

04/02/16

סקירה חודשית פברואר 2016:

שלום רב,

אביב-שגב שמחה להגיש לכם סקירה חודשית על שוקי ההון בארץ ובעולם (*).

חודש וחצי של טלטלות וירידות חדות עברו על השווקים ברחבי העולם לאחרונה ודומה כי אי אפשר להתחיל בסקירה מבלי להתייחס לשאלה אשר מעסיקה משקיעים מרחבי העולם, **האם הירידות הן בגדר תיקון למחירי המניות שהיו בסימן עלייה בשבע השנים האחרונות מאז המשבר של 2008 או שמה הן מבשרות את תחילתו של משבר פיננסי או כלכלי חדש ואולי גלישה למיתון?** משקיעים בכל מקום תהו אם זו העת לנוס על נפשם מן השוק או לחשוך שיניים, להמתין בסבלנות ולנצל התייצבות בשוק כדי לשפר ולארגן את תיק ההשקעות. כדור בדולח אין בידינו... אולם אנו מאמינים כי יש להסתכל על מספר פרמטרים בטרם מקבלים תשובה לשאלה, (ולא, כותרות מבהילות של 'נביאי זעם' בעיתונות הכלכלית אינן כלי לקבלת החלטות...).

לדעת רבים הבורסה נחשבת כראי לכלכלה בגלובלית ומשקפת את התחזיות העתידיות של נתוני המאקרו והמיקרו. אז האם אנו בפתחו של משבר או מיתון גלובליים?

נתוני המאקרו שפורסמו בחודש האחרון בארה"ב, הן באירופה ובמידה מסוימת גם בסין היו ברובם חיוביים, במיוחד בארה"ב. דו"ח התעסוקה בארה"ב שהתפרסם בתחילת ינואר, הצמיחה השנתית עמדה ב 2015 על 2.4 כצפוי, בתוספת מספר נתוני מאקרו חיוביים למדי מאירופה. נכון כי היו נתונים פחות חיוביים כדוגמת התמ"ג הרבעוני בארה"ב שהיה נמוך מעט מהתחזיות, מדד מנהלי הרכש שהיה נמוך מהצפוי. אולם, נתוני המאקרו בהחלט לא סיפקו תמונה עגומה ביחס לכלכה העולמית, כאשר האטת הצמיחה בסין כבר ידועה ומגולמת, לדעתנו, מזה זמן מה, במדדים. למרות זאת למעט תיקונים ספורים כלפי מעלה, רוב החודש האחרון השווקים הגיבו לדבר אחד עיקרי: מחירי הנפט...

גם הדוחות הכספיים שפורסמו לאחרונה, הראו כי מרבית החברות עומדות בתחזיות הן בשורת הרווח וההכנסות והן בתחזיות שהן סיפקו. מבדיקה של כ-200 חברות שפורסמו עד כה את דוחותיהן הכספיים, 73% הכו את תחזיות הרווח ו-47% הכו את תחזיות ההכנסות.

בדרך כלל אנו לוקחים בחשבון מספר קריטריונים לפני שאנו באים לקנות מניה ומבצעים ניתוח פונדמנטלי של החברה (הכנסותיה, הצמיחה ברווחיותה, תחזיותיה ועוד), אולם כעת נראה שהקריטריון העיקרי שקובע את המדדים ומחירי המניות ביום נתון הם מחירי הנפט ועד כמה מחיר זה מלחיץ את המשקיעים.

תקופה שכזאת עם מובהקות והתאמה מלאה בין מדדי המניות המובילים לבין מחירי האנרגיה, כאשר קיימת קורלציה ישירה בין מחירי הנפט למחירי המניות, קרי מחיר הנפט עולה והמדדים מגיבים בעלייה ולהיפך לא זכורה לנו. בדיקה שעשינו חמש שנים אחורנית לגבי הקורלציה בין מחירי הנפט למחירי המניות מראה כי בתקופות בהן הייתה קורלציה בין מחירי הנפט למחירי המניות היא הייתה הפוכה, עליה של מחירי הנפט הדאיגה את המשקיעים בשל חשש מהכבדה על התעשייה, הכלכלה ועל כיסו של הצרכן.

