

15/07/2019

סקירה 07.2019

שלום רב,

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



בחודש יוני חזר הצבע הוורוד ללחיים של השוק והמשקיעים ולמרות שהשוק ידע עליות ומורדות מתחילת השנה המדדים בעיקר בארה"ב רשמו תשואות (דולריות) של כ-15%.
מדד ת"א 35 עלה קרוב ל-9% וגם בחלק ממדדי אירופה היו עליות יפות שבאו לאחר הירידות החדות של סוף 2018.

מתחילת השנה אנו שומעים תחזיות כי הכלכלה העולמית נמצאת במגמת האטה, חולשה בנתוני המאקרו מסין אירופה, חשש מהשלכות שליליות של מלחמת הסחר ומלחמת המכסים בין ארה"ב לסין. אך אם נסתכל על השווקים נראה כי הם לא שמעו את זה ולמרות תיקונים מסוימים (כדוגמת הירידות של חודש מאי ומרץ) השווקים נעים כלפי מעלה.

האם מדובר בראלי הקלה- בבחינת "כל עוד אין חדשות ממש שליליות ואין סימן מובהק למיתון אפשר להיות אופטימיים", האם זה ראלי בחסות המדיניות המקלה של הבנקים המרכזיים בארה"ב ובאירופה או שמה השווקים צודקים והעליות מוצדקות לנוכח מצב הכלכלה העולמית ובארה"ב בפרט?

שיחות הסחר בין ארה"ב וסין מוסיפות לתת את הטון בשווקים בדיוק כפי שאמרנו בסקירה בפתחה של 2019. ההסכמה הנוכחית של ארה"ב וסין לחזור לשולחן המו"מ ולא להחריף את מלחמת המכסים ההדדית תרמה לעליות במדדים. אולם, ככל הנראה להערכות לגבי מדיניות הבנק המרכזי בארה"ב יש לא פחות השפעה.

ארה"ב וסין הסכימו כי הן יחזרו לשולחן המו"מ ושני הצדדים מתחייבים לא תטיל כרגע מכסים חדשים על הייבוא משתי הארצות. הסינים רשמו לעצמם הישגים מסוימים בפגישה כאשר חברות אמריקאיות יוכלו למכור מוצרים ושירותים מסוימים ל Huawei.

הסינים התחייבו גם להגדיל את רכישות המזון (וסויה בפרט) מארה"ב. עם זאת הצדדים לא הגיעו לשם הסכמה לגבי המחלוקות בנושאים העיקריים שעל הפרק ולא הכריזו על הסרת התעריפים הקיימים. עיקר אנחת הרווחה של השוק נבעה מזה שכרגע לפחות למרות ההצהרות הלוחמניות נראה שאף אחד מהצדדים לא באמת רוצה להסלים את מלחמת הסחר בצד הפחות חיובי בטווח הארוך יותר המצב עדיין די שברירי כאשר הטון הלוחמני יכול לחזור לשולחן.

החלטת הריבית האחרונה וזו שצפויה החודש:

בהחלטת הריבית בחודש יוני, הבנק המרכזי בארה"ב סימן באופן וודאי למדי כי המהלך הבא של הריבית יהיה כלפי מטה השאלה שמעסיקה את השוק כעת היא שאלת העיתוי ובאיזה קצב הריבית תרד.

הבנק המרכזי של ארה"ב לא שינה משמעותית את תחזיותיו בהחלטת הריבית האחרונה מחודש יוני, מה שעשוי להוות עדות לחוזקה של הכלכלה, אך במקביל בהודעתו הנגיד הדגיש שהסיכונים לכלכלה העולמית ולצמיחה עלו משמעותית בהשוואה לישיבה הקודמת, במיוחד בשל הירידה בציפיות לאינפלציה והחששות שאי הוודאות בעולם מביאה לירידה חדה בהשקעות של החברות.

כרגע נראה שקיימים שני מחנות עיקריים בבנק המרכזי, מחנה אחד מעדיף להמתין לראות נתונים בפועל לפני שיתמוך בהפחתת ריבית, והמחנה השני מאמין שיש להוריד את הריבית בחצי נקודת אחוז עוד השנה.

