

09.10.18

סקירה 09.10.18

שלום רב,

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



• אנחנו נמצאים לאחרונה בתקופה מעניינת ומבלבלת משהו: מצד אחד אנו עדים להרבה נתונים טובים, במיוחד לגבי כלכלת ארה"ב: הצמיחה, רמות האבטלה, נתוני הייצור התעשייתי ועוד נתונים שמעידים על כלכלה איתנה כאשר גם מצב הכלכלה העולמית בסך הכל סביר. הפד אישר בהודעת הריבית האחרונה שלו כי מצב הכלכלה בארה"ב מאפשר לו להתקדם עם תוואי העלאות הריבית כמתוכנן, ומנגד יש את החשש ההולך ומתמשך מפני הסלמה של מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין, עליית תשואות באג"ח ממשלת ארה"ב שחצו את רף ה-3%, חשש כי איטליה תשבור את הכללים ותסכן את יציבות גוש האירו והכל מסתכם בשווקים ומשקיעים מבולבלים משהו ועצבניים למדי...
אנחנו ננסה להבהיר מעט את הדברים ולהבין האם אנחנו ממשיכים את המגמה החיובית בשווקים או שכעת יש סיבה לחשש משינוי מגמה .

• אחת ההתפתחויות החשובות ביותר בחודש שחלף הייתה העלאת הריבית בארה"ב בסוף ספטמבר. הבנק הפדרלי הודיע בתום ישיבתו ב 26 לחודש כי הוא מעלה את הריבית בארה"ב ב- 0.25%. זאת הייתה העלאת הריבית השלישית השנה והריבית הגיעה לטווח של 2%-2.25%, הרמה הגבוהה מאז אוקטובר 2008.

כשבוע וחצי לאחר מכן נראה כי לפתע השוק 'עיכל' את החדשות, כאשר איגרות החוב של ממשלת ארה"ב רשמו עלייה חדה: האג"ח ל-30 שנה הגיעה לשיא של ארבע שנים, 3.396 והאג"ח לעשר שנים גם כן רשמו עליה גבוהה עד שהתבססו באזור ה-3.25%. כל זה מתרחש כאשר נתוני הכלכלה האמריקאית נראים מצוין ואפילו לספקנים קשה לטעון אחרת. שיעור האבטלה לפי דו"ח התעסוקה האחרון לחודש ספטמבר עומד כעת על 3.7% ! והשכר גם כן מראה סימני עלייה סוף סוף. קצב הצמיחה השנתי בתמ"ג ברבעון השלישי היה 4.1%.

- עליית התשואות גרמה לשיפוע עקום התשואות של אג"ח ממשלת ארה"ב (כלומר הפער בין התשואה על אג"ח לשנתיים ואג"ח לעשר שנים גדל ו'שיפוע' העקום נהיה תלול יותר). ייתכן והמשקיעים מפנימים שהכלכלה צומחת ושהאינפלציה יכולה להתחזק במקביל. אולם, העלייה הזאת עלולה לסמן גם כי המשקיעים סבורים כי האינפלציה תתפתח מעבר לתחזית מה שיגרור העלאות ריבית רבות יותר מהמתוכנן מה שמוביל אותם לדרוש 'פיצוי' גבוה יותר עבור החזקתם באג"ח לטווח רחוק, מה שכמובן בא לידי ביטוי במחירי אג"ח נמוכים יותר ותשואות גבוהות יותר. במקרה בו העלאות הריבית יבואו על רקע האטה בפעילות הכלכלית העולמית או בסין כתוצאה ממלחמות הסחר או גורמים אחרים, קיימת סכנה להאטה בכלכלה וגלישה למיתון. בהקשר זה מעניין לזכור כי רק חודשיים לפני כן, בחודש אוגוסט המשקיעים דאגו בגלל ששיפוע העקום היה שטוח מדי (מה שעושי לרמז על כך שהמשקיעים מאמינים שהצמיחה עומדת להאט בעתיד ויתכן אף מיתון). כך או כך השוק והמשקיעים מוצאים סיבות לדאגה....

