיש הזה, שנראה כעת כבעל הסבירות הגבוהה ביותר להתממשותו, לאור העליות בשווקים והאופטימיות הרבה, מתאר תמונת מצב שבו המשקיעים ממשיכים בתחושת הנוחות שלהם כלפי תמחור מניות. לאור העדר אלטרנטיבה ראויה אחרת, באג"ח ממשלתי למשל, המשקיעים ימשיכו להסיט כספים מאפיקי האג"ח השונים אל שוק המניות.

בתרחיש הזה אנו צופים עליות של 15% במדדים המובילים, כאמור על פי המטרות שהצגנו קודם לכן לגבי מדד הנסדק 100/דאו ג'ונס. בתרחיש הזה אנו ממליצים להעלות רכיב מניות בסקטור הטכנולוגיה על פני הסקטורים הדפנסיביים, ובעיקר סקטורים לוווינים כמו FINTEC ו CLOUD, עם דגש על החברות המובילות (אמזון, פייפל וכו') בסקטורים אלו. רובד החברות המשני (MID CAP) יציג תשואה עודפת.

הרכב התיק המוצע בתרחיש שכזה הוא :

חשיפה	אפיק
0%	אג"ח ממשלתי
30%	אג"ח קונצרני מדורג
15%	אג"ח קונצרני לא מדורג
15%	נכסים אלטרנטיביים סחירים
40%	מניות

תרחיש מס' 2

תרחיש מאוזן – Moderate Scenario

לתרחיש מס' 1, כך נראה כעת, המשקיעים מעניקים סבירות גבוהה מאוד להתממשותו, אבל אנחנו, בשקדי קפיטל, מעניקים דווקא לתרחיש מס' 2 את הסיכוי הגבוה להתממש. בתרחיש זה צפויים המדדים בארה"ב להעלות כ 8% ב 2020, כאשר עדיין, הנסדק 100 מכוון מטרה ל 10000 נקודות.



28 דצמבר 2019

הריבית הדולרית אמנם תישאר על כנה אך הצמיחה תוסיף להיות אנמית, ורווחיות החברות תהיה מתונה. החשש המרכזי של המשקיעים יהיה מתמחור הנכסים המסוכנים, ולכן העלויות במדדים יהיו מתונות, לצד תנודתיות מסוימת. מאחר והצפיות כרגע הן שהנשיא טראמפ יזכה בכהונה נוספת, הרי שהערכה זו מתומחרת בשווקים ולכן לא יהיה צפי לשינוי מהותי בגישת הממשל כלפי שוק המניות.

גם בתרחיש זה אנחנו מעריכים שהאג"ח הממשלתי הדולרי לא יספק את הסחורה בכלל ולכן תהיה העדפה ליחס מאוזן בין אפיקים דפנסיביים לבין הטכנולוגיה. בתרחיש הזה, לעומת תרחיש קודם, אנחנו ממליצים לתת העדפה לרובד העיקרי של השווקים (BIG CAP/MEGA CAP).

בהנחה שתרחיש זה הוא המלצתנו, הרי שאנחנו מאמינים שמרבית העלייה בשווקים תהיה במחצית הראשונה של השנה, גם בגלל שהדוחות שאמורים להתפרסם יהיו טובים וגם, לקראת הבחירות ידוע שהסנטימנט הוא חיובי. המחזור הנוכחי, להערכתנו, יסתיים קרוב לקיץ/לבחירות. בתרחיש זה אנחנו מעדיפים יחס מאוזן בין טכנולוגיה לבין סקטורים דפנסיביים כמו תעשייה, בטחון וצריכה.



• XLP – consumer staples – גרף 8 שנים.