לפי דו"ח התעסוקה החזק לחודש יוני שפורסם בסוף השבוע האחרון נראה ששוב ירדו הסיכויים להפחתת ריבית בקרוב.

מחד לפי דוח התעסוקה האחרון **224 אלף משרות נוספו לשוק התעסוקה בארה"ב** בחודש יוני, לאחר גידול של 72 אלף משרות בחודש הקודם. את לעומת גידול של 160 אלף משרות שצפו הכלכלנים. במאי נוספו לשוק התעסוקה 75 אלף משרות בלבד. נתונים על האטה כלכלית משמעותית והחרפה ניכרת של מלחמת הסחר עשויים לזרז את הורדת הריבית. מאמינים שהבנק המרכזי יעקוב אחרי הנתונים בקפידה ויתכנן את מדיניותו בהתאם. תשואות האג"ח הגיבו לדוח התעסוקה והתשואה על האג"ח ל-10 שנים רשמה את הזינוק היומי החד ביותר מזה שבעה חודשים. התשואה על האג"ח ל-10 שנים התאוששה משפל של שנתיים וחצי, וקפצה ב-0.09% לרמה של 2.04%

אולם, בעדותו החצי שנתית מול הקונגרס חזק נגיד הבנק המרכזי בארה"ב את הסברה כי הריבית עשויה בהחלט לרדת עד סוף השנה.

פאול רמז כי יש מקום להורדת הריבית בארה"ב מכיוון שהקשר הפוך בין אינפלציה לאבטלה חדל להתקיים. פאוול הדגיש כי כלכלת ארה"ב "נמצאת במקום טוב מאוד" אך אמר כי הבנק המרכזי יהיה מעוניין להשתמש בכלים שלו כדי להשאיר אותה במקום הזה כדי לפצות על החולשה הנובעת מהאטה עולמית בייצור ובביטחון העסקים הקשורה למתחים בתחום הסחר.

נציין כי שוק האג"ח האמריקאי הראה בחודשים האחרונים תמונה שונה מהאפיק המנייתי, כאשר התשואות באפיק זה נמצאו עד כה ברמות שפל הנמוכות ביותר מאז 2016 (גם לאחר החדשות החיוביות מבחינת מלחמת הסחר לאחר פגישת ראשי המדינות בפסגת ה-G20).

- **אמרנו כבר בעבר כי בהנחה שאנו משקיעים לטווח הארוך ואנו סבורים כי הירידות שהיו ויהיו במהלך השנה זמניות אזי כדאי לנצל את התמחור הנוח יחסית בחלק ממניות הטכנולוגיות במיוחד בתחומים בעלי פוטנציאל רב כגון תחום הענן, תחום הסייבר . וגם בסקטור השבבים הנחשב לתנודתי מבין השלושה, כאשר הוא סובל לא רק מחשש של השלכות מלחמת הסחר על מכירת מכשירים אלקטרוניים אלא גם מעודף היצע עקב הגדלת כושר הייצור בשנים הקודמות.**
- **ובישראל נראה מהציטוטים של חברי הועדה המוניטארית כי הם תומכים בהעלאת ריבית בישראל הרבה יותר משחשבנו אולם נתוני המאקרו, רמת התעסוקה האינפלציה והדולר אינם מאפשרים כעת להעלות את הריבית במשק.**
- **אם כך, נראה לנו כי עליית התשואות בשבועיים האחרונות מסתמנת כמימוש רווחים . בנוסף קיים חשש שהורדת הריבית בשיעור כפול דהיינו 0.50% בפעם אחת יכולה לגרום להאצה של המשק בטווח המידי ולעומת זאת, העלאת הריבית בטווח הבינוני -ארוך יכולה לסדר את תלילות העקום, דהיינו ריבית גבוהה במח"מ ארוך ולהיפך.**

מאקרו עולמי:



ארה"ב:

נתון התמ"ג המעודכן לרבעון הראשון של 2019 שפורסם בסוף חודש יוני עמד על 3.1% (רבעוני) בהתאם לצפי "ולקריאה הקודמת. גידול בהשקעות (3.0%) פיצה על עדכון כלפי מטה בצריכה הפרטית (גידול של 0.9% בלבד). אולם, בסופו של דבר הנתון ממשיך להצביע על חוסנה היחסי של כלכלת ארה"ב למרות ירידה בסקטורים מסוימים כגון הסקטור התעשייתי, מגזר הנדל"ן.

