



31 מרץ 2017

מרבועון של חגיגה לרבעון של התפכחות?

שוק מקומי

דולר/שקל

לא ניתן להתחיל ולסקר את הרבעון החולף בשוק המקומי מבלי להתחיל בניתוח שוק המט"ח, שכן לכך השפעות נוספות אשר נתייחס אליהם בהמשך. בסקירתנו האחרונה מראשית חודש מרץ התייחסנו להתמוטטות שע"ח של כל מטבעות העולם מול השקל, חלקם לשפל של 25 שנים (ליש"ט).



* שע"ח שקל/דולר גרף 36 חודשים.

למרות ואף על פי התערבות בנק ישראל המשיך הדולר להיחלש מול השקל גם בחודש מרץ, תוך כדי ירידה מצטברת של 6% מראשית 2017. יש לציין כי לאורך החודש האחרון העלה בנק ישראל את רמת ההתערבות, אולם כאמור אלו לא עזרו. בעת כתיבת שורות אלו נסחר הדולר לפי 3.62 ש"ח.

נגידת הבנק המקומי, קרנית פלוג, טענה כי החלשות הדולר מיוחסת להשקעות ספקולטיביות של משקיעים, אבל שללה הנהגת ריבית שלילית. להערכתנו, ובניגוד להלך הרוח בשוק, לבנק ישראל נגמרו הכלים להתמודד עם החלשות הדולר. הפגיעה ביצוא היא כבר עובדה מוגמרת, והנהגת ריבית שלילית אולי תיטיב עם שוק ההון (מניות אג"ח), אבל עלולה להכניס לסחרור נוסף את שוק הדיור ולהביא לפגיעה במערכת הבנקאית שתסבול מרווחיות אפסית אם בכלל. במילים אחרות - בנק ישראל נמצא במלכוד כשידיו קשורות, וכל זאת על רקע המשך ההתרחבות המוניטארית בעולם - הדפסת כסף, צבר חובות ואף הרחבה פסקאלית (אם וכאשר תהיה בארה"ב) שמשמעותה הדפסת כסף נוספת. יש לציין ולהדגיש כי פער הריביות בין הדולר לשקל עומד על 0.75%, כאשר ברקע העלאת ריבית דולרית נוספת, ואולי אחת נוספת, במהלך 2017, עובדה אשר לא תורמת כלל להתחזקות הדולר בישראל, ואף לא בעולם. בשורה התחתונה - בנק ישראל לא יוכל להעלות את הריבית השקלית, גם לא על רקע קצב הצמיחה המקומי, בעוד השקל מתחזק מול הדולר ושאר מטבעות העולם.

מבחינה טכנית - אין באזור הנוכחי של 3.6-3.65 שום תמיכה לדולר, מה שאומר שכל מספר עשוי לפגוע, כולל חזרה לרמות של 3.75, אם בנק ישראל יהיה אגרסיבי יותר, אבל גם אפשרות לצניחה ל 3.5 ש"ח.

לעניין זה השפעה מהותית על קבלת ההחלטות אצלנו ונרחיב על כך -

כיוון שעיקר השקעותינו במניות הן במניות ארה"ב ובדולר, נוצר מצב שלכאורה מחייב חשיבה נוספת בעת קבלת ההחלטה האם להגדיל מרכיב מניות או לא - לכאורה עלו מדדי ארה"ב ב 5% מאז תחילת השנה, אולם הדולר האמריקאי נחלש מול השקל כאמור ב 6%. במונחים שקליים נוצר הפסד. בהנחה שהדולר ימשיך וייחלש מול השקל, בהנחת בסיס ל 3.5 ש"ח, הרי שמתבקשת המתנה בהגדלת המרכיב המנייתי/רכישת דולרים בתיקים, שכן אחרת כאמור ייווצר הפסד בגין שע"ח.

מאידך - מדד ת"א 35 ירד מתחילת השנה ב 5% בדיוק.



