

## שוק המניות הגלובלי

מדד ה-MSCI הגלובלי (MSCI All World) רשם ב-2021 עלייה דו ספרתית, זה שנה שלישית ברציפות, רצף שנרשם לפני כן רק בסוף שנות התשעים.

בחדר העסקאות בדיסקונט מעריכים כי 2022 עומדת להיות שנה שונה לחלוטין ושוק המניות צפוי לרשום תשואות אחזקה מתונות מאוד, תוך סיכון לא מבוטל לירידות.

מצורפת סקירה על הערכתנו למגמות בשוק המניות הגלובלי, במתכונת של שאלות ותשובות.

### שאלה: מה הגורם העיקרי שישיע על השווקים ב-2022?

בניגוד למה שמקובל לחשוב גורם זה אינו האינפלציה. נבחן קודם את מה שהתרחש בשנה שעברה.

בנובמבר 2021 האינפלציה השנתית בארה"ב עמדה על 6.8%, שיעור שיא מאז תחילת שנות השמונים. גם האינפלציה השנתית הגיעה לרמות שיא מאז כינון גוש האירו (5%) וגם באנגליה היא שברה שיא של יותר מעשור.

האינפלציה לא רק היתה גבוהה, אלא גם הפתיעה מאוד כלפי מעלה את התחזיות. לפני כשנה, הכלכלנים ברובם חזו אומנם עלייה באינפלציה בארה"ב למשל, אבל עוצמת העלייה היתה חדה יותר ובאופן משמעותי, על רקע שילוב של בעיות בשרשרת הייצור וההובלה הגלובלית, האצה חדה בביקושים והעלייה במחירי הנפט.

מדד הפתעות האינפלציה של Citi, שבוחן את הפער בין האינפלציה בפועל במדינות העיקריות לתחזיות לאינפלציה, עמד על רמת שיא של כל הזמנים.

למרות האינפלציה הגבוהה והמפתיעה, שוק המניות העולמי רשם ב-2021 עלייה של כ-17%, עלייה חדה מאוד בהשוואה לעלייה שנתית ממוצעת של כ-6% על פני 20 השנים שלפני כן.

בארה"ב, מדד ה-S&P 500 סגר את 2021 ברמה של 4766. מדובר ברמה הגבוהה ב-18% מעל הערכות האנליסטים, כשנה לפני כן, באשר למדד החזוי בסוף 2021.

החששות לפיהן התייקרות השכר והעלייה במחירי חומרי הגלם יפגעו באופן חד ברווחיות החברות השונות, התבדו.

למעשה, החברות השונות הצליחו במקרים רבים "לגלגל" את ההתייקרויות אל צרכן – עניין שמצד אחד תרם לאינפלציה הגבוהה ומצד שני סייע לחברות במדד ה-S&P 500 לרשום במהלך 2021 שולי רווח נקי מוערכים של כ-12%-13%, כלומר שיעור שיא של יותר מעשור.

### שאלה:

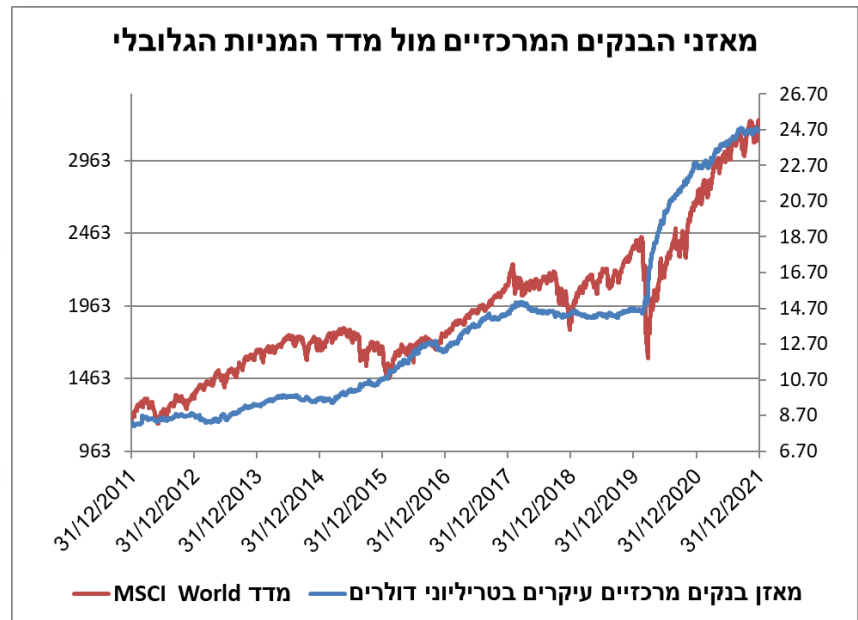
### אז מה השפיע על השווקים?