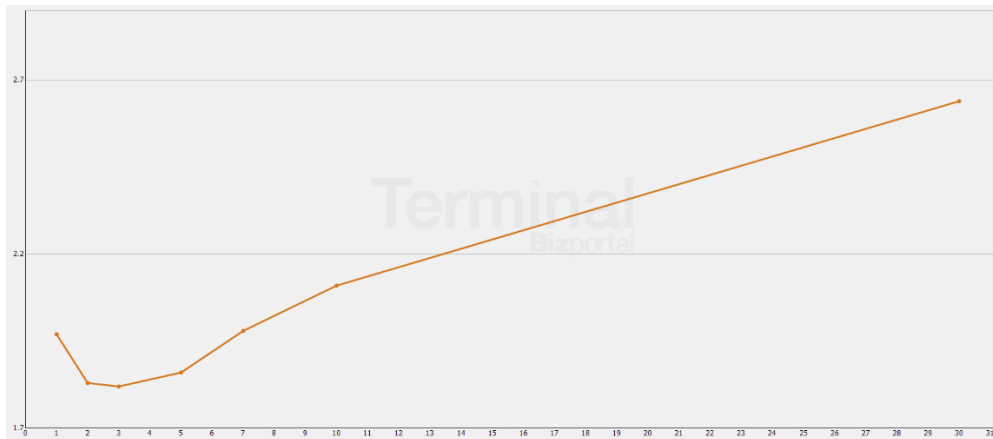
כאמור, דו"ח התעסוקה האחרון היה טוב ושוק התעסוקה נראה יציב וחזק. שיעור האבטלה טיפס ל-3.7% לעומת 3.6% בחודש הקודם. 1969. השכר השעתי טיפס ביוני ב-3.1% לעומת החודש המקביל בשנה הקודמת - מעט פחות מתחזיות הכלכלנים לעלייה של 3.2%. החוזים עדיין מעניקים הסתברות של 92% לכך שהפד יוריד החודש את הריבית ב-0.25%.

מדד מנהלי הרכש של ISM במגזר הייצור - לחודש מאי היה גבוה מהצפי ועמד על **54.5 צפי 52.8 (קודם 53.7)**. כמו כן, ההוצאה של הצרכן הפרטי עלתה במהלך מאי ב 0.4% ביחס לחודש הקודם. עיקר העלייה מיוחס לעלייה בצריכת מוצרים בסיסיים. אולם, מדד מנהלי הרכש במגזר הלא-יצרני: לחודש יוני היה נמוך קצת מהצפוי ועמד על 55.1 ירידה לעומת הצפי לרמה של 56.1 ולעומת החודש הקודם (56.9).

יש מי שטוענים שעיקר הנזק לכלכלה העולמית נובע הרבה מאי הוודאות שמלחמת הסחר מייצרת ופחות בשל המשמעות הכלכלית הנקייה של הטלת מכסים הדדיים על סחורות בין ארה"ב וסין. הכלכלה האמריקאית מבוססת ברובה כידוע על ביקושים פנימיים גם המכסים על סחורה בשווי 250 מיליארד דולר מהווים פחות מ-2% מהתוצר הגולמי של ארה"ב שעומד על יותר מ-20 טריליון דולר בשנה. כאשר הצריכה הפרטית עומדת על קרוב ל 70% מסך התוצר הלאומי. נכון כי עלייה במחירי סחורות עשויה לפגוע בשרשרת האספקה של מוצרים רבים ולייקר אותם ולפגוע בכיס של הצרכן האמריקאי אולם בעידן של אינפלציה נמוכה והורדת ריבית אפשרית עשויה לקזז את ההשלכות האלה.

המשך/.....

עקומת התשואות לאג"ח ממשלת ארה"ב:



גוש האירו:

כלכלת גוש האירו מנסה לשמור על יציבות על אף מלחמת הסחר שנמצאת כל העת ברקע. אינפלציית לחודש יוני עמדה על 1.1% מעט יותר מעל לצפי של 1.0% אך מעל החודש הקודם בו המדד עמד על 0.8%. שיעור האבטלה בגוש האירו מוסיף להראות מגמת שיפור והוא עמד על 7.5% במאי שהיא ההרמה הנמוכה ביותר מזה עשור.