אולי זה יפתיע מספר קוראים, אבל סקטור הצריכה המרכזי, הלא מחזורי, עלה ב 2019 בלא פחות מ 28% (נכון לכתבית שורות אלו). אמנם בין 2016 ל 2019 עלה הסקטור במידה מתונה, אך לנוכח עליות המחירים בסקטורים האגרסיביים יותר, היו משקיעים שהעדיפו להיות דפנסיביים יותר השנה, ואף הצליחו כאמור לא פחות. אנו ממשיכים להמליץ על סקטור זה גם לשנה הבאה, כמו גם על מגזר התשתיות (UTILITIES).

הרכב התיק בתרחיש ה-2 -

חשיפה	אפיק
5%	אג"ח ממשלתי קצר
40%	אג"ח קונצרני מדורג
15%	אג"ח קונצרני לא מדורג
15%	נכסים אלטרנטיביים סחירים
25%	מניות

תרחיש מס' 3

תרחיש אי הוודאות – Uncertain Scenario

בתרחיש זה אנו צופים תשואה שלילית של 1% - 5% במדדים המובילים. עיקר הירידות יהיו לקראת החצי השני של השנה, לאור חולשה רבתי במרבית הסקטורים כתוצאה מהאטה בצריכה או בגלל שהפד לא יגיב מהר וישאיר את הריבית כמו שהיא. בתרחיש הזה, יהיו קשיים ממושכים בביצוע הסכם כלשהוא בין סין לארה"ב, רווחיות החברות הגדולות תהיה אפסית (למרות שאנו לא רואים את זה קורה) הזרמת הכסף של הבנק המרכזי לשווקים (REPO) תתפוגג על רקע ההאטה והיה צורך בסופו של דבר להמשיך ולהוריד את הריבית הדולרית.

אם אכן יחוש השוק שהורדת הריבית קרובה, אזי יש עוד מקום כמובן לרווחי הון באג"ח הממשלתי. בסיטואציה הזו, המשקיעים ימתינו עם הסטת כספים למניות, עד להתבהרות התמונה הכללית. בתרחיש זה יש לנו העדפה ברורה לאפיקים דפנסיביים כמו תשתיות.



28 דצמבר 2019



- סקטור התשתיות – UTILITIES – גרף 8 שנים.
- הרכב התיק בתרחיש ה-3 -

חשיפה	אפיק
20%	אג"ח ממשלתי
50%	אג"ח קונצרני מדורג
5%	אג"ח קונצרני לא מדורג
5%	נכסים אלטרנטיביים סחירים
20%	מניות

הסיבה שבתרחיש זה אחוז החשיפה למניות עדיין גבוהה, ובסה"כ כ-5% נמוכה מתרחיש קודם, היא שכאן מדובר באחזקה בסקטורים דפנסיביים. גם אם השווקים לא יניבו תשואה שנה הבאה, אזי שתשואת הדיבידנד תתרום לתיק ההשקעות הכולל. בתרחיש קודם (מס' 2), קיימים גם סקטורים טכנולוגיים שבהם אין דיבידנד כלל, ומכאן ההבדל.

טבלת תרחישים מקוצרת:

OUT	IN	צמיחה ברווחיות	עקום תשואה	ריבית דולרית	מלחמת סחר	תרחיש
אג"ח מדינה	טכנולוגיה	דו ספרתית	עולה	1.75%	מאחורינו	MELT UP
אג"ח מדינה	טכנולוגיה/צריכה/בטחון	8%	שטוח	1.75%	ספיחים אחרונים	MODERATE
סקטורים אגרסיביים	תשתיות + אג"ח מדינה	0%-2%	יורד	1.50%	קושי מהותי לסיים	אי וודאות

