

27x31.73	1/2	6	עמוד	שוק ההון - גלובס	01/12/2017	61251871-1
ראל בית השקעותהראל פיננסיסקבוצת הראל ביטוח ופיננסי - 85210						

תחזיות 2018



צילום: זרדי כהנא

"התשואה שהניב השוק בישראל בעשור האחרון - נמוכה מזו שנחן פיקדון בבנק"

עומרי כהן, עמ' 7-6

"זה שאנחנו מקבלים פחות ופחות עבור פיקדון בבנק, לא אומר שאנחנו צריכים להגדיל את הסיכון כדי לשמור על התשואה שהייתה לנו"

אורי רבינוביץ', מנהל השקעות ראשי בחברת הראל פיננסים, טוען כי "בעולם של הרבה שנים עם ריביות אפס - אין שווקים זולים" • עם זאת, "נראה שבסך הכול, התשואה שגלומה במניות נראית סבירה מול אלטרנטיבה כמו אג"ח קונצרניות" • בחלק גדול מהשווקים המתעוררים, לדבריו, רשמו מדדי המניות המרכזיים תשואות נמוכות ביותר בעשור האחרון, ואפילו בישראל הניב מדד ת"א 35 תשואה מצרפית נמוכה של כ-20% בלבד - "פחות ממה שניתן היה לקבל בפיקדון בבנק באותה התקופה" / עומרי כהן



נ נת 2017 הולכת ומתקרבת לסיומה, ועד כה היא גם האירה פניה למשקיעים ברחבי העולם. בארה"ב עלה מדד S&P 500 ב-17% באחד עשר החודשים הראשונים של 2017, בגרמניה הוסיף מדד דאקס 14% לערכו, בצרפת טיפס מדד קאק ב-11%, ביפן זינק מדד ניקיי 225 ב-18% ואילו בהונג קונג קפץ ההאנג סנג ב-35%. בישראל רשם מדד החברות הבינוניות, ת"א 90, זינוק של 21% מתחילת ינואר ועד סוף נובמבר, בעוד שמדד החברות הגדולות, ת"א 35, רושם ירידה של כ-2% בתקופה זו, בהשפעת הקריסה במניות טבע ואופקו.

מחירי השיא במרבית מדדי המניות המרכזיים בעולם מעלים את השאלה האם אנחנו הולכים וקרבים לקראת מימוש? ואם כן אז מתי? באיזו עוצמה? וכיצד בכלל אמורה להיראות שנת 2018 בשוקי המניות? או מימוש אולי יגיע בחודשים הקרובים, אבל לדעת אורי רבינוביץ', משנה למנכ"ל ומנהל השקעות ראשי בחברת הראל פיננסים, המגמות שראינו ב-2017 אמורות להימשך גם ב-2018.

"המגמות המרכזיות שראינו השנה הן צמיחה מפורזת היטב מבחינה גיאוגרפית, מחזור כלכלי קצר מהממוצע ברוב המדינות (למעט בארה"ב, ששם הוא כבר ארוך) וריביות ריאלית שלילית בכל השווקים שאנחנו מסתכלים עליהם. לכן אני חושב שהשילוב הזה הוא שילוב נוח לשווקים הפיננסיים, ולרצון להגדיל סיכון".

רבינוביץ' מדגיש שהוא לא מתעלם מהעובדה שמחירי המניות גבוהים יחסית בארה"ב. עם זאת, יש לכך הצדקות,

האתרונים. "אני חושב שהמאפיינים של רוב השווקים, בניגוד לארה"ב, הם שרק עכשיו הם מתחילים להתרומם - מהמקום של גידול ברווחיות של הפירמות, גידול בסחר העולמי וגידול בכסף שהולך לשווקים הללו. אני חושב שיפן נכנסת לקטגוריה הזאת, אבל בעולם של הרבה שנים עם ריביות אפס, אין שווקים זולים. אז גם יפן אמנם נמצאת בשיא של 20 שנה, אבל באותה נשימה אפשר להגיד שבעשרים השנים האחרונות היא עשתה תשואה אפס".

