

תאריך: 29/05/18

סקירה 29.05.18 (*)

שלום רב,

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



נושאים רבים העסיקו את המשקיעים בשבועות החולפים ובעיקר: תשואות האג"ח, מחירי הנפט, יחסי הסחר של ארה"ב וסין, הפסגה בין ארה"ב לצפון קוריאה וכעת נוספה גם דאגה בעקבות המשבר הפוליטי האחרון באיטליה. בין לבין כאשר נתוני המאקרו לא סיפקו עניין רב, המשקיעים התייחסו גם לעונת הדוחות של הרבעון הראשון של 2018 שעומדת בפני סיום.

החצי הראשון של חודש מאי היה שונה מחציו השני. אם בתחילת החודש היינו עדים לעליית תשואות משמעותית (עד לרמה של 3.1%) ולעלייה בציפיות האינפלציוניות לצד עלייה של מחירי חבית הנפט לרמות גבוהות הרי שבחלקו האחרון של החודש התרחש תהליך הפוך של ירידה בתשואות, התמתנות הציפיות האינפלציוניות ונסיגה של מחיר הנפט הן בשל אירועים גאו-פוליטיים (עתיד פסגת צפון קוריאה-ארה"ב, המשברים הפוליטיים באיטליה וספרד).

לאחר שאגרות החוב הממשלתיות רשמו כבר באמצע חודש מאי עליית מדרגה והן נסחרו סביב ה-3.1% התשואות תיקנו מעט כלפי מטה בעקבות המתיחות והחששות שנוצרו לאור הסיכוי שפסגת טראמפ-קים תתבטל.

**על אף הירידה האחרונה בתשואות, מרבית המשקיעים תוהים האם עליה מחודשת של התשואות לרמה גבוהה יותר - לכיוון 3.2% (שנחשבת לרמת התנגדות משמעותית) תגרום לזעזועים בשווקים? אנחנו חושבים שגם אם השוק יגיב בעצבנות בטווח הקצר הרי שלא צפויה לנו תיקון משמעותי (בהנחה ששאר תנאי המאקרו יישארו פחות או יותר זהים) וזאת בעיקר בשל הנתונים הממשיכים להגיע והמצביעים על המשך מגמת הצמיחה הכלכלית

בארה"ב זאת בטווח הקצר והשנה הנוכחית. בטווח הקצר, אנו רואים ירידת תשואות אשר נובעת מפרסום הפרוטוקולים של הפד, התמתנות מחירי הנפט וההתפתחויות באירופה ואי וודאות בנוגע ליחסי הסחר ויחסי ארה"ב – קוריאה.

מחירי הנפט היו נושא נוסף שעמד בכותרות ויוסיף להשפיע על השווקים בזמן הקרוב. מחיר חבית של נפט מסוג ברנט כבר נגעו ב-\$78 ומחיר חבית של נפט גולמי מסוג WTI נע בין 71-72 דולר לחבית עד שהחלה מגמת תיקון לכיוון מחיר חבית בטווח של \$75 ל-\$66. בטווח הקצר הגורם הראשון לעליית מחירי הנפט הוא כמובן הפרישה של ארה"ב מהסכם הגרעין והחזרה של הסנקציות על איראן מצד ארה"ב. אולם, לאחר העליות החל תיקון כלפי מטה. הסיבה הראשונה היה דו"ח המלאים האחרון בארה"ב שבמקום ירידה של כ-2 מיליון חביות התברר כי המלאים גדלו ב-5.8 מיליון חביות. הסיבה השנייה הייתה ידיעה כי שר הנפט הסעודי הודיע כי אופ"ק ובעלי בריתה ככל הנראה יגדילו את התפוקה במחצית השנייה של השנה וזאת כדי למנוע התחממות יתר של מחירי הנפט, שעשויים לעלות גם בשל קיצוץ התפוקה מצד ונצואלה ואיראן. ירידה של מחירי הנפט מרגיעה את החששות לגבי התחממות האינפלציה אך גם ממתנת את החששות שעלויות הייצור לחברות יעלו ויאלצו אותן לייקר מחירים ולגלגל זאת לפתחו של הצרכן הסופי.