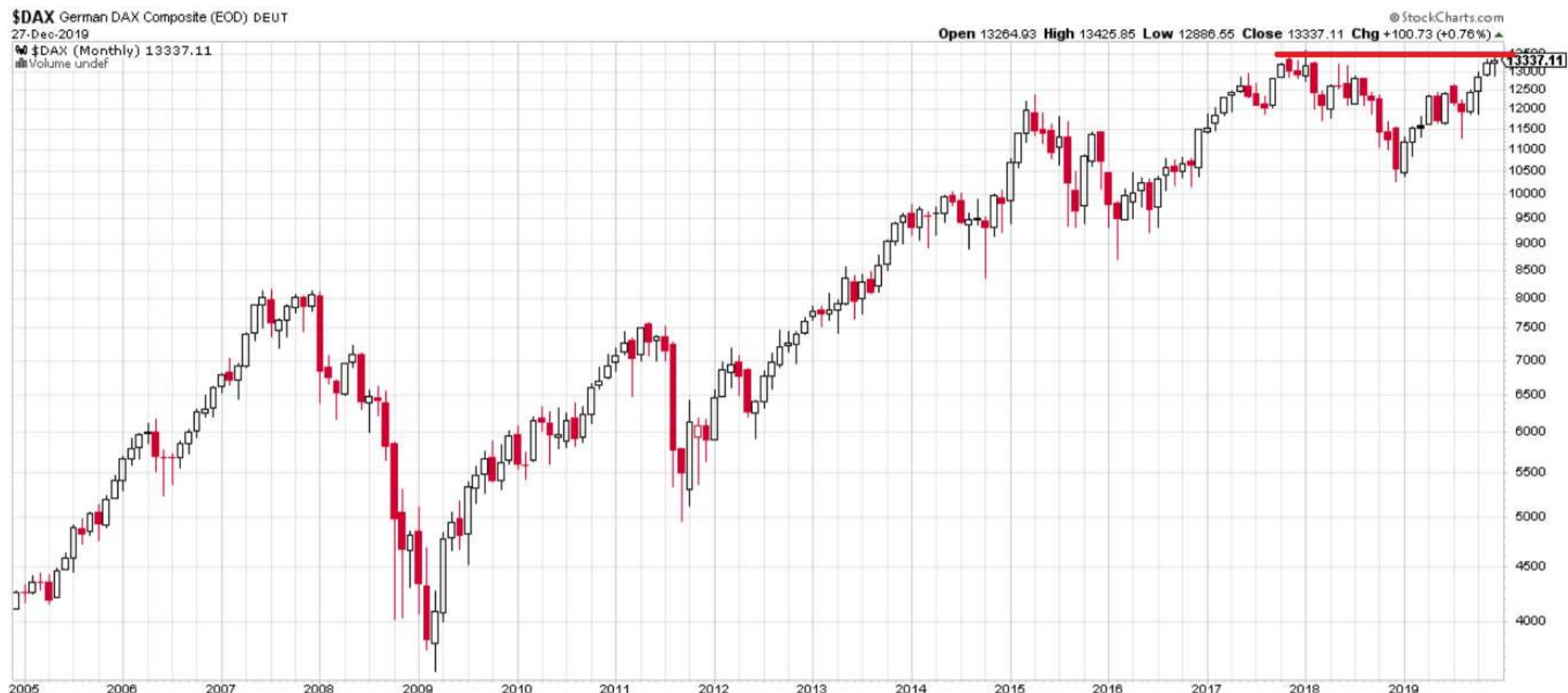
אירופה

ארסנל הנשק של הבנק האירופאי המאוחד (ECB) הולך ואוזל. הזרמת הכסף המאסיבית, לצד ריבית שלילית, אמנם עשו את העבודה היטב ב-2019, ומספר פרמטרים בכלכלה אכן השתפרו, אבל ללא עזרת הממשלות בעזרה פיסקאלית כמו הורדת המיסוי או יצירת השקעות ארוכות טווח, סביר שההשפעה של הזרמת הכסף תתפוגג.