• זמנה עולז לטלטל את שוק המניות הגלובלי בשנה

וההשקעות, שנרוב המקומות אנחנו לא בסופו של מחזור העסקים. לכן הנחת העבודה שלנו היא שפוטנציאל התשואה ל-2018 נמוך יותר, אבל הוא חיובי".

אבל, הוא מדגיש, את מה שעבר בעשר השנים האחרונות, כלומר רק ארה"ב, נכון לבחון מחדש. "ארה"ב היא עדיין עוגן, אבל אנחנו חושבים שהפרופורציות שלה בתיק צריכות להיות נמוכות יותר".

• לטובת אירופה ומזרח אסיה? "כן, לטובת כל מקום שהוא לא ארה"ב".

• גם יפן? כי שם ראינו עלייה חזקה מאוד בחודשים

כמותית וריביות נמוכות מגדילות את אהבת הסיכון של המשקיעים. אבל כאשר אנחנו בוחנים שווקים מעבר לשוק האמריקאי, ובטח בהתייחס לאלטרנטיבה וליחסים לעומת שנים עברו, נראה שבסך הכול, התשואה שגלומה במניות מול אלטרנטיבה כמו אג"ח קונצרניות, נראית סבירה".

אי אפשר להתעלם מזה ש-2017 הייתה חריגה בכל הקשור לתנודתיות, שהייתה נמוכה מאוד במושגים היסטוריים, ולכן ההנחה שלנו היא שהתנודתיות כנראה תגדל. אבל אנחנו באמת יכולים לראות מנתוני האינפלציה, האבטלה

בבנק באותה התקופה", מדגיש רבינוביץ'. לדבריו, סיפור דומה היה בהרבה מהמדינות המתעוררות, שגם בהן שוקי המניות לא הניבו תשואות, למרות הצמיחה הכלכלית.

הזדמנויות בשווקים שהם לא ארה"ב

משום כך, הוא דווקא רואה הזדמנויות בחלק משוקי המניות בעולם, שהם לא ארה"ב. "אם נסתכל על אזורים גיאוגרפיים אחרים, כמו אירופה ומזרח אסיה, נראה שרק בשנה-שנתיים האחרונות התחלנו לראות שם את רווחי החברות עולים, לכן, ברמת הכותרת זה נכון שהרחבה

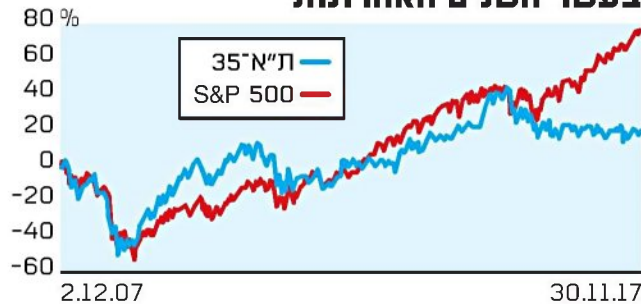
לדבריו, שנובעות מהיעילות של הפירמות, מהגמישות של שוק העבודה ומביצועי העבר של החברות, שהציגו צמיחה מרשימה ברווחיות. מצד שני, הוא מדגיש כי בחלק גדול מהשווקים המתעוררים רשמו מדדי המניות המרכזיים תשואות נמוכות ביותר בעשור האחרון. אפילו בישראל הציג מדד ת"א 35 תשואה מצרפית נמוכה של כ-20% בלבד בעשור האחרון, וזאת בזמן שהכלכלה כאן צמחה באותה התקופה בעשרות אחוזים, והריבית במשק היא אפסית. התשואה שהניב השוק בישראל בעשור האחרון היא "פחות ממה שניתן היה לקבל בפיקדון