31 מרץ 2017

במילים אחרות - נוצר כאן מלכוד ברכיב המנייתי - שכן השקעה/הגדלה הרכיב המנייתי בחו"ל הייתה גוררת הפסד בשע"ח, ומאידך, השקעה בשוק המניות בת"א גם היא גררה הפסד נומינאלי....

מסיבות אלו, בנוסף לרמות המחירים בשוק בארה"ב, לא הגדלנו מהותית את הרכיב המנייתי ויש להתאזר בסבלנות.

אג"ח

שוק האג"ח המקומי הוא זה שנתן את הטון במהלך הרבעון הראשון, והוא זה שתרם לתשואת התיקים המנוהלים. ההנפקות של החודשים האחרונים בשוק המקומי הניבו כולן רווחים אשר נעים בין 3% ל 10%, תלוי בסדרה. בלט מעל כולם אפיק התל בונד תשואות שקלי, כלומר דירוגים של A - BBB שקליים.

קיימת שונות גבוהה בביצועי מדדי האג"ח השונים - האג"ח הממשלתי לא מהווה אלטרנטיבה ראויה בשלב זה, שכן אין בו בשר. בנוסף, מדד תל בונד 20 ומדד אג"ח בנקאיים (צמודי מדד) גם כן לא מהווים אלטרנטיבה, למרות עלייה בסביבת האינפלציה, שכן בתרחיש האטה ישנה עדיפות ברורה לאפיק השקלי.

יש מן הסברה כי יש הגיון להאריך את מח"מ האג"ח בתיקים המנוהלים, כיוון שאין כרגע צפי כאמור להעלאת הריבית השקלית ב 2017, אולם אנו מעדיפים להתרכז בסדרות הבינונית יותר, ובדירוגים הנמוכים יותר, ששם יש לנו יתרון ברור לגודל (או לקוטן מבחינת היקף הנכסים המנוהלים), כאשר ההבדלים בינינו לבין הגופים המוסדיים הגדולים הם ניכרים.

מניות



* ת"א 35 - גרף 6 שנים.

השוק המקומי, מדד ת"א 35, המשיך לבלוט לשלילה גם ברבעון הראשון, וזאת למרות ואף על פי הפעימה הראשונה ברפורמת המדדים. ברבעון הראשון ירד מדד ת"א 35 ב 5%. במדדי השורה השנייה והשלישית המשיכו עליות השערים, אולם ההתייחסות שלנו למדדים אלו לא השתנתה - אין שם מחזורי מסחר ראויים, וכי מעט מאוד כסף הביא לשינויים מהותיים (בעיקר עליות שערים), אולם אין ביכולתנו להשקיע במדדים אלו בגלל העדר סחירות וסיכון.

רפורמת המדדים הביאה אמנם לעליה של 10% במחזורי המסחר, אולם יש לזכור כי המדד התרחב ב 40% (במספר החברות בו מ 25 ל 35), כלומר מוקדם מאוד להעריך האם הרפורמה צלחה. בשורה התחתונה, נכון לרגע זה, היא לא הביאה את הבשורות המיוחלות, שכן המדד כאמור ירד 5% וישנה שליטה מוחלטת של שחקני המעו"ף.

יש לציין כי הפעימה הבאה של הרפורמה תהיה שבוע הבא - ב 6.4 - כאשר משקל מניה בת"א 35 יעמוד על מקסימום של 7% ובת"א 90 (לשעבר 75) על 5%.

מבט בגרף מעלה מלמד כי למדד 35 יש תמיכה מובהקת ברמות של 1382 נקודות, כאשר שבירה של רמה זו עלולה להביא לירידת מדרגה נוספת שתדכא את המשקיעים שוב. אין ספק שמבחינת רמת המחירים אזי השוק בתל אביב הוא זול באופן יחסי למדדי אירופה וארה"ב, אולם הסיכון בשווקי העולם, והחשש מתיקון עמוק בעולם, לא יותירו את השוק המקומי חסין/יתום בפני המשך ירידות ולכן יש לבחון היטב את הדברים. אין ספק שקיימות בשוק עצמו הזדמנויות בהיבט המיקרו, אולם שוב - רמת הנזילות הוא כל כך נמוכה, עובדה שיש בה מן מלכודת