אנו מעריכים כעת, כי אנו נמצאים לפני סוף עליית התשואות וירידת המחירים שכן תשואה של 3.3%-3.5% אשר משקפת פער של 2.67% מאג"ח ממשלת גרמניה לתקופה מקבילה מייצרת כדאיות השקעה בארה"ב, ולנו נראה כי המשקיעים בשוק אגרות החוב יחזרו לרכוש אג"ח אמריקאיות בתשואה ריאלית של מעל 1% (רמת האינפלציה כיום בארה"ב עומדת מעל 2%). תמיכה לתזה הזאת ניתן למצוא בהודעת הנגיד האחרונה בה הוא אמר שהריבית תגיע ל 3.10% בסוף 2019 עד 3.40% במהלך 2020 אמירה זו יצרה עקום תשואות הגיוני ותלול וזאת ביחס לעקום התשואות השטוח שראינו קודם ההודעה. יש לזכור כי ברקע קיימת מדיניותו המרחיבה של טראמפ הכוללת הקטנת מיסים והגדלת הגרעון וכן צמצום המאזן של הפד אשר מוכר כל חודש אג"ח אמריקאיות בהיקף של 50 מיליארד דולר בחודש כדי לצמצם את מאזנו אשר תפח לסכום של 4.47 טריליון דולר בשיאה של מדיניות ההרחבה הכמותית שנקט הפד בעקבות המשבר של 2008.

כמו כן נראה, כי תחזיות הצמיחה של המשק האמריקאי לשנים הבאות: 3.10% ב-2018, 2.50% ב-2019 תומכות בתזה לפיה רמות המחירים הנוכחיות בשוק אגרות החוב האמריקאי נוחות, שכן מדובר בתחזיות המראות כי הריבית תהיה ברמה ניטרלית שעדיין תוכל לתמוך בהמשך צמיחת המשק.

- במסגרת גורמי הסיכון שאין להתעלם מהם מצויים כאמור הסכנה בהסלמת מלחמת הסחר וסין. קרן המטבע העולמית הורידה בדו"ח החצי שנתי שפורסם השבוע את תחזיות הצמיחה לסחר החוץ בעולם בשנת 2018 ל- 3.7% (מ 3.9% בתחזית הקודמת). כמו כן הקרן הורידה את התחזית שלה בנוגע לגידול בהיקף ונפח המסחר העולמי בשנה הנוכחית ל-

4.2% ול-4% בשנה הבאה, ירידה של 0.6% מהתחזית הקודמת. ההורדה בתחזית נובעת מהצעדים שננקטו במסגרת מלחמת הסחר מהיחלשות בפעילות בחלק מהכלכלות המתפתחות ומהאטה בכלכלה הסינית. מאז הקיץ מתרבים סימני חולשה בכלכלה הסינית, במיוחד בתחום הייצור התעשייתי. ספר הבז "הסיני, שבמסגרתו נעשה סקר הרבעוני בקרב אלפי חברות סיניות, מדווח על הרעה במגזר התעשייה בסין שהחלה עוד לפני הסנקציות. מדדי מנהלי הרכש בתעשייה הסינית משקפים את אותה האטה כאשר מדד Caixin ירד בחודש ספטמבר לרמה של 50 נקודות (עדיין קריאה שמצביעה על מגמת התרחבות אולם ירידה מתחת לרמה זו תוכל להצביע על אפשרות של האטה בכלכלה). הירידה בביקושים הפנימיים במדינה (כמו גם ברמות צמיחת האשראי, ההשקעות והמכירות הקמעונאיות) יחד עם הלחצים החיצוניים בשל מלחמת הסחר יעמידו את הממשל בסין בפני אתגרים לא פשוטים.

- מנגד, חדשות מעודדות בגזרת הסחר מגיעות מהזירה של יחסי ארה"ב קנדה אשר חתמו בתחילת אוקטובר על עסקה לתיקון הסכם הסחר החופשי צפון-אמריקאי, נאפט"א, שמאפשר לקנדה להצטרף לאמנה שהושגה באוגוסט בין ארה"ב למקסיקו. ההסכם החדש שנקרא "הסכם ארה"ב-מקסיקו-קנדה", או USMCA טעון את אישור הקונגרס בשנה הבאה. במסגרת ההסכם החדש הוחלט כי יגדל שיעור הייצור של כלי רכב בצפון אמריקה בידי העובדים בעלי השכר הגבוה יותר בארה"ב ובקנדה. כמו כן, ההסכם החדש קובע לראשונה תקנות לתעשיית השירותים הפיננסיים והעסקים הדיגיטליים שנוצרו לאחר הקמת גוש הסחר. אחד הוויתורים שעשתה קנדה ברגע האחרון כדי להשלים את ההסכם הרחב היה הבטחה לצמצם את ההגנה שמעניקה ממשלת קנדה לתעשיית מוצרי החלב שלה. ארה"ב, מצדה, התפשרה באמצעות ויתור על דרישתה לבטל את סעיפי פרק 19 בהסכם נאפט"א המקורי, שמתוקפם מאפשרים בתי הדין המיוחדים של נאפט"א למדינות החברות לערער על מגבלות סחר שמטילות המדינות האחרות.