יחסי ארה"ב וסין אמנם נראו כמי שעולים על פסים חיוביים לאחר ששתי המדינות הגיעו להבנה לפיה הייצוא האמריקאי לסיין יגדל ונראה שמלחמת סחר בין שתי המעצמות נמנעה לפחות לעת עתה. נציגי ארה"ב בשיחות מול סין טענו שמדובר בהגדלת הייצוא ב-200 מיליארד דולר, אולם מדובר בנתון גבוה ויש להמתין ולראות את זה המספר הסופי. הסיכונים למלחמות סחר לא תמו כאשר כעת יש מתיחות בין ארה"ב לשכנותיה האירופאיות, בנושא איראן, סחר עמה ובכלל. בינתיים סין הציעה להפחית את המכס על יבוא רכבים ב-10-15% ונטעה תקווה כי מעוניינת לעשות מחוות חיוביות כדי לשפר את יחסי הסחר שלה עם ארה"ב ואירופה (המס הנוכחי הוא בשיעור 25%).

אבל עם כל הכבוד לשלל אירועי המאקרו שאירעו החודש או סבורים כי אירוע החודש (לפחות נכון לרגע כתיבת שורות אלה...) הוא פרסום הפרוטוקולים של הפד. לאחר שנתוני מכירות קמעונאיות חזקים בתחילת החודש הגבירו את ציפיות האינפלציה והסברה ליותר עליות ריבית מהצפוי השנה. חברי הפד הביעו אמנם אמון ותמיכה בחוזק שוק העבודה אך ציינו כי הצמיחה מתונה כי בעוד שסביר שיעד האינפלציה של 2% לא נראה כי אנו עומדים לפני התחממות יתר של האינפלציה וכי קיימת אי וודאות מסוימת לאור יחסי הסחר של ארה"ב ומדיניות התמריצים הפיסיקאלית של הממשל הנוכחי. מדבריהם של חלק מחברי הוועדה אף השתמע כי הפד 'יסכים' לתת לאינפלציה להתבסס קצת ברמות של 2% לפני

שימהר להגביר את קצב עליית הריבית. גישה זו יחד עם אירועי מאקרו שהלחיצו את המשקיעים וההבנה כי אם העלייה החדה במחירי הנפט תיבלם כך גם עליית הריבית יכולה לעצור.

הנקודה הזאת רלוונטית גם ביחס לישראל: לאחר שכעת נראה כי השקל שממשיך להיות חזק בשילוב עם ירידת מחירי הנפט הורידו את הציפיות האינפלציוניות, תחזית האינפלציה לשנה הקרובה עומדת על 1.1% ולנוכח הצפי להקטנת קצב העלאות ריבית בארה"ב, נראה שהסיכוי להעלאת ריבית במשק הישראלי בשנה הקרובה הצטמצם.

על רקע ירידת התשואות בארה"ב ובגרמניה המדינות הבטוחות יחסית נראה כי הקורלציה בין המדינות הנ"ל לבין אגרות החוב בישראל תמשיך להיות גבוהה, ולכן לאור ירידת הציפיות האינפלציוניות, ותלילות העקום באג"ח השקלי אנו ממליצים על חשיפת יתר באפיק השקלי לעומת הצמוד.

נחזור ונדגיש מה שחזרנו עליו כבר בעבר - לנוכח תהפוכות כדוגמת אלו שהיו במהלך החודש האחרון עולה החשיבות בניהול השקעות לטווח ארוך בהצמדות יותר לנתוני המאקרו ולניתוח הפונדמנטלי של החברות ופחות בהקשבה לרחשי הרקע (עד כמה שאפשר). ברור כי לא ניתן ולא רצוי להתעלם מהסביבה הכלכלית/עסקית בתוכה פועלות חברות (ריבית, עלויות מימון, ביטחון הצרכנים).

**** מאקרו עולמי:**

 **ארה"ב:**

כאמור, הבנק המרכזי האמריקאי הפדרל ריזרב, בראשותו של ג'רום פאול, הותיר בתחילת החודש את שיעור הריבית במשק בטווח שבין 1.5% לטווח שבין 1.75% .