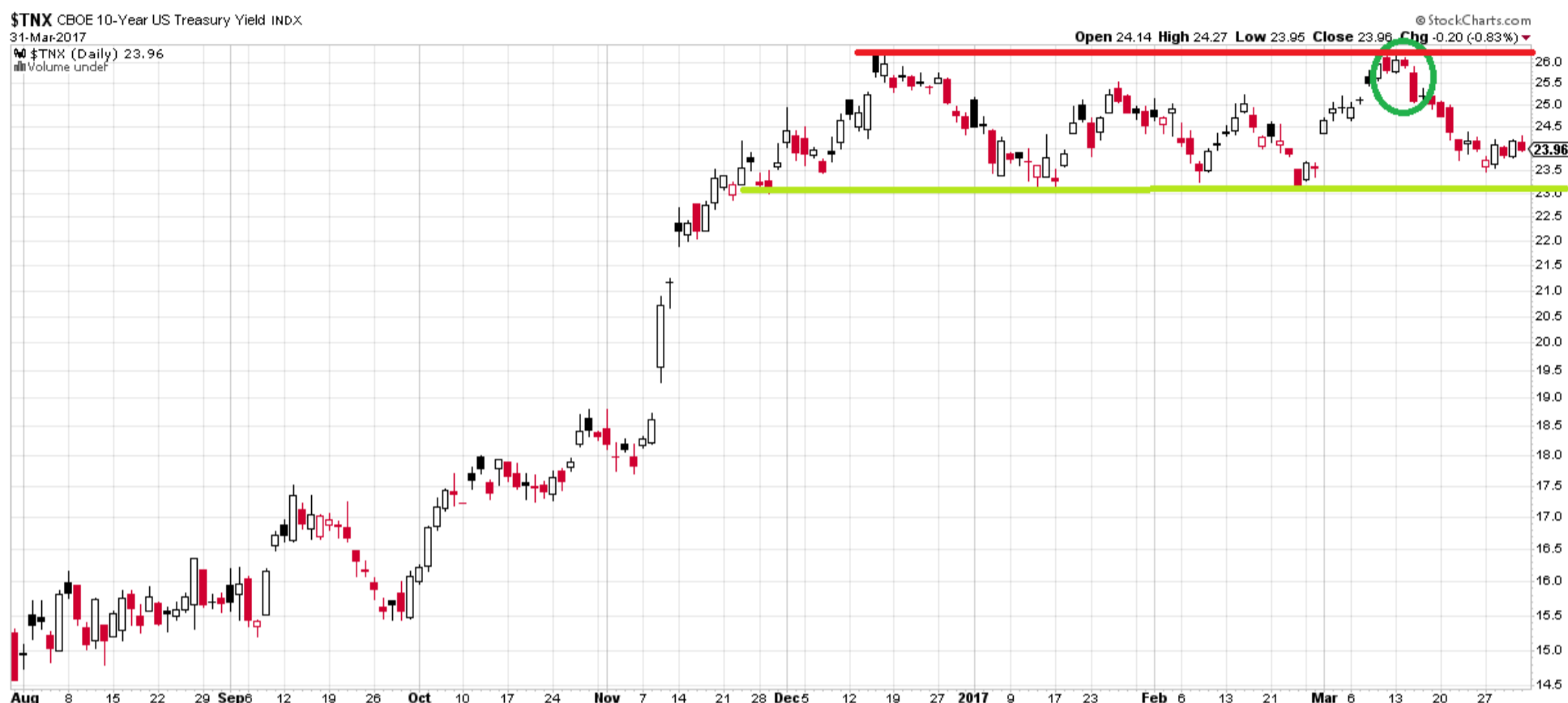


31 מרץ 2017

נזילות, ולכן השקעה דרך מוצר פאסיבי (תעודת סל) היא נכונה יותר, אולם כאמור בשלב זה, לאור הסיכונים, מחייבת המתנה וסבלנות נוספת.