- אנו סבורים כי סין תהווה גורם מפתח בכל הקשור להמשך מגמת הצמיחה העולמית ולרמות שאליהן תגיע האינפלציה. האטה בסין תתמוך בירידת מחירי הסחורות ותמתן את מחירי הסחורות שהאמירו לאחרונה מה שכמובן ישפיע על המחיר לצרכן הסופי. הסלמה במלחמת סחר שתוביל לפגיעה בשרשרת האספקה העולמית בשילוב עם האטה בסין עלולה להיות גורם סיכון לכלכלה העולמית. כרגע נראה כי הכלכלה הסינית נמצאת במגמת האטה מסוימת, בשל מאמצי הממשל להקטין את רמות החוב במגזר העסקי והבנקאי ואף בשל הלחצים כתוצאה ממלחמת הסחר שגורמים לערעור הביטחון של המגזר העסקי.

התפתחות רמת האבטלה בארה"ב



ארה"ב:

דו"ח התעסוקה: 134 אלף משרות נוספו לשוק התעסוקה בארה"ב בחודש שעבר לאחר זינוק של 270 אלף משרות באוגוסט. הצפי היה לגידול של 185 אלף משרות בחודש שעבר לאחר תוספת מתונה יותר של 201 אלף משרות שעליה דווח במקור באוגוסט. במקביל, תוקנו נתוני חודש יולי כלפי מעלה לגידול של 165 אלף משרות לעומת תוספת של 147 אלף משרות שעליה דווח במקור.

ספטמבר היה החודש ה-96 ברציפות שבו נוספו משרות לשוק העבודה בארה"ב, רצף החודשים הארוך מעולם. שיעור ההשתתפות בכוח העבודה נותר ללא שינוי בספטמבר ברמה של 62.7%. שיעור האבטלה ירד בספטמבר לרמה חסרת תקדים של -3.7%, הרמה הנמוכה ביותר של אבטלה מאז 1969, (לעומת 3.9% באוגוסט). הצפי היה לירידה מתונה יותר בשיעור האבטלה בחודש שעבר לרמה של 3.8%.

- וכאמור הפד העלה את הריבית בתום ישביתו ב-26 לספטמבר. העלאת הריבית הנוכחית הייתה מגולמת במידה רבה בשוק ובאה על רקע מגמות הצמיחה והעלייה באינפלציה ובשכר. ההחלטה להעלות את הריבית התקבלה פה אחד, אולם בכירי הבנק דבקו בגישתם לפיה

תהליך העלאת הריבית יתבצע בהדרגה. תחזיות מעודכנות של מקבלי ההחלטות בבנק הפדרלי (Dot-Plot) שפורסמו ממשיכות לצפות ארבע העלאות ריבית השנה.

בכירי הפד דבקו בתחזיותיהם לשלוש העלאות ריבית נוספות בשנה הבאה, וגם התחזית החצינית של מקבלי ההחלטות לריבית בסוף שנת 2020 נותרה ללא שינוי ברמה של 3.4%. התחזיות המעודכנות שפורסמו כללו לראשונה צפי גם לשנת 2021, בה חוזים בכירי הפד כי הריבית תישאר ללא שינוי ברמה של 3.4%.

בכירי הפד העלו בשיעור חד את תחזיות הצמיחה לשנה הנוכחית, ולפי התחזית שלהם התוצר המקומי הגולמי אמור לגדול בשיעור של 3.1% (GDP) לעומת התחזית הקודמת שדיברה על גידול של 2.8%. תחזית הצמיחה החצינית של הפד לשנה הבאה הועלתה אף היא מ-2.4% ל-2.5%, ואילו התחזית ל-2020 נותרה ללא שינוי ברמה של 2%. התחזית לשנת 2021, צופה המשך של מגמת ההאטה עם צמיחה של 1.8%.

בתחזית האינפלציה לא חלו שינויים למעט הורדת התחזית לשנת 2019 מ-2.1% ל-2%. נציין, כי במסיבת העיתונאים אחרי החלטת הריבית, אמר פאוול כי שיעור האינפלציה לא צפוי להפגיע ולצבור תאוצה מעל לתחזיות. להערכתו.

התפתחות תמ"ג לנפש בארה"ב





גוש האירו:

גם באירופה לא נרשמו הפתעות בגזרת הריבית, כאשר הבנק המרכזי (ECB) השאיר

בתום ישיבתו באמצע ספטמבר את הריבית בגוש האירו על כנה. כרגע האינפלציה באירופה ממשיכה להסתובב ברמה נמוכה של 1% לאחר שהפרסום בשבוע שעבר הפתיע כלפי מטה. אם רמת האינפלציה תישאר ברמות נמוכות אלה, ה ECB יתקשה להעלות את הריבית.