בהודעה שהתלוותה להחלטה נכתב כי האינפלציה צפויה לעלות ל-2% בטווח הבינוני. נוסף על כך, בכירי הפד ציינו כי שוק העבודה המשיך להתחזק מאז החלטת הריבית האחרונה

בחודש מרץ וכי הפעילות הכלכלית עלתה בשיעור מתון. כמו כן, בחודשים האחרונים חלה עלייה חדה במספר המועסקים, ושיעור האבטלה נותר נמוך.

המשק האמריקאי צמח ברבעון הראשון של 2018 ב-2.3% (במונחים שנתיים, ביחס לרבעון הקודם), נתון לא רע בפני עצמו ואף טוב ביחס לקונצנזוס החזאים שעמד על 2%. נראה שנתוני שוק העבודה והאינפלציה האחרונים תומכים בכך שהריבית תעלה בעוד 0.25 נקודות בסיס בהחלטה הבאה ב-13 ביוני. התגבשות הערכה זו ע"י השווקים יחד עם נתונים חלשים בגוש האירו, בבריטניה ויפן תמכו בהתחזקות הדולר בשבועיים האחרונים.

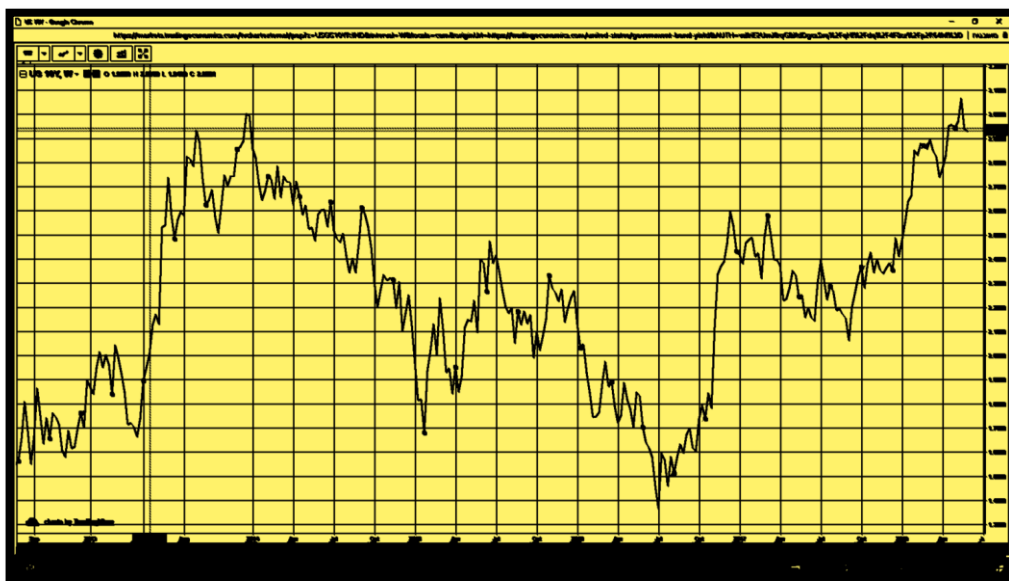
עונת הדוחות: עונת הדוחות מתקרבת לסיימה ובסך הכל ניתן לומר שהנתונים חיוביים. קרוב ל-95% מחברות ה-S&P500 פרסמו דוחות ונראה כי בממוצע הדוחות הצביעו על עלייה של 8% בהכנסות ושיפור של 23% ברווחים. עיקר העלייה הממוצעת בהכנסות והרווחיות באה מכיוון מניות האנרגיה שנהנות מעליית מחירי הנפט. סקטור הפיננסים הוא הסקטור השני ששיפר באופן משמעותי את התוצאות שלו. תהליך עליית הריבית שהחל והעלייה בציפיות הריבית תרמו משמעותית להכנסות ולרווחיות הבנקים יחד עם היציבות של השווקים הפיננסים.