מדד ה S&P500 מול מחיר חבית נפט



וודאי שהיו סיבות רבות לדאגת המשקיעים: רבות דובר על סיבות אלה בחודש האחרון ונמנה אותן בקצרה: פחד מפני 'נחיתה קשה' של סין שתלווה בזעזועים ואולי אפילו משבר פיננסי בעקבות השינוי המבני שעוברת הכלכלה השנייה בעולם וחשש כי הממשל לא יידע לעבור שינוי זה בצורה חלקה, חשש מכניסה של הכלכלות המובילות בעולם למיתון, חשש מפני גלישה של הכלכלה העולמית להאטה רצינית. גורם נוסף לדאגת המשקיעים היה החשש כי ירידת מחירי הסחורות תוביל למשבר חמור בקרב מדינות ייצוא סחורות מהווה חלק ניכר מן הכלכלה שלהן וכן החשש מפני קריסה של חברות בסקטור האנרגיה אשר עשויה להוביל להתפתחות של משבר פיננסי. **אולם, לנו נראה כי המשקיעים נתקפו פחד ופאניקה ונתפסו למכירת חיסול גם של מניות של חברות טובות אשר יכולות להמשיך לתפקד היטב גם בסביבה כלכלית מאתגרת. המשקיעים, לדעתנו, ראו רק את חצי הכוס הריקה בתקופה האחרונה....**

אנו סבורים, כי כבר בתקופה הקרובה באם ניראה התייצבות של מחירי הנפט (מה שעשוי לקרות לדוגמא באם תושג הסכמה על הפחתה מסוימת של תפוקת הפקת הנפט בין מדינות אופ"ק ברשות סעודיה ומדינות מפיקות נפט מחוץ לארגון) התנודתיות הרבה בשווקים תצטמצם בצורה משמעותית וגם הקורלציה בין מחירי המניות למחירי הנפט תצטמצם, ושווקי ההון יגיבו בהתאם לנתוני המאקרו והמיקרו שמתפרסמים מעת לעת.

✓ **ארה"ב**



ראשית נתייחס לדו"ח התעסוקה הקודם שהתפרסם ב-08.01.2016 הציג נתונים מרשימים שעמדו על תוספת מועסקים של 292 אלף לעומת תוספת של 200 אלף בלבד, זהו שיפור של 46% לעומת התחזיות. דו"ח חזק מאוד לכל הדעות. גם מחר אמור להתפרסם דו"ח התעסוקה של חודש פברואר והתחזיות עומדות על תוספת של 190 אלף משרות חדשות למשק האמריקאי.

להנחתנו, דו"ח התעסוקה שהיה אחד הגורמים המשפיעים בשנת 2015 לקבלת החלטות על העלאת הריבית במשק האמריקאי כבר לא יהוו את אותו משקל, בדומה לשנה הקודמת, וזה

