

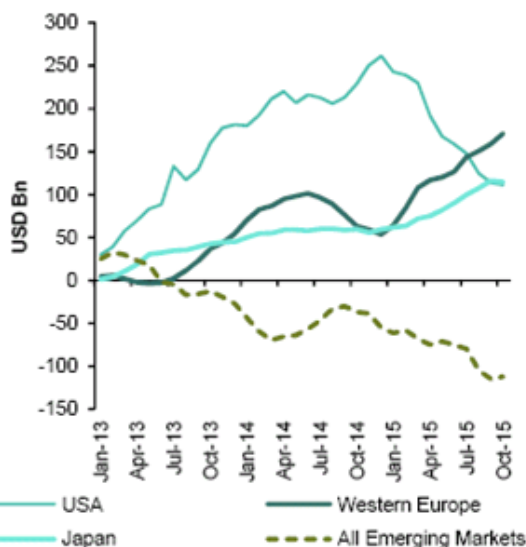
המנצח, המפסיד והטעון הוכחה – מה יקרה ב-2016 לטרנדים של השנה החולפת

יאיר מנדלסון, מנהל מחקר יועצים

- **2015 היתה השנה של קרנות הסל מגודרות המטבע ושל שווקים מפותחים מחוץ לארה"ב**
- **זו היתה שנה הרבה פחות מוצלחת לקרן הסל הגדולה בעולם SPY ולשווקים המתעוררים אילו מהטרנדים עשויים להמשיך גם לשנה הבאה ולמה כדאי לשים לב?**

כניסת כספים לשווקים בעולם (קרנות נאמנות ו-ETF)

במיליארדי דולרים



Source: EPFR global, Bernstein analysis

2015 עשויה להיזכר כשנת מפנה. עד כה מסתמן שהשנה החולפת היתה הפעם הראשונה מזה יותר מחמש שנים שמדדי המניות המובילים בשווקים מפותחים מחוץ לארה"ב (גוש היורו ויפן בעיקר) הניבו תשואה גבוהה יותר מהשוק האמריקאי. וכמו שהדברים נראים כעת, בהנחה ששוקי המניות יהיו חיוביים בשנה הקרובה, ב-2016 המגמה הזו תתגבר.

הטרנד הגדול של 2015 היה דו-ראשי. מצד אחד גיוסי ענק בקרנות סל מגודרות מטבע על מניות בגוש היורו ובשווקים מפותחים אחרים ומהצד השני פדיונות ענק בקרנות הסל המובילות על S&P500. ראינו את המגמות האלה כבר מתחילת השנה, אך במיוחד בשוק האמריקאי זה לא היה באופן עקבי. ל-S&P500 זו היתה שנה תנועתית במיוחד, כאשר המדד הפופולארי מחק במהלך השנה כמה פעמים את כל התשואה שצבר מתחילת שנה – רק כדי להתחיל לעלות מחדש.

מנתונים ראשוניים (ולא סופיים) לסיומם 2015 המנצחים הגדולים של השנה החולפת הן קרנות סל כמו HEDJ לחשיפה מנטרלת יורו למניות של יצואניות גדולות מגוש המטבע האחד ו-DBEF העוקבת אחר מדד של MSCI לחשיפה לשווקים מפותחים מחוץ לארה"ב (גם כאן בנטרול חשיפה מטבעית) שגייסו יחד כמעט 30 מיליארד דולר.

לאור חוסנו של הדולר בשנה האחרונה, אין פלא כי משקיעים העדיפו לנטרל את החשיפה למטבעות אחרים. בתחילת ינואר 2015 הערכנו כאן כי זו תהיה השנה של המוצרים מנטרלי המטבע, שהגיעו לשוק האמריקאי באיחור מסוים בהשוואה לישראל, שבה תעודות סל מנטרלות מטבע פופולארות מאוד כבר כ-7 שנים. הפעם הראשונה שבה עלה מוצר מגודר מטבע לתודעת המשקיעים בעולם היתה ב-2013, כאשר DXJ המציעה חשיפה לשוק היפני בנטרול החשיפה לין גייסה 9 מיליארד דולר והיתה קרן הסל המגייסת ביותר באותה שנה. אגב, HEDJ ו-DXJ הן של אותו מנפיק, Wisdom Tree.

לא כל המשקיעים העדיפו את החשיפה מנטרלת המטבע. קרנות סל לחשיפה על שווקים מפותחים מחוץ לארה"ב ללא נטרול מטבע, כמו EFA או IEFA (שתיהן על מדד שווקים מפותחים של MSCI), EZU (מדד MSCI לגוש היורו) או VEA (מדד השווקים המפותחים של FTSE) גייסו עוד כ-25 מיליארד דולר בשנה האחרונה. בדיעבד, ההשקעה בדרך זו לא הצדיקה את עצמה, כי היורו נחלש במהלך השנה בכ-10% מול הדולר. משקיעים אלו צדקו בכיוון אבל טעו בכך שלא ניטרלו את המטבע וזו עוד תובנה שניקח איתנו לשנת 2016.

אך זו רק חצי מהתמונה. הצד השני הוא הפדיונות הגדולים שספגה SPY, קרן הסל הגדולה ביותר בעולם. במהלך השנה האחרונה פדתה ה-SPY לבדה כ-40 מיליארד דולר, אם כי חשוב לציין כי הפדיון הזה לא היה נקודתי ובמהלך השנה גייסה הקרן גם לא מעט כסף. SPY מנהלת כיום נכסים בשווי 181 מיליארד דולר.