בסה"כ התחזיות כלפי אירופה די מאוזנות יש לומר, בעיקר תודות לריבית השלילית, והתקווה הגדולה ביותר היא שה-BREXIT יעבור אכן בשלום. להערכתנו, גרמניה נמצאת כרגע במקום טוב יחסית אל מול שאר אירופה, משום שיש לה היכולת לתמרץ את הכלכלה מבחינה פיסקאלית, אבל דברים זזים שם לאט:



28 דצמבר 2019

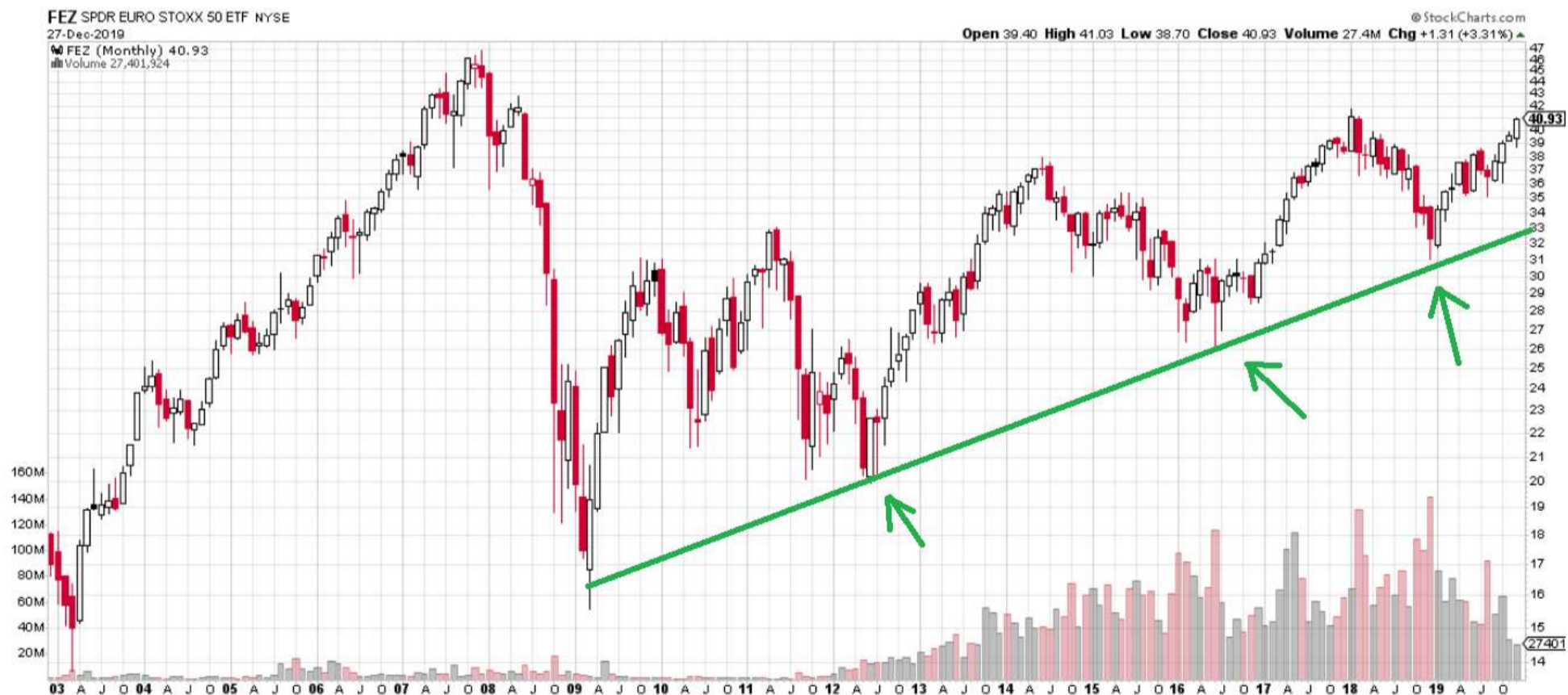


• DAX גרמני – גרף 15 שנים.