26.8x31.25	2/2	7	עמוד	שוק ההון	גלובס -	01/12/2017	61251897-9
ראל בית השקעותהראל פיננסיםקבוצת הראל ביטוח ופיננסי - 85210							

המלצות הראל פיננסים ל-2018 באפיקי ההשקעה הבולטים

מניות	שוק המניות הגלובלי הוא כבר לא רק ארה"ב. מומלץ להרחיב חשיפה למניות באירופה ובאסיה
אג"ח	המרווחים הנמוכים בשוק הקונצרני בישראל מצדיקים חשיפה החוצה לאג"ח חברות בחו"ל
מאקרו	גם תאופיין במדיניות מוניטרית מרחיבה שתתמוך בשווקים

תשואת מדד ת"א 35 לעומת מדד S&P 500 בעשר השנים האחרונות



תשואה שנתית לפדיון של אג"ח טבע לפידעון בי-2023



אורי רבינוביץ'

- גיל: 49
- **תפקיד:** משנה למנכ"ל ומנהל השקעות ראשי, הראל פיננסים
- **ותק בתפקיד:** 10 שנים
- **ותק בשוק ההון:** 24 שנים

נסחרות בתשואה דולרית של עד 6%, שהיא גבוהה יותר מרוב התשואות שלפיהן נסחרות האג"ח בת"א, וזה למרות שטבע מדורגת בחו"ל BBB מינוס, שזה כמו AA מינוס בישראל. אז טבע מבחינתך היא אלטרנטיבה ראוייה לאג"ח אמריקאיות למשל?

על היתרונות בארץ:

המסחר באג"ח בישראל מעולה. יכולת הביצוע כאן בתחום זה הרבה יותר גבוהה ממה שבחו"ל, שם עובדים מעבר לדלפק, ולכן נדרשת מיומנות גבוהה יותר

על האג"ח של טבע:

כרגע, ברמות המינוף של החברה ובשווי השוק שלה, היא לא מתאימה להשקעות שלנו באג"ח. לדעתנו, במינוף הנוכחי של טבע צריך לקבל תשואה גבוהה יותר

"טבע מבחינתנו היא עוד איגרת חוב ברירוג BBB מינוס, ויש אלפים כאלו שאנחנו סוחרים בהן בחו"ל, והתשואה שלה לא חריגה. נוסף על כך, המינוף של החברה גבוה יחסית לקבוצת דירוג זו, ולכן מבחינתנו - כרגע לפחות - טבע היא לא אלטרנטיבה. אני מעריך שאם נראה בטבע חיזוק של ההון, או לחלופין שיפור במיצוב העסקי של החברה, אז היא כן תהפוך לאלטרנטיבה. כרגע אין לאג"ח של טבע שום יתרון בתמחור. אנחנו יודעים לקנות איגרות חוב BBB לתקופה של 6-4 שנים ב-4.5% תשואה, והרבה כאלה".

■ אז מה שאתה אומר לי בעצם זה, אל תחליפו את האג"ח האמריקאיות בת"א באג"ח הבינלאומיות של טבע, אלא במגוון רחב של אג"ח ברחבי העולם.

"נכון. טבע היא כמו כל חברה אחרת שיכולה להיות רלוונטית יותר או רלוונטית פחות, תלוי מה אנחנו חושבים עליה. כרגע, ברמות המינוף של החברה ובשווי השוק שלה, היא לא מתאימה להשקעות שאנחנו עושים באיגרות חוב. לדעתנו, במינוף הנוכחי של טבע צריך לקבל תשואה גבוהה יותר".

■ אז אם נסכם את הריאיון, מהם שלושת הדברים המרכזיים שלמשקיעים כדאי להתייחס אליהם ב-2018?