הגורם העיקרי שהשפיע על השווקים היה המדיניות המאוד מרחיבה של הבנקים המרכזיים שלמעשה לא ממש הגיבו לאינפלציה הגבוהה.

למרות שגם האינפלציה וגם הצמיחה היו גבוהות מהתחזיות - הבנקים המרכזיים העיקריים במערב שמרו על ריביות שפל במהלך 2021 והמשיכו להזרים נזילות גבוהה לשווקים.

יש קשר חזק בין היקף המעורבות והגדלות המאזן של הבנקים המרכזיים ובין המגמה בשוקי המניות, ולא מעט מחקרים בעולם ובדיקות שערכנו מראים את עוצמת הקשר.

למעשה, שוקי המניות נהנו ב-2021 מ"קוקטייל משכר" של התאוששות חזקה מהצפי ממשבר הקורונה מחד, לצד המשך הזרמות הכסף וריביות נמוכות של הבנקים המרכזיים מאידך.



### שאלה: ובמה 2022 תהיה שונה ומדוע אתם פסימיים גם במצב בו האינפלציה תרד?

אם ב-2021 הסיפור המרכזי היה שהבנקים המרכזיים שומרים על ריביות שפל ומזרימים כסף למרות האינפלציה הגבוהה, ב-2022 הסיפור צפוי להערכתנו להתהפך לכיוון השני.

גם האינפלציה וגם הצמיחה צפויים לרשום ירידת מדרגה, אבל הבנקים המרכזיים בכל זאת יעברו למדיניות מצמצמת, מאחר ורמת האינפלציה והצמיחה יהיו עדיין מספיק גבוהות בכדי להתניע העלאות ריבית.

הפד, למשל, מאותת כי הוא יעלה ריבית 3 פעמים במהלך 2021 ושוקי הריביות כבר מעניקים הסתברות לא מבוטלת להעלאת ריבית רביעית.

אולם, הסיפור הוא לא רק הריבית עצמה. ביום חמישי האחרון למשל נרשמה ירידה של 1.94% במדד ה-S&P 500. הירידות נרשמו כתגובה לפרסום פרוטוקול דיוני הפד מדצמבר.

מה שמעניין בנתון הזה הוא שזו הירידה החדה ביותר ליום פרסום הפרוטוקול מאז נובמבר 2008.

מהפרוטוקול עלה, כי כמעט כל חברי הפד מסכימים כי יהיה נכון להתחיל להקטין את מאזן הפד בנקודת זמן מסוימת לאחר העלאת הריבית הראשונה (שהשווקים מתמחרים כבר במרץ) וחלק מהחברים אף ציינו כי יהיה זה ראוי להתחיל להפחית את מאזן הפד באופן מוקדם יחסית לאחר התחלת העלאות הריבית.

במילים אחרות: לא רק שהפד מאט את קצב הזרמת הנזילות לשווקים, אלא הוא גם עשוי לעבור למשיכת נזילות מהשווקים ובזמן מהיר יחסית. חברי פד רבים גם ציינו שהפחתת המאזן צפויה להיות מהירה יותר מאשר מחזורי הפחתות המאזן בעבר.

מדיניות הכסף הזול צפויה להפוך כיוון ב-2022 וזהו הגורם המרכזי שיכביד מאוד על שוקי המניות.

בגוש האירו, הריבית לא צפויה לעלות השנה, אבל קצב הרחבת המאזן והזרמת הנזילות יפחת בקצב משמעותי. במדינות אחרות כמו אנגליה וקנדה, למשל, צפויות מספר העלאות ריבית במהלך השנה.

### מה ניתן ללמוד מניסיון העבר על ההשפעה של תחילת העלאות ריבית והקטנת הנזילות על שוק המניות?

מניתוח שערכנו עולה תמונה מעניינת. בחנו את כל המחזורים שבהם הפד התחיל להעלות את הריבית מאז שנות התשעים ובאופן ברור עולה שיש השפעה לקצב העלאות הריבית בשנה הראשונה.