האם המדד הגרמני ישבור את שיא כל הזמנים מ 2017? סיכוי טוב שזה יקרה, אבל רק אם התנאים הבסיסיים בארה"ב, ויחסי הסחר בין ארה"ב לאירופה, יהיו טובים.

ברמת הגוש האירופאי כולו – ישנן סימנים להתאוששות, אבל לא מעבר לכך. עיקר ההתאוששות מגיעה לאו דווקא מצמיחה חזקה במדינות הגדולות, אלא בעיקר בגלל שהמדינות הקטנות לא מעיבות על הכלכלות הגדולות, עובדה אשר בעבר גרמה לאי וודאות גבוהה מאוד. כל עוד השקט היחסי יישמר, גם אם הוא נראה כרגע זמני, הדבר יוסיף שקט לשווקים.

היות והריבית בגוש אפסית, כל שכן שלילית (באג"ח בגרמניה למשל), קיים יתרון ברור להסתת כספים לשווקי המניות.



• יורוסטוק 50 – גרף 18 שנה.

השלב הראשון במדד היורוסטוק 50 הנראה למעלה, הוא לעבור את הפסגה הקודמת, שלהי 2017. לאחר מכן, עם קצת עזרה פסיקאלית של המדינות בגוש, ניתן יהיה לדבר על חזרה לשיא כל הזמנים של 2007 – כ 20% UPSIDE מעל רמות השערים של היום.



28 דצמבר 2019

סין

סין הינה סימן השאלה הגדול ביותר של 2020. למרות שבטווח הארוך אין לאיש ספק שכלכלתה, תעבור את זו של ארה"ב, הרי שהטווח הקצר עדיין לוטה בערפל, אם מכיוון מלחמת הסחר ואם מבחינת מאזן החובות. כלכלת סין צפויה לצמוח בקצב של 5.8% ב 2020, אל מול 6.1% ב 2019. עיקר הירידה משויכת בשלב זה למלחמת הסחר שמקצז כ 0.3% מהתמ"ג.

על רקע חובות גבוהים במגזר היצרני, ממשלת סין ככל הנראה תפעל במרץ להורדת מסים ועמלות סחר כאלו או אחרות, על מנת להביא לשיפור כל שהוא ולייצב את המערכת הכללית. לא כל כך פשוט, אבל בהחלט אפשרי. עזרת הממשל, לצד המשך הצריכה הפרטית בסין, ששומרת על קצב גבוה, עשויים לנתב דרך חיובית (אך מתונה) בשווקים בשנה הבאה. תנודתיות תהיה ללא ספק חלק מהסיפור, ולכן אנו ממליצים על חשיפה של לא יותר מ 5% באפיק המניתי לסין, ובעיקר למניות הטכנולוגיה.



• סקטור טכנולוגיה סין – גרף 3 שנים – יציאה לדרך חדשה?

ישראל

בהיעדר ממשלה קרוב לשנה, קשה מאוד להעריך את כיוון הכלכלה המקומית והגזירות (שללא ספק יהיו) עם הקמת ממשלה חדשה. המשקיעים המקומיים, ואין זה סוד, מסתמכים על הקורלציה שבין השווקים הבינ"ל, במיוחד ארה"ב, לבין השוק המקומי. בשורה התחתונה, למרות כל הקושי בפריפריה, במצב בתי החולים והתשתיות, הרי שהמשק ממשיך, גם אם דרך פלא, לתפקד. עושה רושם שבזירת האשראי קיימים כמה בקיעים, אשר אם לא תקום ממשלה בזמן הקרוב, יאיימו לקרוס, אבל את הטון ממשיכה לתת הריבית האפסית והאבטלה הנמוכה.