פריון העבודה בארה"ב גדל ב-0.7% ברבעון הראשון של השנה, שיפור לעומת עלייה של 0.3% ברבעון הרביעי, אך פחות מתחזיות הכלכלנים לגידול של 0.9%. לעומת הרבעון המקביל בשנה הקודמת, גדל פריון העבודה ב-1.3% - פחות או יותר אותו קצב שנתי בו צמח מאז שנת 2007, ושיעור נמוך במונחים היסטוריים. הגידול השנתי הממוצע בפריון העבודה מאז מלחמת העולם השנייה ועד סוף המאה ה-20 היה 3.2%. אולם בה בעת, עלויות העבודה זינקו ברבעון הראשון של השנה ב-2.7% לעומת הרבעון הקודם, אולם גדלו ב-1.1% בלבד לעומת הרבעון הראשון של 2017. הפריון חייב להשתפר עוד כדי שכלכלת ארה"ב תתקרב לקצבי הצמיחה שטראמפ וממשלו מדברים עליהם.

המגזר העסקי תעשייתי בארה"ב מוסיף להיות במצב טוב. מדד המחירים ליצרן המספק אינדיקציה להוצאות העסקים ומתאר את העלייה במחירי החומרים שמשמשים לייצור מוצרי מוצרים בני קיימא ובנייה. עלה ב-0.1% באפריל - קצב שנתי של 2.6%, לעומת קצב של 3% בחודש שעבר. מדד מנהלי הרכש המשוקלל של Markit עמד בפועל על 55.7 לעומת צפי של 55.0 (שיפור מהקריאה הקודמת שעמדה על 54.9).

אך, החולשה בשוק הבתים בארה"ב נמשכת - נתון מכירות בתים חדשים הראה כי מכירות בתים (שנתי) שנמכרו בחודש האחרון עומד על 662 אלף יחידות, נמוך מהצפי של 680 אלף יחידות (בחודש הקודם נמכרו 672 אלף בתים).

תשואות אג"ח ממשלת ארה"ב ל 10 שנים האם אנו נמצאים שוב בפני ירידת תשואות?



אירופה:

נתוני המאקרו לא היו חזקים במיוחד באפריל ובמאי. מגמת החולשה המסוימת שניכרת באירופה וביפן ממשיכה, במיוחד ביחס לנתונים שהורגלו אליהם בשנה החולפת, אולם מאידך לא מדובר בקיפאון או עצירת הצמיחה, זה רק אומר שהדרך ליעדים שהציב הבנק המרכזי של אירופה עוד ארוכה... התשואות על אג"ח ספרד ואיטליה עלו די בחדות (אם כי נשאר בטרסטוריה הגיונית) לאור המשברים הפוליטיים שם.

האינפלציה בגוש היורו האטה באופן לא צפוי באפריל, מה שישפיע בוודאי על הבנק המרכזי של אירופה, אשר שוקל בימים אלה כיצד ומתי לסיים את תוכנית רכישות האג"ח שלו. לשכת הסטטיסטיקה של האיחוד האירופי דיווחה כי מדד המחירים לצרכן של 19 מדינות גוש היורו עלה ב-1.2% באפריל (בשיעור שנתי) לעומת החודש המקביל בשנה שעברה, לאחר עליה של 1.3% במדד במאס. מדד הליבה, שאינו כולל את מחירי האנרגיה והמזון, עלה ב-0.7% לאחר עליה של 1% במאס.

הבנק המרכזי של אירופה הפחית בינואר במחצית את רכישות האג"ח החודשיות שלו, בעקבות הצמיחה המחודשת בכלכלת גוש היורו ותקווה כי האינפלציה תעלה ליעד שלו, של

מעט פחות מ-2%. כעת מקבלי ההחלטות בבנק המרכזי צריכים להחליט אם להאריך את התוכנית מעבר למועד המתוכנן לסיומה, בספטמבר, ואם כן לכמה זמן.

קצב הצמיחה של התוצר המקומי הגולמי (GDP) בגוש היורו אמנם הואט ל-0.4% ברבעון הראשון של השנה, אולם עדיין היה גבוה יותר מצמיחה של 0.1% בלבד בבריטניה. התמ"ג צמח בהתאם לצפי, אך זהו הקצב הרבעוני הנמוך ביותר מזה שנה וחצי. נראה שהשוק מתיישר לפי ההבנה שהיציאה מהמדיניות המוניטרית המרחיבה בגוש האירו תהיה איטית מאוד. האירו ירד בעקבות ההבנה הזאת בחלקו הראשון של החודש אך התייצב לאחרונה.