"הראשון הוא ששוק המניות הגלובלי הוא כבר לא רק ארה"ב. השני הוא שפערי הריביות שקיימים היום לטובת הדולר, והמרווחים הנמוכים שקיימים באיגרות חוב קונצרניות בעלות דירוגים נמוכים בישראל, מצדיקים חשיפה גם החוצה לאג"ח בעולם. השלישי הוא שאנחנו עדיין במדיניות מוניטרית מרחיבה גם אל תוך 2018, שבאמירה כללית היא תומכת בשוק. והרביעי הוא, שחוקי המהמחירים הכול בסדר.

"אבל יש דבר נוסף שחשוב לי להגיד לציבור, וזה שהעובדה שכל הזמן אנחנו מקבלים פחות ופחות עבור פיקרון בכנק, לא אומרת שאנחנו צריכים להגדיל את הסיכון שאנחנו לוקחים כדי לשמור על התשואה שהייתה לנו קודם. כל אחד צריך להישאר תמיד באזור הנוחות שלו, אחרת הוא הופך ללחיץ ומתחיל לעשות טעויות. העבדה שהריבית היא נמוכה, לא מצדיקה לצאת מאזור הנוחות".

כשהמחירים עולים, ולא כשהמחירים יורדים. עוד לא הצלחנו לשנות את הדינמיקה הזאת, ונראה שגם לא נצליח. זה טבע האדם, למרות שלפחות אנחנו מנסים לקנות נכסים שמצדיקים את הסיכון שאנחנו לוקחים. אז אנחנו מחפשים אלטרנטיבות. אחת מהן היא חו"ל, והשנייה היא להעלות את הדירוגים שאנחנו קונים".

■ ואיך מתמודדים עם בעיות הסחירות של אג"ח בחו"ל? "זאת שאלה טובה, כי ההכרז הגדול בין ישראל לחו"ל הוא שבישראל המסחר באיגרות חוב בבורסה הוא מעולה. יכולת הביצוע כאן בתחום המסחר באג"ח היא הרבה יותר גבוהה ממה שקורה בחו"ל, שם עובדים מעבר לדלפק (כלומר מסחר בין הברוקרים ללא רשימה מרכזית, ע'כ' ולכן נדרשת מיומנות גבוהה יותר. לנו יש אדם שזה תפקידו, והוא עובד עם קרוב למאה ברוקרים בעולם, מהונג קונג במזרח ועד ארה"ב במערב, וזה מאפשר לנו את יכולת הביצוע הגבוהה גם בחו"ל".

■ והיום, בשאתה מפתכל למשל על סדרות האג"ח של טבע, אז הארוכות שבהן

החברות האמריקאיות מצדיק את הדירוג שנותנים להן. אבל איכויות החוב הן שונות.

חוזק של אג"ח זה לא רק הדירוג שלהן

"אצלנו ההסתכלות אומרת שיש לבחון את החוזק של האג"ח. כלומר, כמה החוב שברשותך חזק בתוך דרגות החוב של החברה, ולא רק מה דירוג החברה. כשהסתכלות היא כזאת, אז היכולת שלנו לקנות את איגרות החוב הללו קצת יורדת, כי בחלק גדול מהמקרים מחזיקי האג"ח הם האחרונים בתור. אז יכול להיות שהחברה היא חזקה, אבל כשאתה האחרון בתור, אז הריקברי שלך שואף לאפס".

■ יש עוד משהו שגורם לשוק הישראלי להיות מעוות, וזה שרוב הכסף של הציבור זורם לקרנות האג"ח ולקרנות המעורבות, על חשבון הקרנות המנייתיות, ואז לקרנות בעצם אין ברירה, אלא להמשיך ולקנות את הסחורה הקיימת, ואת זאת שמציעים להן. וזה כמוזן מוריד את מהרווחים. "נכון. זאת בעיה בכל העולם, שרוצים לקנות נכסים

חוב ברירוג גבוה יותר, בעיקר בגלל המרווח הנמוך שנוצר בין הדירוגים.