ציבור האזרחים ממשיך לקחת משכנתאות – עלייה של 12% אל מול שנה קודמת, אבל מבט על הרכב המשכנתאות מגלה שהמינוף עלה – קרוב ל 40% מהמשכנתאות ניתנו ב 60% מימון והשאר הון עצמי. זוהי עלייה של 20% אל מול שנה קודם לכן, אך עדיין נמוך יותר מ 44% משכנתאות דומות ב 2012. כשאר הריבית היא שלילית וציבור גדול מחפש מגורים, וחושש שמא המחירים יעלו שוב, אין מנוס שקטר הנדל"ן יוסיף לנוע קדימה, גם אם הקצב הוא איטי יותר כיוון שאין ממשלה.

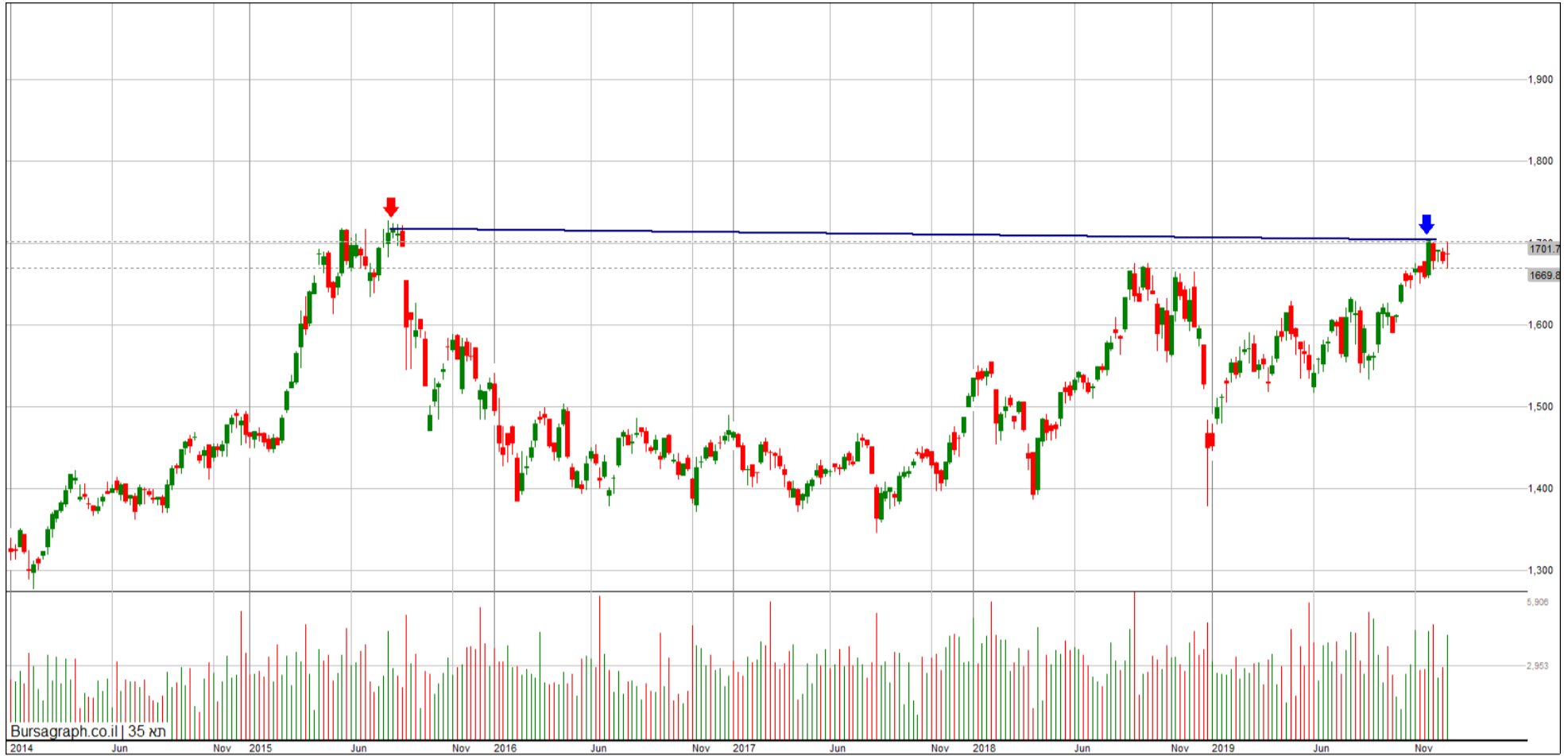
שוק הדיור הוא אחד מקטרי השוק המקומי. קטר נוסף הוא הכסף העתידי אשר יזרום למערכת מכיוון משק האנרגיה ומצבורי הגז. בהנחה שפרויקט לוותין יצא לדרך בחודש הקרוב, הרי שבטווח הארוך, הכסף הרבה שיזרום לקופת המדינה יוריד את הלחץ מפני גזירות קשות ויעודד צריכה פרטית רוחבית.