מי שיכלו לנשום לרווחה היו המשקיעים באג"ח של ממשלת גרמניה אשר מחקו את כל הירידות שהיו בהן מתחילת השנה עקב חזרת החששות (בעקבות איטליה וספרד) (להלן הרחבה) (והחשש מפני מלחמת סחר)

בכל מקרה בגרמניה מדד מנהלי הרכש במגזר הייצור עמד בפועל על 56.8 לעומת צפי של 57.9 וירידה מהקריאה של החודש האחרון (58.1). זו עדיין קריאה חזקה אולם היא מתווספת לנתון מאקרו פחות חיובי לחגבי חודש אפריל. נותר לראות האם הקטר של אירופה נחלש מעט או שזו ירידה נקודתית.

איטליה: לאחר שקט יחסי שוב מתעוררת דאגה ביחס לאיטליה לאור אי יציבות פוליטית וחשש מהליכה לבחירות חדשות. לאחר שהסתמן כי עומדת לקום ממשלה חדשה, המורכבת על ידי תנועת חמשת הכוכבים האנטי ממסדית ומפלגת הימין הקיצוני הליגה בראשות המועמד למשרת ראש הממשלה הוא ג'וזפה קונטה, משפטן בעל ניסיון פוליטי מועט. עלו המגעים להקמתה על שרטון כאשר בצעד חסר תקדים כמעט התערב נשיא המדינה סרג'ו מטארלה, וסירב לאשר את הרכב הממשלה המוצעת בשל זהותו של שר האוצר, פאולו סבונה, אשר נחשב למי שמתנגד לגוש האירו ולמדיניות הכלכלית שמכתיבים מנהיגיו. זהו צעד חסר תקדים גם ביחס לפוליטיקה האיטלקית. שתי המפלגות ידועות ברגשות האנטי-אירופיים של איטלקים רבים שמאשימים את אירופה באבטלה הגבוהה והקיפאון הכלכלי ששורר במדינה. שתיהן אמנם לא קוראות במפורש למשאל עם על עזיבת היורו, אך הן מתנגדות לכללי התקציב של האיחוד האירופי. לאיטליה צרכי מימון גדולים ותצטרך לגייס בשנתיים הקרובות סכום הקרוב לשני שלישי מהתמ"ג.

וגם בספרד העניינים לא שקטים: לאחר שמפלגת האופוזיציה הראשית הגישה הצעת אי-אמון שיכולה להפיל את הממשלה בהנהגתו של מריאנו ראחוי וזאת לאחר ששופטים קבעו כי מפלגתו של ראחוי הנהנתה משחיתות בקבלת כספים. האשמה שהמפלגה מכחישה. ומערערת על הפסיקה. אחת ממפלגות הקואליציה הודיעה כבר שהיא תצביע נגד הצעת אי-

האמון, אך היא פועלת בגלוי גם להקדמת הבחירות. יש לציין כי המפלגה אשר מובילה בסקרים בספרד במקרה של בחירות מוקדמות היא מפלגת סיאודדנוס שנחשבת ידידותית לעסקים ובכל מקרה בעד גוש האירו.

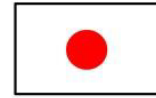
החששות הללו מצאו את ביטויים בשוק האג"ח האירופי שמטיב לשקף בעיקר את החששות לגבי שלמות גוש האירו ופחות לגבי המצבה הספציפי של כל מדינה וברידת האירו. תשואות אג"ח איטליה לעשר שנים עלו לרמה הגבוהה ביותר מאז 2013 ומדד המניות של מילאנו פתח את יום המסחר בירידה של 2%.

תשואות אג"ח ממשלת גרמניה ל10 שנים האם גרמניה תחזור לתשואה שלילית?



תשואות אג"ח ממשלת איטליה ל10 שנים חוסר יציבות שלטונית מעלה תשואות עד לאן?





יפן:

החולשה בנתונים נמשכה. התמ"ג לרבעון הראשון של השנה היה שלילי ועמד על -0.2% (שיעור שנתי של -0.6%). נותר לראות אם בהמשך השנה התוצאה הזו תשתפר. המגזר העסקי רשם ירידה בהשקעות והצריכה במגזר הפרטי עמדה כמעט ללא שינוי.