ארה"ב

העלאת הריבית האחרונה בארה"ב גררה הפתעה בשוק הסולידי - אג"ח ממשלתי ל 10 שנים (דולרי) רשם זינוק במחיר, לצד ירידה בתשואה, עובדה נוספת המתחברת לסיום הסקירה הקודמת שלנו בה הראינו שלא בהכרח תהיה עלייה בתשואות לאחר העלאת הריבית.



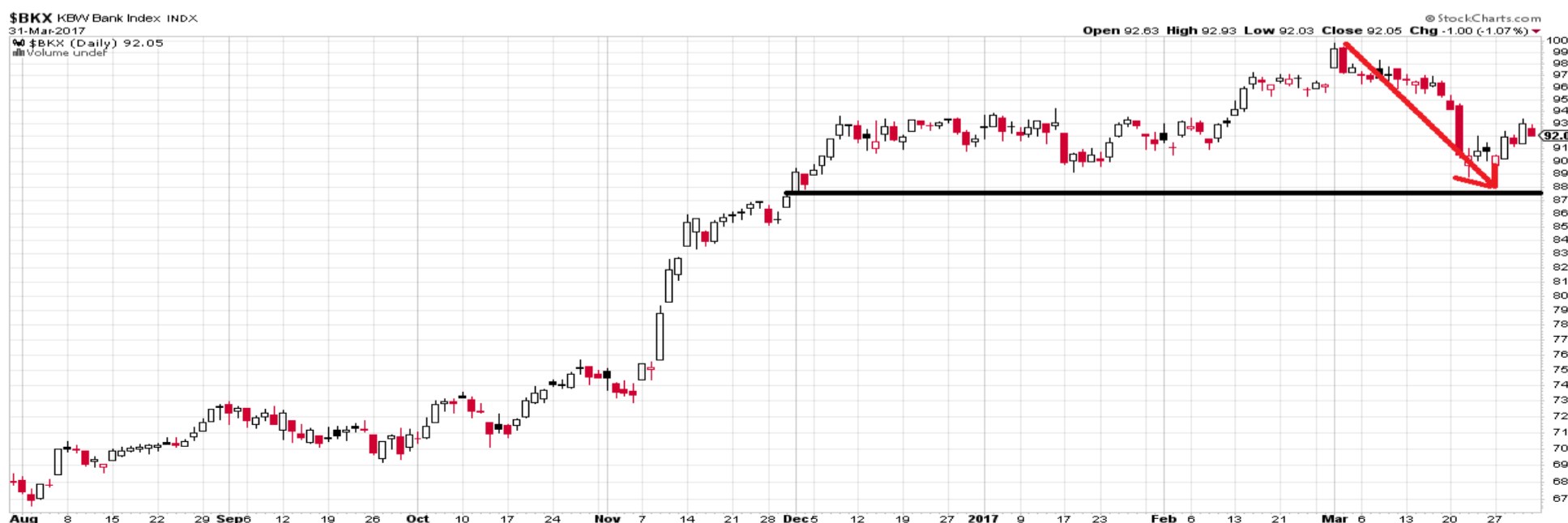
* תשואת אג"ח 10 שנים דולרי, ממשלת ארה"ב. גרף 8 חודשים.

העיגול הירוק מציין את העלאת הריבית האחרונה, כאמור ל 1%, ומיד לאחר מכן ירידה בתשואה לכיוון 2.35%.

מתגבשת מלחמת תשואות אמיתית כרגע, שעשויה להשפיע על החלטות הבנק המרכזי - אזור ה 3% (תשואה) מסמן כרגע את נקודת ההתנגדות, או הנקודה שבה ברור כי תהיה העלאת ריבית נוספת אחת לפחות בארה"ב, עוד ב 2017. מנגד - אזור ה 2.3% מציין את הרמה שירידה ממנה עשויה לאותת לפד כי העלאות הריבית היו מוקדמות מדי וכי יש מקום לחשוב אחרת. נציין כי לאחר העלאת הריבית חזר הדולר ונחלש בעולם, מה שהעצים כמובן את ההחלשות שלו גם מול השקל. כאן המקום להזכיר כי תקרת החוב בארה"ב טרם עלתה לדיון וכל עוד צבר החובות עולה ללא הכרה הדולר יהיה תמיד תחת מתקפת החלשות.