לאור הטלטלות האחרונות בשווקים, וכעת האנליסטים שצפו כי יבוצעו 4 העלאות ריבית בשנת 2016, מדברים על שתי העלאות בלבד. ואם נבדוק את מדדי המניות המובילים בארה"ב, כיצד הגיבו לדוחות התעסוקה המצוינים, אנו נראה כי מחירי חבית הנפט באותו יום יהווה את הגורם המכריע להעלאות העתידיות בריבית. לעומת זאת התמ"ג שפורסם ב-29.01.2016 עומד על 0.7 לעומת תחזית של 0.8 ברבעון האחרון של 2015. אולם, הצמיחה בתוצר בארה"ב בשנת 2015 כולה עמדה על 2.4% בדומה לשנת 2014. הפגיעה המשמעותית מלבד חברות האנרגיה היא כמובן מניות הפיננסים שירדו בממוצע מתחילת השנה 11.9% לעומת ירידה של 6.43% במדד ה-S&P 500 זיהו ירידה חדה ולטעמנו אינה מוצדקת. והחשש של המשקיעים, שחברות אנרגיה לא יוכלו לשרת את חובן ויגיעו לרמה של חדלות פירעון, תשפיע באופן מיידי על הבנקים. אולם, ירידה זו היא overshooting ביחס לחשיפה אמיתית של הבנקים הגדולים לחברות האנרגיה (חשיפה אשר הנחת הקונצנזוס לגביה טוענת כי היא אינה עוברת את ה-5% מסך תיק האשראי של הבנקים) בנוסף, בהנחה כי בסופו של דבר כאשר נראה התייצבות במחירי הנפט אנו סבורים כי נוכל לראות תיקון משמעותי במניות הפיננסיות הגדולות, כדוגמא: ג'יי פי מורגן, סיטי בנק, ובנק אוף אמריקה.

ככלל, בתקופה הקרובה, עד להתבהרות התמונה ביחס לכלכלה העולמית וכיצד תשפיע ההאטה בצמיחה של סין, אנו נעדיף חברות אמריקאיות מוטות צריכה פנימית, שיוכלו ליהנות מהגידול בהכנסה הפנויה של הצרכן הפרטי עקב הירידה במחירי הנפט וכן חברות מתחומים אשר נהנות ממגמות חיוביות בתחומן, כדוגמת חברות השבבים, שירדו בחדות רבה עקב החשש מפני האטת הצמיחה בסין והשפעתה על חברות דוגמת אפל וסמסונג, אולם פרסמו דוחות מצוינים. מגמה נוספת שיש לקחת בחשבון היא העובדה שהצפי להעלאת ריבית בארה"ב ע"י הפד בקצב המקורי ירד וכיום השוק מתמחר שתי העלאות במהלך השנה אם בכלל. מהלך זה תומך בהיחלשות הדולר, מה שנותן באופן מסורתי רוח גבית למחירי הסחורות. עלייה במחירי הסחורות עשויה להטיב עם מדינות השווקים המתעוררים ולהפחית את חששות המשקיעים.



בסין לעומת זאת, הירידות החזקות שראינו בחודש האחרון באו בעיקר בעקבות נתוני מאקרולגים שפורסמו לאחרונה, כדוגמת מדד מנהלי הרכש שפורסם ב-04.01.2016 והפתיע את כל התחזיות, כאשר הנתון עמד על 48.2 לעומת צפי של 49 והרבה מתחת למספר 50. מדד זה אשר מספק תמונת מצב עדכנית במגזר הייצור בסין. וכלול בתוכו משתנים כדוגמת: מכירות, תעסוקה ונתון מעל 50 מעיד על התרחבות של המשק ומתחת ל-50 מעיד על התכווצות המשק. ומכאן הנתון שפורסם ב-04.01.2016 העיד על התכווצות של הכלכלה בסין, ולכן, הבורסות בסין ירדו והגיבו בחוזקה לדו"ח הנ"ל בירידה של כ-7% במדדים.

נראה כי הקורלציה בין מחיר חבית הנפט לבין מחירי המניות אינה מתקיימת בסין, וזאת לנוכח העובדה כי סין היא היבואנית מספר אחת בעולם בנפט, ולכן נהנית מאד מירידת מחירי הנפט. גורמים נוספים שהשפיעו על ירידת מחירי המניות במהלך החודש האחרון, היו תום תוקף האיסור על מכירת המניות שהחל באוגוסט 2015, ואמור להסתיים בתחילת ינואר 2016, ירידה חדה במחירי המניות הביאה את הממשל הסיני להאריך תוקף איסור זה עד סוף מרץ 2016. גם מנגנון מנתקי הזרם שפעל בתחילת חודש ינואר מספר פעמים, בעקבות ירידות חדות הבורסה בסין גרם למסחר מקוצר, וזאת כדי למנוע בהלה ופאניקה בקרב המשקיעים. לאור העובדה, שקרן המטבע העולמית הכניסה את המטבע היואן הסיני לסל המטבעות החל מחודש אוקטובר 2016, אנו מעריכים ומקווים כי מהלך זה יכניס את סין לכלכלות המערביות ויגרום לרפורמות בכלכלה הסינית ולשקיפות גדולה יותר.