לא רק S&P500 בלט בפדיונות אלא גם מדדים אחרים בשוק האמריקאי, אם כי בהיקפים נמוכים משמעותית. כך למשל בלטו נא"סדק 100 (הקרן הפופולארית QQQ) שממנה נפדו כמעט 3 מיליארד דולר או ראסל 2000.

מבט מהיר בביצועים של המדדים המובילים בשווקים האלה מגלה כי הסתת הכספים היתה במידה רבה צעד נכון, אם כי לא כל מי שפעל כך הרוויח. בשל התנודתיות הגדולה בכל השווקים, חשיבות נקודת הכניסה היתה מכרעת ב-2015 – תופעה שלהערכתנו תהיה קריטית גם ב-2016. נכון להיום, ה-S&P500 הניב מתחילת השנה תשואה שלילית של מעל 2.5%, בעוד שהשווקים המרכזיים בגוש היורו בתשואות חיוביות נאות (מדד יורוסטוקס 50 עלה ביותר מ-3.6%, מדד קאק בצרפת ודקס בגרמניה עלו ביותר מ-8% והשוק האיטלקי עלה ב-11%). כך גם ביפן (הניקיי עלה בכמעט 9%).

כניסת כספים לשוקי המניות באירופה

במיליארדי דולרים



Source: EPFR global, Bernstein analysis

הביצועים של השווקים מגלים מקום נוסף שבו צדקו רוב המשקיעים – כשברחו מהשווקים המתעוררים. למעט השוק הסיני, שהספיק בחודש אוגוסט לרדת ביותר מ-30% ולתקן חלק גדול מהירידות – רוב השווקים המתפתחים ספגו מפלה צורבת בשנה האחרונה. בריחת כספים גדולה מהם הובילה גם לירידה דרמטית במטבעות שלהם ולהתפרצות אינפלציה, שאילצה בתורה את הבנקים המרכזיים להעלות ריביות לרמות גבוהות. בשנה החולפת נפדו כ-10 מיליארד דולר מקרנות הסל המובילות לחשיפה לשווקים המתעוררים, בראשן VWO-IEM.

עד כמה המגמות האלה צפויות להימשך? נראה כי אם המגמה במניות תהיה חיובית, יש סיכוי גבוה שאירופה ויפן ימשיכו לבלוט לחיוב. סיבה אחת היא המשך זרימת כסף גדולה – בניגוד לארה"ב, גוש היורו למשל עדיין לא חזר לרמת כניסת הכספים שלפני המשבר. גם הרווח למניה באירופה נשאר נמוך מהרמות שלפני המשבר של 2007, בעוד שבארה"ב הוא עבר אותו מזמן. ההרחבות המוניטאריות בגוש היורו וביפן, אל מול העלאות הריבית בארה"ב שצפויות אף לתפוס תאוצה בשנה הקרובה, מספקות תמיכה נוספת לעלייה במניות ולמטבע חלש שיתמוך ביציאות.

במבט קדימה, אחד הטרנדים ששווה לעקוב אחריהם בשנה הקרובה הוא אג"ח היי-ילד. התחום הזה שקק חיים בחודשים אוקטובר ונובמבר עם גיוסי עתק של מעל 8 מיליארד דולר בקרנות הסל המובילות בתחום – אך מתחילת דצמבר חווה ירידות חדות. מתחילת דצמבר פדו קרנות סל כמו JNK-IHYG כ-1.5 מיליארד דולר (הפדיונות היו כפולים, בינתיים הן חזרו קצת לגייס) על רקע

הירידה התלולה במחירי הנפט. בשנים האחרונות יותר ויותר חברות אנרגיה ניצלו את הגאות בהנפקות היי-ילד ומיהרו להנפיק אג"חים, כך שהסקטור תורם כיום 12%-10% מהאפיק (תלוי איזה מדד בוחנים). ירידת מחירי הנפט מגבירה את החשש שהחברות במגזר יתקשו בבוא היום לפרוע את ההתחייבויות שלהם.

הירידות החדות באג"חים בסקטור זה, אשר במידה רבה נובעים גם מקשיי סחירות ומזילות ולא רק מירידת הנפט, עשויות להשתנות ברגע שמחירי הנפט ישנו כיוון. המרווח הממוצע באג"ח היי-ילד ל-5 שנים כיום הוא כ-520 נקודות בסיס – הרמה הגבוהה ביותר מאז סוף 2012. בינתיים, כל מי שמיהר לנצל את הירידה לצורך הגדלת חשיפה הפסיד, כך שנראה כי כדאי להמתין קודם לשינוי מגמה בסקטור האנרגיה. חשוב להביא בחשבון כי העלאות ריבית לא תמיד הולכות יחד עם ביצועים חזקים באג"ח היי-ילד, אך לנוכח העובדה שגם בפד מדברים על קצב עלייה איטי ובשוק מגולם צפי נמוך עד יותר, עשויים לשנות את הדברים הפעם.

הכותב הוא מנהל מחקר יועצים בהראל פיננסים. אין לראות בכתוב שיווק השקעות או תחליף לייעוץ מס עצמאי. הכותב, החברה, חברות קשורות ובעלי עניין בהן עשויים להחזיק או לסחור בניירות הערך המצוינים בכתוב