בנקים ארה"ב

שוק המניות תמיד ידע להקדים את החדשות - מאז הבחירות עלה מדד הבנקים בארה"ב (BKX) ביותר מ 30%. נזכיר כי מדד זה היה רדום תקופה ארוכה וכי במהלך 2015 הוא רשם ירידה של 25%, אבל כאמור מאז התאושש. הציפיות להעלאת הריבית עלו על החששות, שכן מרווחי הריבית מיטיבים עם השורה התחתונה בדוחות הבנקים -



* מדד בנקים, גרף 8 חודשים.

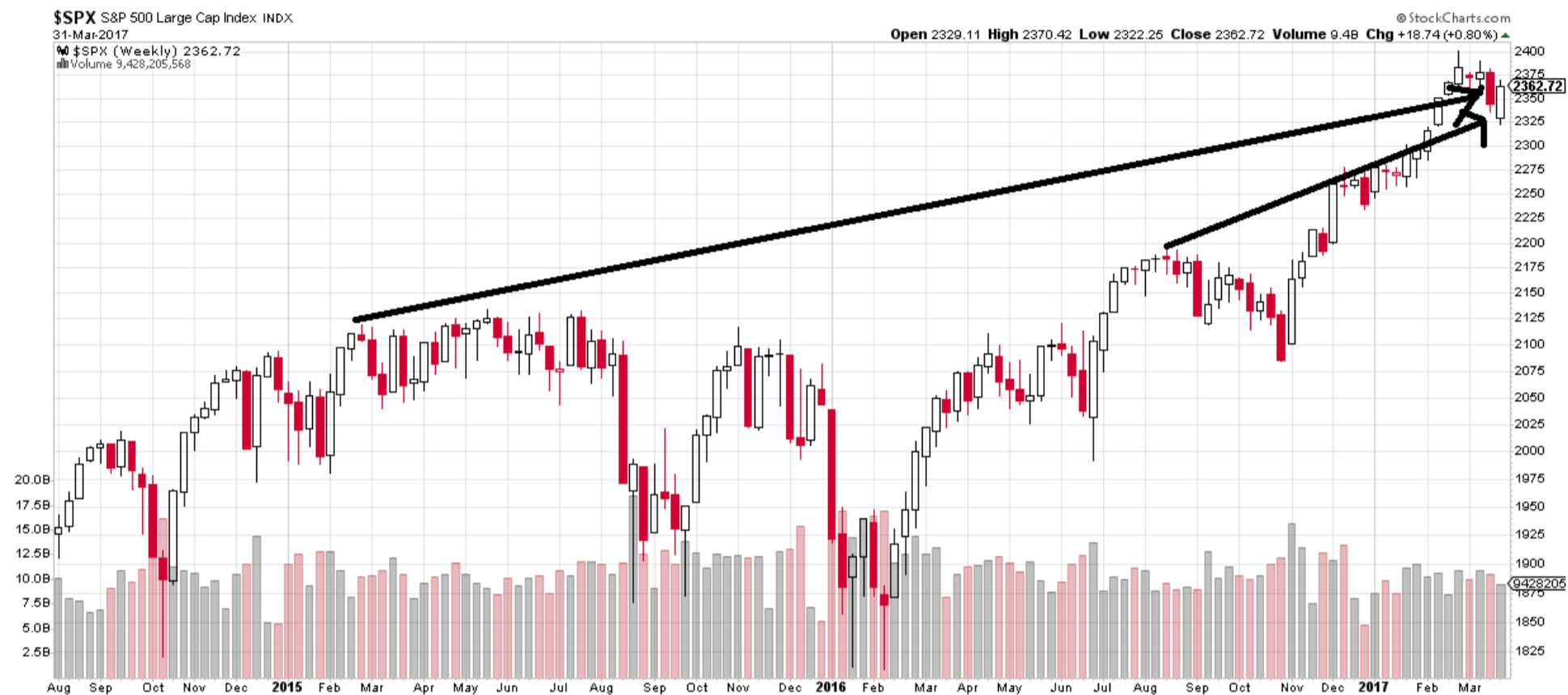


31 מרץ 2017

יחד עם זאת - מאז הפסגה בראשית מרץ רשם מדד זה ירידה של 10% ויותר, שכן אלמנט 'מכור עם החדשות' תפס גם הפעם. הירידה מחקה כמעט כליל את תשואת המדד מראשית 2017, מה שמאותת למשקיעים כי כל הטוב שבועלם כבר מגולם במערכת הפיננסית בשלב זה.

האמנם?

כשלוש ראשון של הנשיא טראמפ נרשם לפני שבוע, כאשר לא הצליח להעביר את רפורמת הבריאות החדשה שלו, או נכון יותר לומר - ביטול רפורמת הבריאות של קודמו - הנשיא אובמה. הכישלון הצית רוחות מלחמה בקונגרס שכן כעת עולה ספק ביכולתו של הנשיא הנסחר להעביר רפורמות שעליהן התחייב מייד עם היבחרו - קיצוץ מסים והרחבה פסיקלית.



* מדד S&P500 - גרף 36 חודשים.

ראלי טראמפ הניב כ-13% למדד ה-S&P500 - החלק הארי של הראלי מיוחס לציוצים של טראמפ בטוויטר. מצב החברות האמריקניות אכן טוב, אך כבר הראינו כי ב-2017 לא צפויה דרמה בצמיחה של החברות ואף הפוך מכך. כלומר שוק המניות, ברמתו הנוכחית, מגלם כבר את הקיצוץ במיסים בארה"ב כמו גם את ההרחבה הפיסקלית עליהם הכריז הנשיא. מדוע זו ההנחה?