"העניין של המרווחים די מטריד אותנו, אבל מצד שני חשוב להגיד שבניגוד להיפנים קודמים שהיו, הרי שכיום רמות המינוף שקיימות אצל הפירמות נמוכות בהשוואה היסטורית.

■ בישראל או בעולם? "בכלל. גם בהשוואה לשנים 2007-2008, גם בהשוואה לשנת 2000 ובכלל. אני חושב שיש עוד קצת טראומה אצל מנהלי הכספים בפירמות, מהסיפור שהיה בשנים 2007-2008, ואנחנו רואים בגדול רמות מינוף נמוכות יותר באופן משמעותי ממה שראינו. לכן, הנחת העבודה שלי היא שהסיפור של דיפולטים של פירמות כתוצאה מבעות אשכנזי לא עומד כרגע על הפרק. אני לא רואה סיכון במקום הזה.

"בשוק הישראלי יש לנו משהו קצת מעוות, שקשור לאג"ח של חברות הנדל"ן האמריקאיות שהנפיקו כאן, שזאת חיה שהתמודדות איתה מורכבת יותר, בגלל שיש נטייה להסתכל על הדירוג. אין לי טענות לחברות הדירוג, כי המאזן של

היא לעבור לאיגרות חוב בחו"ל, ואז מנקודת המבט שלנו אנחנו מרוויחים שם שני דברים: (1) בסיכוי מול סיכון (כולל גידור מט"ח) מקבלים תשואה גבוהה יותר; (2) עקום התשואות בארה"ב כבר מבטא העלאות ריבית סבירה של שתי העלאות וחצי, שנראית לנו סבירה. לכן החשש שלנו מהפסדי הון בהשקעה בחו"ל הוא יותר נמוך.

"כמו כן, זה נכון שהמרווחים נמוכים יחסית, אבל כמונחים היסטוריים עליית תשואות לא פותחת מחדש את המרווחים, כי מה שמעניין את המשקיעים זו ההסתברות לפשיטת רגל, ולא רק המרווח מול האג"ח הממשלתיות. ולכן, כשהתשואה גבוהה, תוחלת הסבירות להרוויח כסף היא יותר גבוהה".

■ כלומר שבתקופה כזאת של העלאות ריבית עדיף לשת באג"ח בעלת תשואה גבוהה יותר, או בדירוג גבוה יותר? בשלב ראשון, כשהריבית מתחילה לעלות, חברות בעלות דירוגים נמוכים סובלות יותר, כי הוצאות המימון שלהן עולות. לכן, בשוק הישראלי אנו משתדלים עכשיו להגדיל את שיעור החשיפה שלנו לאיגרות

הקרובה? התשובה הכי טובה שאני יכול לתת זה מה שאני לא יודע. אני כן יכול להגיד שנושא האשראי הקונצרני הוא לא הסיפור, אבל אשראי המדינות יותר משמעותי. למשל סין, שכמות האשראי שניתנת שם גדלה בקצב מאוד מהיר, ואם יהיה חשש מסוים - היא עלולה להידרש להרבה דולרים, וליצור דינמיקה שלילית בשווקים המתעוררים. אבל בגדול, עם נתונים כמו שהם נראים היום, אנחנו למעט מחירי המניות שהם גבוהים, כל השאר בסדר.

■ ואם נוזי משוק המניות לשוק איגרות החוב, אז למרות כל התחזיות השחורות לכך שהריבית תעלה והאג"ח יירדו, הרי שגם השנה זה לא קרה. מתחילת 2017 ראינו עליות בכל מדדי איגרות החוב בת"א, ובעיקר באפיק קונצרני, שם רשמו המודדים עליות של 4%-7%.

"זה נכון שהמרווחים באיגרות החוב בסיכון גבוה יורדים לשפל שלא ראינו כמותו. לכן, בהסתכלות שלנו נכון לחפש אלטרנטיבות. אחת מהן למשל