כלכלת גוש היירו צמחה ברבעון השני של השנה בקצב אטי מהמצופה. כלכלת המדינות המשתמשות ביירו צמחה ברבעון השני בקצב שנתי של 2.1%, לעומת צמיחה של 2.5% ותחזיות לצמיחה של 2.2%. ביחס לרבעון הראשון, צמחה כלכלת גוש היירו ב-0.3%, לעומת תחזיות לצמיחה של 0.4%. כרגע נראה שהצמיחה שחילו לה בגוש האירו בהחלט מתמהמהת.

דראגי מתמודד עם מצב מורכב מאשר מקבילו בארה"ב לא רק בגלל המצב השונה מבחינת כלכלת גוש האירו בהשוואה לכלכלת ארה"ב אלא גם בשל הפערים בין המדינות החזקות בגוש האירו כגון צרפת וגרמניה למדינות החלשות כדוגמת איטליה, פורטוגל ויוון.

ובינתיים איטליה שוב מצליחה להלחיץ את מנהיגי גוש האירו, כוללם לאחר שהציגה יעד גירעון פי 3-מהתוואי של הממשלה הקודמת. החששות הן שאיטליה לא תוכל לעמוד בדרישות שנדרשות מהמדינות החברות בגוש האירו מה שמסכן את יציבות הגוש כולו. היחסים של איטליה עם ראשי גוש האירו החרפו השבוע כאשר ממשלת איטליה מסרבת לערוך שינויים בתקציב שהגישה כדי שיעמוד ביעדים הנדרשים מהמדינות החברות בגוש האירו ובמיוחד בכל הנוגע ליעד הגרעון. לא נראה כרגע שממשלת איטליה באמת מעוניינת לעזוב את גוש האירו אך ממשלת איטליה לא מתכוונת להתקפל בקלות ובינתיים גורמת לסיבות לדאגות חדשות בגוש האירו שמעיבות על מדדי המניות המרכזיים שם.

בגרמניה התפוקה התעשייתית ירדה במדינה זה החודש השלישי ברציפות וירדה באוגוסט 0.3% לעומת חודש יולי בניגוד לצפי. גם נתוני הייצוא לא היו מזהירים לאחרונה. אולם סימנים לעלייה בשכר נראו בצרפת ובגרמניה לאחרונה מה שמעורר את השאלה האם אנו רואים סימנים להתחזקות האינפלציה בשתי המדינות הללו בעתיד הקרוב.

****אנו סבורים כי יש להתחיל לבחון השקעה זהירה במניות בלו-צ'יפ אירופאיות בעלות פעילות גלובליות ואשר מתמחרות באופן נמוך בהשוואה למקבילות אמריקאיות שלהן.**

הסביבה של המדיניות המרחיבה באירופה יחד עם מכפילים זולים יותר בחלק מהחברות האלה, (ובמיוחד בחברות טכנולוגיה אירופאיות, שם פערי התמחור בולטים יותר) יכולים להוות רוח גבית טובה לחברות האלה. מאידך, באירופה כמו באירופה, משברים ואי שקט מעיבים תכופות למדדי המניות ולכן זוהי השקעה לטווח רחוק ולמשקיעים סבלניים.

התפתחות תמ"ג לנפש בגוש האירו



התפתחות רמת האבטלה בגוש האירו





נפט:

הנפט רשם החודש עלייה של כ-10% וחצה את הרף של 80 דולר לחבית לקראת סוף ספטמבר. כרגע מחיר חבית נפט מסוג ברנט נע סביב 84-86 דולר ומחיר חבית של נפט גולמי עומד על כ-74 דולר. העלייה הזאת במחירי הנפט באה למרות שהן סעודיה והן רוסיה שואבות הגדילו את התפוקה. הסנקציות שהנשיא טרמאפ מתעתד להטיל על אירן והמשבר בוונצואלה הקורסת נותנים רוח נגדית למאמצים של רוסיה וסעודיה לרסן את מחירי הנפט. טרמאפ התבטא במהלך החודש כנגד ארגון אופ"ק וטען כי הוא אינו מספיק כדי לרסן את מחירי הנפט המאמירים. מחירי הנפט הגבוהים יכולים לתרום לעליית מחירים והאמרת האינפלציה, מה שעשוי לדחוף את הבנק המרכזי להעלאת ריבית מהירה מהצפוי.