במחזורים שבהם הפד העלה ריבית בקצב מהיר יחסית בשנה הראשונה (1994, 1999, 2004) שוק המניות רשם תשואה אפסית או שלילית, החל מנקודת זמן הדומה לנקודת הזמן הנוכחית (67 יום לפני תחילת העלאת הריבית) ועד חצי שנה קדימה.

בחלון זמן של שנה קדימה, שוק המניות כבר הצליח לרשום תשואה חיובית, אך מתונה.

מאידך, במחזור של 2015 או 1997, שבו הפד העלה ריבית פעם אחת בלבד (בחלון זמן של שנה), שוק המניות הצליח לרשום עליות ובפרט בחלון זמן של שנה קדימה.

להערכתנו הפעם הפד יעלה ריבית לפחות 3 פעמים השנה – דבר שיכביד על שוק המניות.

			תשואת אחזקה חצי שנה קדימה:	תשואת אחזקה שנה קדימה:
			S&P 500	S&P 500
תחילת העלאת ריבית	היום או תאריך דומה בעבר (69 יום לפני העלאת ריבית ראשונה)	העלאות ריבית מתאריך מקביל להיום שנה קדימה (היום לפי תמחור שוק)		
16-Mar-22	January 8, 2022		???	???
December 16, 2015	October 10, 2015	0.25	2.8%	9.8%
June 30, 2004	April 24, 2004	1.75	-3.1%	2.8%
June 30, 1999	April 24, 1999	1.25	-3.5%	6.7%
March 25, 1997	January 17, 1997	0.25	21.2%	26.1%
February 4, 1994	November 29, 1993	2.50	0.40%	1.4%

### מה עוד מעיק על שוק המניות?

צריך לזכור שרמת התמחור האבסולוטית בשוק המניות גבוהה מאוד. המכפיל החזוי (BF) על מדד ה-S&P 500 עמד בסוף שבוע שעבר על 21. מדובר במכפיל יקר מאוד, בהשוואה לממוצע של 16.2 על פני המילניום הנוכחי. למעשה, רמת המכפיל היום יקרה יותר מכל נקודת זמן מאז תחילת 2002 ועד מאי 2020.

גם מדדים אחרים שלנו תומכים בהערכה כי השוק יקר או לפחות איננו זול אבסולוטית.

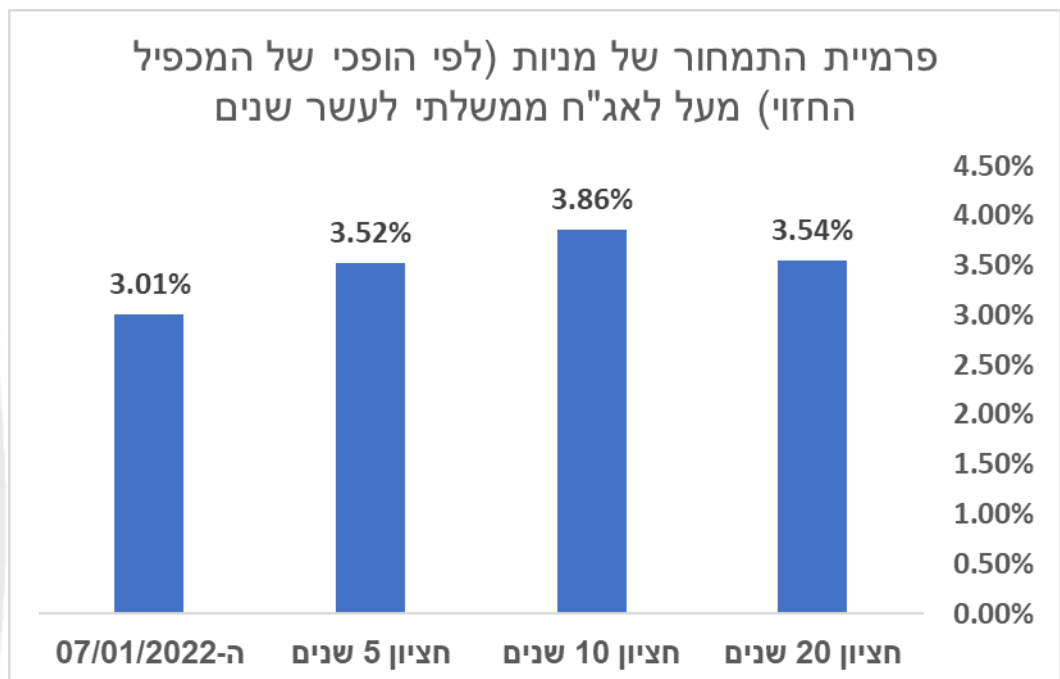
יש המציינים, בצדק, כי ראוי לבחון את תמחור שוק המניות בהשוואה לשוק האג"ח הממשלתי. אולם, לאחר המהלך החד של עלייה בתשואות הממשלתיות בארה"ב, גם בהשוואה זו שוק המניות אינו זול.