לאור הנתונים הללו, אנו ממליצים לשקול חשיפה לסין החל מן החלק השני של 2016, כיוון שאנו נהיה לאחר איסור מכירת המניות ונעמוד לפני כניסת מטבע היואן הסיני לסל המטבעות העולמי. בשלב זה אין אנו ממליצים להיחשף למניות בסין וזאת כדי להימנע מתנודתיות יתר הצפויה בחודש מרץ הקרוב.



גם באירופה בדומה לארה"ב, מרבית נתוני המאקרו שפורסמו היו חיוביים. מדד מנהלי הרכש עמד על 53.2 ברמת צפי של 53. גם מדד הרכש בבריטניה עמד על 57.8 לעומת צפי של 56, מנגד מדד המחירים השנתי באירופה עמד על 0.2 לעומת צפי של 0.3. מחירי אנרגיה נמוכים גורמים לאינפלציה נמוכה ולעיתים אף שלילית, ולכן אנו מעריכים כי הריבית באירופה תמשיך להישאר שלילית כדי לתמרץ את הכלכלה ולתמוך ברמת אינפלציה גבוהה יותר. ולכן נראה כי דראגי ימשיך בפעילות ההרחבה הכמותית שהוא נוקט בה, ויתכן ואף ירחיב אותה במהלך חודש מרץ 2016.

רמות המחירים באירופה נמוכות דיין, כדי להגדיל את החלק המנייתי באירופה או להגדיל את משקל המניות באירופה על חשבון מדדים אחרים. אנו סבורים כי רמות המחירים הנוכחיות מתמחרות גם סיכונים נוספים שעשויים לעמוד בפתח גוש האירו כגון, התפתחויות שליליות אפשריות בעניין יוון או בעיית הפליטים המציפים את אירופה כעת.

בספר נראה כי שני פרמטרים חשובים שופרו במהלך 2015. הראשון, הוא רמת האבטלה אשר ירדה לרמה של 20.9%, והשני הוא שיעור הצמיחה לשנת 2015 3.2% לעומת 1.4% ב-2014, נתונים אלו מעודדים מאוד את גוש האירו, שכן ספרד היא מדינה בעלת משקל משמעותי מאוד, ועד לא מזמן עמדה בסכנה של חדלות פירעון. מאידך, יש לזכור כי גוש האירו חשוף לסין ברמה של 14% ייצוא סחורות, לעומת 4% בלבד מארה"ב, לכן לכל שינוי במצב הכלכלה בסין השפעה רבה יותר על גוש האירו לחיוב או לשלילה.... להערכתנו הקורלציה באירופה תמשיך להיות בדומה לארה"ב בשלב זה למחיר חבית הנפט עד ההתנתקות המיוחלת.



הירידות של החודש האחרון לא פסחו גם על ישראל ועל מדדי המניות המרכזיים, אולם ת"א הגיבה בצורה מתונה יותר להתפתחויות בעולם כאשר ת"א 25 ות"א 100 ירדו כ- 3.5% מדד הבנקים בלט לרעה וירד 6.32%. להערכתנו חלק מהירידה המתונה יחסית בת"א נבעה מן העובדה כי מרבית הירידות החזקות בארה"ב חלו בסופי השבוע כאשר אין מסחר בת"א וייתכן כי פער זה סייע לתל אביב להגיב במתינות יחסית.