ישראל:

להלן הציטוט שלנו מסקירתנו הקודמת לחודש יולי 2018 בה צפינו את העלאת דרוג האשראי של מדינת ישראל:

- "מודיס העלתה את תחזית הדירוג של ישראל מרמה של A1 עם תחזית יציבה לרמה של A1 עם תחזית חיובית.. משמעות ההחלטה היא שחברת הדירוג צופה אפשרות להעלאת דירוג האשראי עתידית במידה וכלכלת ישראל תמשיך להציג תוצאות טובות. ההחלטה הזאת מיישרת קו עם חברת הדירוג p&s שהעלתה כבר בחודש אוגוסט 2017 את תחזית הדירוג לחיובית. האם מסתמן כאן מהלך כל שהוא? האם יתכן ש p&s- יעלו את דירוג האשראי של ישראל לרמה של AA? במידה וכן ישראל תמצא את עצמה יחד עם מדינות כמו בלגיה טייוואן יפן וסין, בהחלט חבורה מכובדת... מהלך כזה יציב את ישראל ב שני דרוגים פחות מארה"ב שעומדת על דירוג של AA. + משמעות כזו יכולה לטרוף את הקלפים בכל נושא העלאת הריבית בישראל, ונראה כי העלאת הריבית תדחה במקרה של העלאת הדירוג".
כאמור העלאת הדירוג באה בתחילת חודש אוגוסט 2018.

- **חודש אוקטובר הנו החודש האחרון לכהונתה של קרנית פלוג והחלטת הריבית האחרונה שלה היתה כצפוי שלא להעלות את הריבית.**

- למרות שהשווקים מגלמים שתי העלאות ריבית בשנה הקרובה (על פי התשואות במק"מ), נראה כי לבנק ישראל יהיה קשה מאוד לתת תחזית מעבר לשלושה חודשים הקרובים כיוון שחלק מנתוני המאקרו מעידים על האטה מסוימת במשק הישראלי. למרות זאת, מחלקת המחקר של הבנק הותירה על כנה את ההערכה הצופה העלאת ריבית אחת במהלך 2018.
שני מדדי המחירים האחרונים שפורסמו הפתיעו כלפי מטה, השקל ממשיך להתחזק מול הדולר למרות עצמתו של הדולר במצב כזה הסיכוי להעלאת ריבית בחודשים הקרובים היא נמוכה מאוד, כל דיבורים על העלאה בתקופה הקרובה יכולים רק להחריף את ההאטה במשק הישראלי.

ברקע קיימת מגמת עליית התשואות בארה"ב. אנו סבורים כי מגמה זו יכולה להמשיך עוד קצת והיא נובעת מחששות של התפתחות אינפלציה מעבר לתחזיות הגלומות, אך מעריכים כי אנו נמצאים לפני סוף עליית התשואות בארה"ב וירידת המחירים, שכן תשואה של 3.3%-3.5% אשר משקפת פער של 2.67% מאג"ח ממשלת גרמניה לתקופה מקבילה ופער של 1.14% מאג"ח ממשלת ישראל, מייצרת כדאיות השקעה בארה"ב ולנו נראה כי המשקיעים בשוק אגרות החוב יחזרו לרכוש אגח אמריקאיות בתשואה ריאלית של מעל 1% (רמת האינפלציה כיום בארה"ב עומדת מעל 2%).

כאשר אנו עושים השוואה סטטיסטית בחודשיים האחרונים בין אגח ממשלת ארה"ב ואג"ח ממשלת ישראל לטווח של 10 שנים, אנו רואים כי עליית התשואה באג"ח ארה"ב הייתה ב- 37 נ"ב לעומת 16 נ"ב בישראל וזה משקף עליית תשואה ב%12.50 בארה"ב לעומת %7.50 עליית תשואה בישראל.

כבר ציינו קודם, שהתחזיות להעלאת ריבית בישראל עדיין נמצאות בגדר תחזיות בלבד לעומת עליות בפועל בארה"ב ותחזיות להמשך עלייה בריבית בטווח הקצר. לכן, ולאור העלייה בסיכונים לשוק המניות, נראה שיש צורך לשקול הקטנת חשיפה לאפיק זה, וכן לבחון מעבר ממניות צמיחה למניות ערך.

ברכיב אגרות החוב הממשלתיות בישראל אנו ממליצים לתת העדפה לאג"ח שקליות על פני צמודות המדד. בשוק אגרות החוב הקונצרניות, לעומת זאת, אנו ממליצים לתת משקל יתר לאגרות חוב בדרוגים גבוהים, ממוצע המח"מ יעמוד על 3.5 שנים.

(*) 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 שגב יהיה עניין אישי בנושא /או שברשותם ני"ע המוזכרים בסקירה.