נתוני המכירות הקמעונאיות לגוש האירו שפורסמו בסוף השבוע הצביעו על ירידה במכירות הקמעונאיות זה החודש השני ברציפות. המכירות הקמעונאיות ירדו במאי ב-0.3% לעומת אפריל. ירידה שבאה לאחר גם באפריל נרשמה ירידה של 0.1% במכירות לעומת מארס. אול בגרמניה נרשמה ירידה של 0.6% במכירות, ואילו בצרפת (הכלכלה השנייה בגודלה בגוש היורו) עלו המכירות ב-0.4%.

בנוסף, נתוני הזמנות בתי החרושת בגרמניה הראו ירידה של 2.2% בהזמנות בחודש מאי הרבה מעבר לתחזיות הכלכלנים לירידה של 0.2%. כלכלת גרמניה הנחשבת לכלכלה הגדולה בגוש האירו מראה לאחרונה סימנים להאטה אפשרית, בעוד כלכלת צרפת מוכיחה עמידות יפה ומפתיעה לטובה.

במהלך יוני אותת נגיד הבנק המרכזי מריו דראגי כי הבנק שוקל קיצוצי ריבית וחידוש של קניית אג"ח. בינתיים הבנק נמנע מנקיטת צעדים מקלים חדשים, למרות שהוא האריך את מסגרת הזמן להעלאת ריבית אפשרית לאמצע השנה הבאה. הבנק המרכזי לא העלה ריבית מאז החל במדיניות המוניטארית המרחיבה שלו והריבית עומדת על שיעור אפס, ולכן הנשק שעומד בידיו מוגבל ביחס לזה של הבנק המרכזי בארה"ב. אלך עומדת בפניו האפשרות של הפחתת ריבית הפיקדון שהבנק המרכזי משלם על יתרות הבנקים (למעשה מקבל מהם) ממינוס 0.4% כעת. או אפשרות חידוש קניית הנכסים (אג"ח קונצרניות) שהסתיימה בדצמבר. קנייה של כ- 2.6 טריליון אירו (2.9 טריליון דולר) באג"ח ריבוניות ופרטיות בשנים 2015-2018 העלתה את המאזן של הבנק אל כ-40% מסך התוצר של גוש האירו. זהו שיעור גבוה מאד. דראגי עומד לפרוש עוד ארבעה חודשים מה שעשוי לתמוך במדיניות נועזת יותר מצידו בכל הקשור לניסיונות לתמוך בכלכלת גוש האירו.

בבריטניה – אי הוודאות החריפה בנוגע לברקזיט והשאלה מי יעמוד בראש המדינה לאחר התפטרותה של תרזה מיי ממשיכה להעיב על חצי אי הבריטי. פעילות המגזר הפרטי בבריטניה רשמה ירידה בחודש שעבר, כך לפי מדד מנהלי הרכש של חברת מרקייט שפורסם היום. לפי מרקייט, הפעילות במגזר השירותים האטה עד כמעט לקיפאון ביוני, בגלל ביקוש נמוך. מדד מנהלי הרכש למגזר השירותים ירד לרמה של 50.1 נקודות, לעומת 51 במאי. זוהי הקריאה הנמוכה ביותר מזה שלושה חודשים.