מדד המחירים לצרכן (ליבה) שנתי עמד בחודש אפריל על 0.7% (ירידה לעומת 0.9% בקריאה של חודש מרץ) ועדיין הרחק מהיעד של הבנק המרכזי של יפן. היצור התעשייתי עמד על 1.4% בחודש שחלף לעומת 1.2% בחודש הקודם ובהתאם לצפי.



ישראל:

המשק צמח ברבעון הראשון של 2018 בשיעור של 4.20% , הצמיחה הזאת באה בהמשך לצמיחה של שני הרבעונים האחרונים של 2017. כאשר מנטרלים את המיסים מיבוא מכוניות צמיחת המשק נמוכה יותר ועומדת על שיעור מתון יותר של 2.90% , ונראה כי חלק ניכר משיעור הצמיחה במשק (1.30%) נובע מגידול חד ברכישת מכוניות חדשות בשנת 2018. בנוסף ניתן לראות כי ההשקעות בענפי המשק גדלו ב 43.20% , יצוא סחורות ושירותים גדל ב 7.20% . גידול זה משקף עליה ביצוא התעשייתי של 6.10% ועליה של 19.50% יצוא שירותים.

האינדיקטורים הכלכליים של הלמ"ס מצביעים על שיעור צמיחה גבוה אף יותר, הפדיון בענפי המשק עלה ברבעון הראשון בשיעור של 4.90% , והייצור התעשייתי עלה בשיעור זהה. המדד המשולב למצב המשק מתחילת השנה עומד על קצב התרחבות של 4% שנתי.

נראה כי השקל שממשיך להיות חזק בשילוב עם ירידת מחירי הנפט הורידו את הציפיות האינפלציוניות, תחזית האינפלציה לשנה הקרובה עומדת על 1.1% ולנוכח הצפי להקטנת קצב העלאות ריבית בארה"ב, נראה שהסיכוי להעלאת ריבית במשק הישראלי בשנה הקרובה הצטמצם.

על רקע ירידת התשואות בארה"ב ובגרמניה המדינות הבטוחות יחסית נראה כי הקורלציה בין המדינות הנ"ל לבין אגרות החוב בישראל תמשיך להיות גבוהה, ולכן לאור ירידת הציפיות האינפלציוניות, ותלילות העקום באג"ח השקלי אנו ממליצים על חשיפת יתר באפיק השקלי לעומת הצמוד .

כמו כן אנו מעדיפים לתת משקל יתר בתיקי ההשקעות את האג"ח הקונצרני המדורג ואו קונצרני עם בטוחה טובה על פני הממשלתי .

נזכיר כי בסקירה הקודמת דיברנו על סבב עליות תשואות באג"ח ממשלתי ארה"ב שנעצר ברמות של 3% וחוזר חלילה לרמות של 2.9%-2.8% כעת אנו נמצאים ברמות של 2.93% דהיינו אנו עדיין נמצאים בעיצומו של ירידת תשואות .

אנו מעריכים כי יש לנצל את המומנטום שנוצר בתקופה האחרונה של תנועתיות שחוזרת על עצמה על ידי שילוב של אגרות חוב אמריקאיות מדורגות גבוה כדוגמת אפל, מיקרוסופט גוגל במח"מ קצר בינוני וליהנות מהמרווח שקיים על פני האג"ח הממשלתי בארה"ב. תוך שילוב של אג"ח שקלי מדורג גבוה במח"מ בינוני גבוה ואג"ח קונצרני מדורג גבוה צמוד מדד ואג"ח בריבית משתנה .

שילוב כזה של תיק אג"ח במח"מ כולל של 4-5 שנים נותן מענה גם לתקופות של תנועתיות בתשואות שחוזרת על עצמה ויכול למנוע את הירידות החדות שראינו באגרות החוב במח"מים הארוכים בשבועיים האחרונים. ושילוב כזה יכול אף להניב תשואות יתר משמעותית על תיק אג"ח סטנדרטי.

(*) 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 ייעוץ 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- .