מסקנה זו עולה למשל כאשר בוחנים את פרמיית התשואה על מניות מעל לאג"ח ממשלתי לעשר שנים.

הפער בין תשואת הרווח הנגזרת מהמכפיל החזוי (1 חלקי המכפיל), לפני דיבידנד, פחות תשואת אג"ח ממשלתי לעשר שנים בארה"ב, עמדה בסוף השבוע על 3%.

מדובר בפרמיה חיובית אך נמוכה יחסית לרמות החיצוניות בחתכי זמן שונים לאחר. כך, למשל, הפרמיה החיצונית על פני העשור החולף עמדה על 3.86%, כלומר פרמיה כדאית יותר, עניין שמקטין את הכדאיות של מניות בהשוואה למצב בעבר.

פרמיית התמחור של מניות (לפי הופכי של המכפיל החזוי) מעל לאג"ח ממשלתי לעשר שנים



### אז בשורה התחתונה, מה התחזית לשוק המניות הגלובלי ומה עשוי לשנות את התחזית?

מאינדיקטורים ומודלים שונים בהם אנו משתמשים עולה, כי בסיכום 2022 צפויה עלייה מתונה של עד כ-5% על מדד המניות הגלובלי.

הגורם העיקרי שעשוי לגרום להפתעות הוא מדיניות הבנקים המרכזים, ובראשם הפד. אם, למשל, הפד יעלה ריבית רק פעם-פעמיים השנה ובמקביל לא יקטין את המאזן, שוק המניות עשוי להפתיע לטובה.

מאידך, בתרחיש בו הפד יקטין את המאזן באופן ניכר כבר השנה וכן את הזרמת הנזילות לשווקים, שוק המניות עלול לרשום ירידות.

### אז מה ההמלצה העיקרית למשקיעים?

אם בשנים האחרונות המלצנו בעיקר על חשיפה גבוהה לשוק המניות (כולל במרץ 2020 וממש בסוף 2018), הפעם אנו ממליצים על חשיפה בינונית ואולי אף נמוכה, תוך מודעות לסיכונים ולתנודתיות הצפויים במהלך השנה. את המלצות ההשקעה יהיה צריך לבחון באופן תדיר לאור הצפי למדיניות הפד, התמחור בשוק וגורמי הסיכון.

באופן כללי, ההמלצה היא להשקיע בחברות ערך גדולות בעלות רווחיות גבוהה, לצד שילוב של נישות ספציפיות.

ברמה הסקטוריאלית, אנו ממליצים על השקעות בתחום הפיננסים, תחום שעשוי ליהנות מהצפי שלנו לעלייה בשיפוע העקום. דוגמא להשקעה כזו עשויה להיות קרן הסל KBWB על הבנקים.

בנוסף, ומסיבות אחרות, אנו ממליצים על השקעה בסקטור החומרים. גם סקטור האנרגיה מעניין כעת להשקעה, למרות הערכתנו לירידה במחיר הנפט בעוד מספר רבעונים. הסקטור מעניין בשל מספר סיבות ובהן תמחור זול יחסית, פגיעות נמוכה בתרחיש של עלייה בתשואות והערכה כי גל האומיקרון לא יפגע באופן משמעותי מאוד בביקושים במערב.

סקטור ההייטק בכללו עלול אמנם להיפגע בתרחיש של עלייה בתשואות, ובכל זאת אנו ממליצים לשלב מתוכו תחומים כמו שירותי תוכנה ושבבים. יש חשיבות גבוהה בסלקטיביות ובחירה של מניות שלא נסחרות במכפילים מוגזמים.

מומלץ גם לשלב חברות מסוימות שעשויות ליהנות מהצפי לשיפור בשרשרת הייצור של כלי הרכב.

"הניתוח

הכולל בסקירה זו הינו למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ (להלן: "הבנק") לייעוץ ללקוחותיו בהתאם לאמור בו.

הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שנבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בסקירה מייצגות את עמדת מחבריה והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי השקעות בבנק ו/או מחלקת המחקר ו/או הכלכלנית הראשית בבנק. הדעות האמורות נכונות ליום פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת. הניתוח מופץ כחלק מתפוצה רחבה, וגם אם במסגרת תפוצה רחבה זו, הוא מגיע אליך אישית באמצעות הדוא"ל או בכל דרך או מדיה אחרת, אין לראות בו משום ניתוח או סקירה המותאמים לצרכיך ולנתונים האישיים שלך, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי הני"ע והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שיהיו ולא מכל בחינה אחרת.

עשוי להיות למחברי הסקירה ו/או לבנק עניין אישי בנושא הסקירה. הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בסקירה זו, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על סקירה זו, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת הסקירה ופרסומה במלואה או בחלקה, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט. הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בסקירה זו, ככל שנזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטובעים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך לא ישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר".



## &lt;&lt;&lt; מחקר מאקרו ושווקים &gt;&gt;&gt;

שמואל קצביאן, אסטרטג שווקים  
Shmuel.katzavian@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; OTC תחום לקוחות &gt;&gt;&gt;

קובי צעירי, מנהל תחום לקוחות  
03-5145500  
Kobi.tsairi@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; דסק מוסדיים ונגזרים &gt;&gt;&gt;

אבישי בר דיין, מנהל דסק  
Avishay.bardayan@dbank.co.il

אבי טטרו, סוחר  
Avi.tetro@dbank.co.il

רועי יעקבי, סוחר  
Roe.yaakobi@dbank.co.il

אלעד דרוויש, סוחר  
Elad.darwish@dbank.co.il

כרמית ארבל, סוחרת  
Carmit.arbel@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; דסק תאגידיים &gt;&gt;&gt;

ליאן לוינטל, מנהלת דסק  
Lian.levintal@dbank.co.il

סיוון פינטו, סוחרת  
Sivan.pinto@dbank.co.il

טל בן שטרית, סוחרת  
Tal.ben.shitrit@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; דסק מסחרי &gt;&gt;&gt;

דן בירו, מנהל דסק  
Dan.biro@dbank.co.il

אלעד רפאל, סוחר  
Raphael.Elad@dbank.co.il

עוז שוחט, סוחר  
oz.shohat@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; Structures, Derivative products &amp; Private Banking &gt;&gt;&gt;

אסף שרגא, מנהל דסק  
Asaf.shraga@dbank.co.il

גיל עמירן, סוחר  
Gil.amiran@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; חדר עסקאות &gt;&gt;&gt;

גדנן יעקב, מנהל חדר עסקאות  
Yakov.gedanken@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; תחום ניירות ערך וברוקראז' &gt;&gt;&gt;

רפאל וסלום, מנהל תחום מסחר ני"ע  
03-5144590  
Rafi.v@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; מחקר מיקרו ישראל &gt;&gt;&gt;

מיכל אלשיך, מנהלת מחקר ברוקראז'  
Michal.alshech@dbank.co.il

ישי ששון – אנליסט בכיר  
Yishay.sasson@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; דסק ברוקראז' &gt;&gt;&gt;

ניב רז, מנהל דסק ברוקראז'  
03-5145502  
Niv.raz@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; אג"ח ישראל &gt;&gt;&gt;

ארז דינור, סוחר  
Erez.dinur@dbank.co.il

ברק שמידט, סוחר  
barak.shmidet@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; מניות ישראל &gt;&gt;&gt;

זיו נרקיס, סוחר  
Ziv.narkis@dbank.co.il

בני אסייג, סוחר  
beni.assayag@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; ניירות ערך זרים &gt;&gt;&gt;

דניאל טאובר, מנהל דסק מניות חו"ל  
Daniel.taober@dbank.co.il

אייל סבג, סוחר  
Eyal.sabag@dbank.co.il

עומר שור, סוחר  
Omer.shur@dbank.co.il

## &lt;&lt;&lt; Premium Retail Desk &gt;&gt;&gt;

עידן לוזון, מנהל דסק  
Idan.luzon@dbank.co.il

דוֹתן שטרן, סוחר  
Dotan.stern@dbank.co.il

עמית יעקבי, סוחר  
Amit.yaakobi@dbank.co.il

צחי ביטון, סוחר  
Tzachi.biton@dbank.co.il

דניס אפרים, סוחר  
denis.efraim@dbank.co.il