נראה כי רמת הריבית (ריבית בנק ישראל עומדת על 0.1% וריבית הפריים עומדת על 1.6%) ורמת האבטלה הנמוכות (שעמדה על 5.2% נכון לסוף 2015) השוררות כרגע במשק הישראלי, ימשיכו לתרום לפעילות המשק בישראל. בנק ישראל פרסם לאחרונה את המדד המשולב והוא מראה צמיחה חזויה לשנת 2016 שתעמוד בין 2% ל 2.5% צמיחה נאה ביותר ביחס למדינות המפותחות בתקופה זו. השקל נחלש לאחרונה מה שאמור לסייע ליצואנים וגם לצמיחה במשק.

אג"ח:

אמנם הצפי הוא כי הריבית בישראל לא תעלה בחצי הראשון של 2016 (בעיקר לאור הורדת הריבית המפתיעה של נגדי הבנק היפני והמדיניות המרחיבה שנקטת באירופה על ידי הבנק המרכזי), אך אנו ממשיכים להחזיק בדעה כי יש להעדיף ניהול דפנסיבי ברכיב האג"ח באמצעות ניהול מח"מ סינתטי אשר משלב השקעה באג"ח קונצרני מדורג במח"מ קצר עם מרווח נאה מהממשלתי עם אג"ח ממשלתי במח"מ בינוני. אנו סבורים כי יש לנקוט באסטרטגיה זו גם באפיק הצמוד וגם באפיק הממשלתי. שיפור במצב הכלכלה העולמית יחד עם חידוש העלאות ריבית בארה"ב עשויות לתמוך בטווח רחוק יותר בעליית תשואות גם בת"א ומכאן שאנו מעדיפים לנקוט בגישה דפנסיבית כעת.



אביב-סגב

ניהול השקעות

מדינה	מדדים	שינוי חודשי	שינוי מתחילת שנה
ישראל	תל אביב 25	-3.46%	-3.46%
ישראל	תל אביב 75	-3.99%	-3.99%
ישראל	תל אביב 100	-3.46%	-3.46%
ארה"ב	Dow Jones	-5.50%	-5.50%
ארה"ב	S&P 500	-5.07%	-5.07%
ארה"ב	NASDAQ 100	-6.84%	-6.84%
ארה"ב	Russell 2000	-8.85%	-8.85%
אירופה	EUROPE STOXX 600	-6.37%	6.37%
אירופה	EUROSTOX 50	-6.81%	-6.81%
סין	FTSE CHINA 50	-12.13%	-12.13%
סין	CSI 300	-22.60%	-22.60%
יפן	NIKKEI 225	-7.96%	-7.96%
ברזיל	IBOVESPA	-6.79%	-6.79%

ארה"ב	סקטור מצטיין	שירותים 4.90%
ארה"ב	סקטור מאכזב	סחורות -10.60%

ריבית בנק ישראל: 0.1%
מדד המחירים לצרכן: 99.10%
תשואת אג"ח 10 שנים לישראל: 1.84%
תשואת אג"ח 10 שנים לארה"ב: 1.86%
המרווח עומד על: -0.02%

(*) הבהרה:

המסמך הנ"ל מכיל סקירה אינפורמטיבית בלבד ואין לראות בו ו/או במידע ו/או בדעות ו/או בניתוחים המופיעים בו משום הצעה לביצוע פעולות כלשהן (לרבות פעולות מכירה/קנייה/החזקה) בניירות ערך. אין המסמך הנ"ל והאמור בו בא להוות משום 'יעוץ בהשקעות' ע"י מי שמורשה לעסוק בכך, המתחשב בנתוניו וצרכיו המיוחדים של כל אדם ואדם. ייתכן ולכותבי המאמר או לאביב-סגב יהיה עניין אישי בנושא/ או שברשותם ני"ע המוזכרים בסקירה.