בזירת האג"ח, באפיק הממשלתי, אנחנו לא רואים UPSIDE כלל. יש לקצר מח"מ, ולעבור לאפיקים קונצרניים. ברור שהתנודתיות עלולה לעלות באפיק הקונצרני, לבטח על רקע אי הקמת ממשלה ו/או מתיחות ביטחונית גבוהה, אבל בטווח הארוך יש באפיק הקונצרני יותר מרווח תשואה מאשר בממשלתי.

בזירת המט"ח, שקל מול דולר, אין לנו ציפייה גבוהה לשיפור היחס, למרות פער הריביות בין ישראל לארה"ב, וזאת כיוון שכמות הכסף הזר שנכנס, ואמור להיכנס, למערכת הפיננסית המקומית, הוא רב, הן מבחינת קצב האקזיטים המקומי (חברות רבות נמכרות לגופים זרים) והן מבחינת תזרים מתווה הגז העתידי, שמוסיף ללחוץ את הדולר כלפי מטה.



28 דצמבר 2019

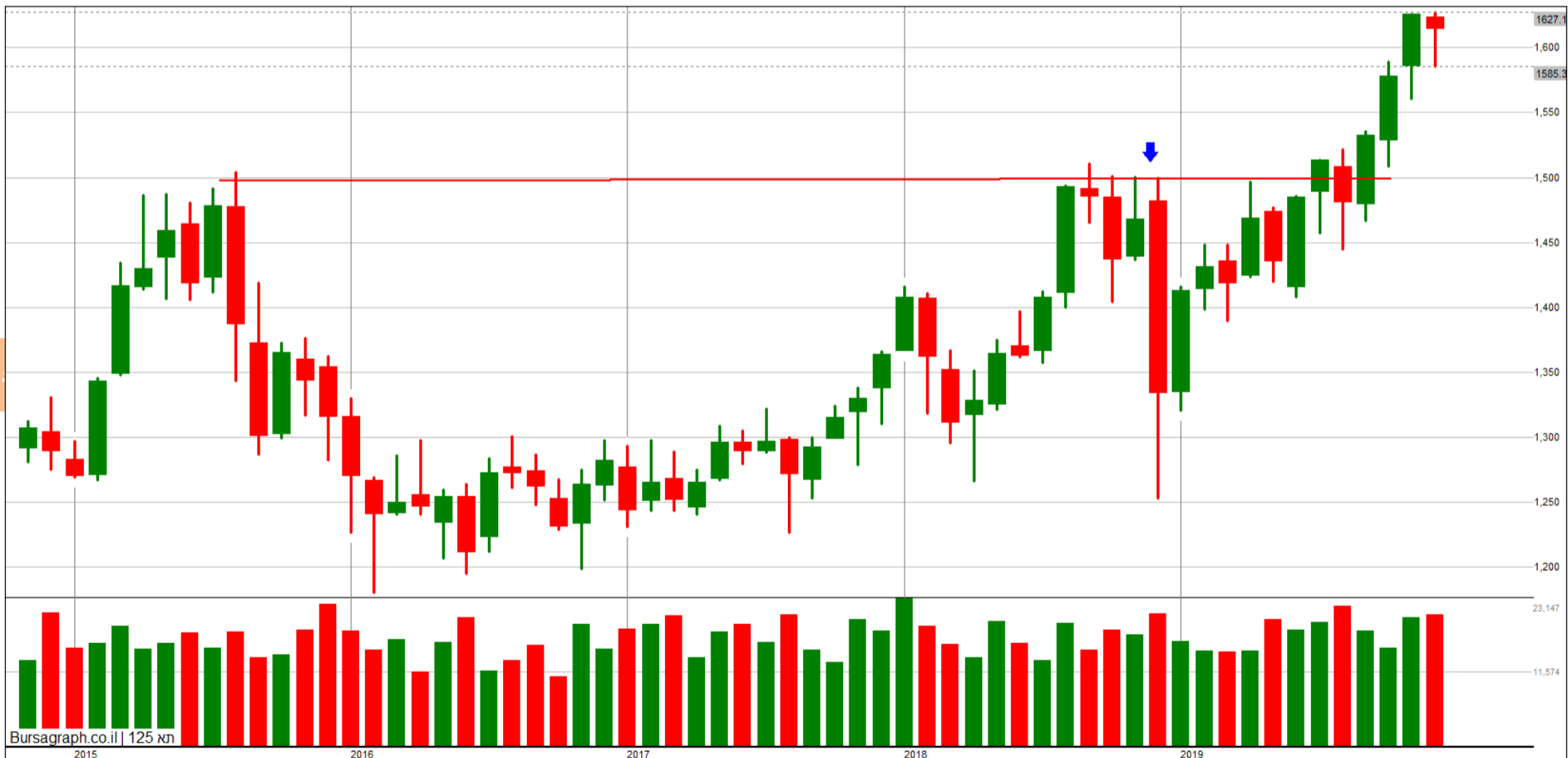


• ת"א 35 – מאוד קרובים לשיא של 2015.

מדד ת"א 35 נמצא במרחק ציפורן משיא כל הזמנים של 2015.

התרחיש המוביל הוא שבירת השיא, כותרות בטלוויזיה ובעיתונות ואז המשך עליות. השוק המקומי, כמדד, נמצא בפיגור מהותי אל מול העולם. אין בכך כדי לקבוע שהשוק המקומי יזנק ויסגור פער של עשרות אחוזים, אבל אנו מדברים על תשואה דו ספרתית, של 12% - 15% בשנה הקרובה. השוק בשל לכך.