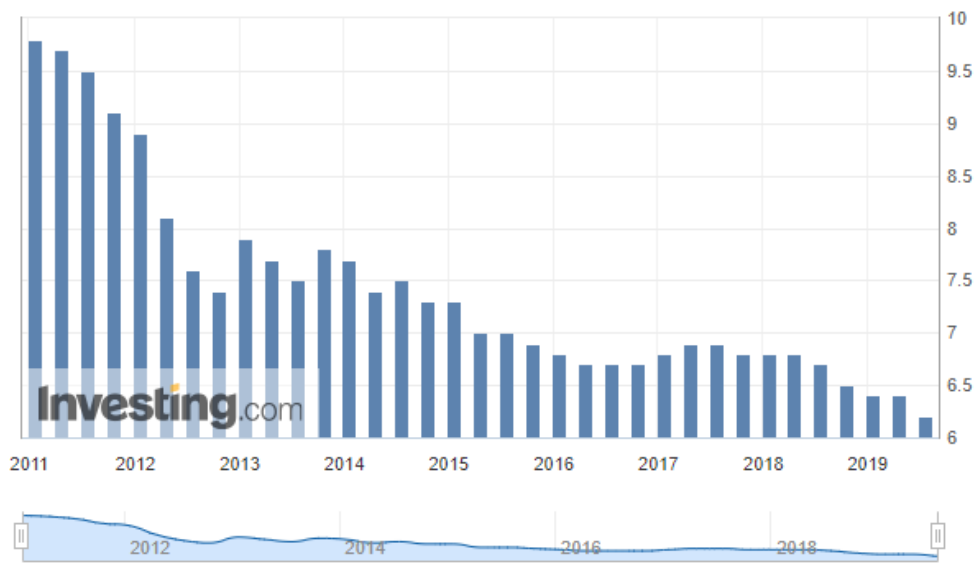
סין:

ספר הבז הסיני לרבעון השני של השנה פורסם לאחרונה. הסקר כלל 3500 חברות סיניות והצביע על התאוששות הצמיחה בסין במגזר היצרני ובמכירות הקמעונאיות על אף ההחרפה במלחמת הסחר. השיפור מיוחס בחלקו לתמריצים שנתן הממשל למגזר העסקי כדי להתגבר על ההשלכות השליליות של מלחמת הסחר.

לעומת זאת, מדד מנהלי הרכש ירד ל 49.4 בחודש יוני מה שמתחיל להצביע על אפשרות לתחילת מגמת התכווצות של הסקטור. סקטור התעשייה בסין מוסיף לסבול מאי הוודאות בשל מלחמת הסחר וההאטה בסחר העולמי ומספר המועסקים בו התכווץ במהלך הרבעון השני של 2019. ניתן לצפות כי הממשל ירצה לתמוך בסקטור הזה וייתכנו צעדים פיסיקליים ומוניטריים על מנת לתמוך בו ובכלכלה סינית.

נציין גם כי מדדי מנהלי הרכש ביפן, דרום קוריאה, מלזיה וטייוואן ירדו מתחת לרמה של 50 נקודות ביוני - נתון המעיד על התכווצות מגזר הייצור במדינות אלו ועל ההשלכות האפשריות של מלחמת הסחר במיוחד בסקטור האלקטרוניקה.
 יצוין כי התמ"ג בסין שפורסם הבוקר עמד על 6.20% צמיחה במשק הסיני (עמדו בציפיות). אך עדיין מדובר בשיעור הצמיחה הנמוך ביותר בעשר שנים אחרונות.

שיעור הצמיחה בתמ"ג של סין



ישראל:

עליית התשואות בשבוע האחרון ובעיקר בסוף השבוע הגדילה את פער התשואות בין אג"ח ממשלת ארה"ב לאג"ח ממשלת ישראל ל 10 שנים .

מרווח התשואות בין ממשלת ארה"ב לבין אג"ח ממשלת ישראל עמד על 0.41% לטובת ארה"ב ואילו כיום אחרי דו"ח התעסוקה האחרון רמת התשואות עלו בארה"ב מרמה של 1.94% (הרמה הנמוכה ביותר בשנים האחרונות בתאריך 3.7.19) לרמה של 2.12% כיום, זהו שינוי של 9% מרמת השפל ואילו באג"ח ממשלת ישראל התשואה ירדה מרמה של 1.53% מאותו תאריך 3.7.19 לרמה של 1.47% כיום מה שגרם לפתיחת המרווח בין המדינות מרמה של 0.41% ל 0.65% לטובת ארה"ב .

קראנו גם את הציטוטים מתוך הועדה המוניתרית של בנק ישראל ונראה כי הם אף תומכים בהעלאת ריבית בישראל הרבה יותר משחשבנו אולם נתוני המאקרו, רמת התעסוקה האינפלציה והדולר אינם מאפשרים כעת להעלות את הריבית במשק.

אם נסתכל על סביבת הריבית בעולם בארה"ב מדברים על הורדת ריבית כפולה עד סוף השנה. באירופה מדברים על סביבת ריבית שלילית בטווח של השנתיים הקרובות אזי שהועדה המוניתרית תתקשה מאוד להעלות את הריבית.

אם כך, נראה לנו כי עליית התשואות בשבועיים האחרונות מסתמנת כמימוש רווחים. בנוסף קיים חשש שהורדת הריבית בשיעור כפול דהיינו 0.50% בפעם אחת יכולה לגרום להאצה של המשק בטווח המידי ולעומת זאת, העלאת הריבית בטווח הבינוני - ארוך יכולה לסדר את תלילות העקום, דהיינו ריבית גבוהה במח"מ ארוך ולהיפך.

לאור התחזיות בנוגע לריבית נראה כי קיים קונצנזוס בין רוב בתי ההשקעות כי הריבית השקלית לא תשתנה עד סוף השנה ורק נתוני האינפלציה והתעסוקה יכריעו אם הועדה המוניתרית של בנק ישראל תשנה את הריבית, ולכן אנו ממליצים לפזר את מרכיב האג"ח בתיק לשלושה מרכיבים: שקלי, צמוד מדד, צמוד דולר, כאשר 40% בלבד אג"ח ממשלתי והוא יהווה את העוגן בתיקים.

במרכיב הממשלתי (40%): אנו ממליצים לחלק את התיקים לשניים צמוד ושקלי בלבד ובמח"מ בינוני ארוך בלבד.

* ברכיב הקונצרני שיעמוד על 50% מתיק האג"ח - החלוקה תהיה 30% מדד 20% שקלי. * מח"מ התיק הקונצרני יהיה בין 2-5 שנים בדרוג השקעה של A ומעלה או באג"ח עם בטוחה בלבד ללא דירוג.

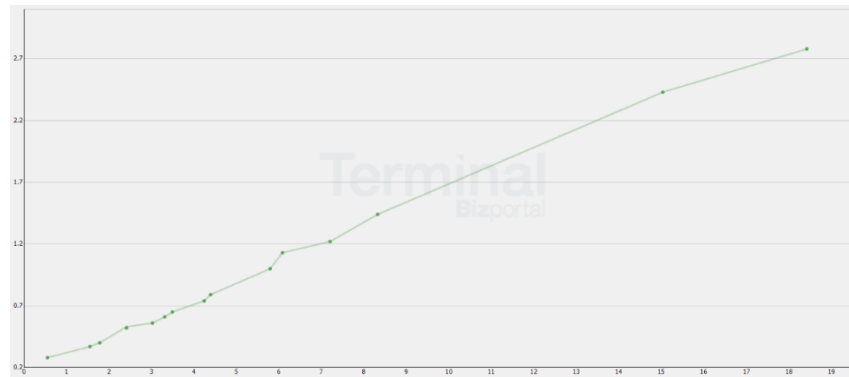
* בחלק הדולרי של תיק האג"ח - אנו ממליצים על 5%-10% באג"ח קונצרני.

* ברמות שער הדולר 3.5-3.6 אנו ממליצים להיות בחשיפה מקסימלית של 10% ואילו ברמות דולר של 3.65-3.75 אנו ממליצים להיות בחשיפה דולרית של עד 5% בלבד.

מבנה תיק אג"ח מומלץ:

<u>מח"מ</u>	<u>צמוד</u>	<u>שקלי</u>	
<u>5-7</u>	<u>20%</u>	<u>20%</u>	ממשלתי 40% מהתיק
<u>2-5</u>	<u>30%</u>	<u>25%</u>	קונצרני - 55% מהתיק
<u>3 ומעלה</u>	<u>10%-5%</u>		מט"ח דולר

עקומת תשואות אג"ח ממשלת ישראל:



תחזית האינפלציה לחודש יוני עומדת על -0.30% וזאת על רקע ירידות במחירי הנפט הפירות והירקות ובשער הדולר. לעומת זאת בחודשים יולי אוגוסט המדדים צפויים לעמוד -0.10% ו 0.20% בהתאמה ואילו בשנים עשר החודשים הקרובים השוק מגלם 1.18% אינפלציה וכפי שכבר כתבנו לעיל יהיה קשה מאוד לנגיד הבנק המרכזי להעלות את הריבית בתנאים אלו.

(*) 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.