מדד ת"א 125 כבר ביצע את הפריצה במהלך השנה החולפת, ולאחריה זינק בעוד 12%.



• ת"א 125 – ביצע כבר את הפריצה.

בתיקי הלקוחות שלנו (לקוחות שקלים), הגדלנו רכיב מניות מקומי כבר לפני מספר חודשים מתוך ציפייה לפריצה המיוחלת.



28 דצמבר 2019

- חברת ההשקעות שקדי שוקי הון בע"מ, עומדת בכל דרישות החוק לני"ע והיא בעלת רישיון לשיווק ולניהול השקעות מטעם הרשות לני"ע בישראל. כותב הסקירה – ירון שקדי.
- ירון שקדי הוא בעל רישיון לייעוץ וניהול השקעות מטעם הרשות לני"ע בישראל.
- אין בעבודת המחקר הנ"ל משום המלצה לקניה ו/או מכירה של ני"ע שונים לרבות אלו המופיעים בסקירה. כל העושה שימוש כלשהוא בהמלצות החברה עושה זאת על אחריותו הבלעדית בלבד. אין החברה אחראית לכל נזק שיגרם בגין שימוש במידע המוזכר בסקירה זו.
- העברת הסקירה לכל גורם ללא אישור חברת ההשקעות שקדי שוקי הון בע"מ הינה עבירה בגין הפרת זכויות יוצרים .