שוק התעסוקה בארה"ב לא השתנה מהותית משך השנה, שנה וחצי האחרונים - רמת האבטלה נותרה סביב 4.5% - 4.7%, הרווח המצרפי של המדד על רקע 5% מאז 6/2014, אולם המדד עצמו עלה מאז ב-20%, עובדה שהביאה לעליה ניכרת במכפיל הרווח של ה-S&P500. אולם הנתונים הללו מתגמדים אל מול נתון הצמיחה החלש בארה"ב, זה האחרון, שהראה קצב צמיחה של 1.6% בלבד. מכאן, שכל העלייה האחרונה במדד מיוחסת רובה ככולה למציאות אחרת - מופחתת מס ורגולציה - בעוד זמן מה.

התנהלות המדד ב-2015 ו-2016, עד לבחירות, המיוצגת בחיזים השחורים בגרף לעיל, מייצגת את העובדות שצינו כאן. נציין כי מאז הרבעון הראשון של 2015 ועד היום עלה המדד ב-10% - נתון המהווה צמיחה/תשואה ממוצעת של 5% בשנה, בעוד מאז הבחירות בנובמבר האחרון עלה המדד כאמור ב-13%. במילים אחרות - על מנת להצדיק מכפיל כזה ותשואה כזו, יש לקבל מספרים מרשימים הרבה יותר בצמיחה בארה"ב וברווחיות החברות.

תרומת המפלצות והמיקרו קאפ

ניתוח ראלי טראמפ מעלה כמה נקודות ראיות למחשבה - מניית AAPL, שזינקה מאז הבחירות ב-36% תרמה כ-1.5% למדד ה-S&P500. יחד עם מיקרוסופט (MSFT) ואמזון (AMZN) עולה התרומה של 3 מניות אלו אל 2.5%. כלומר 3 מניות תרמו 20% למדד. הפיננסים תרמו כ-2.5% למדד, סקטור הבריאות הניב גם 2% ואילו האנרגיה לא תרם דבר. הטכנולוגיה תרמה 1.5% - שונות גבוהה ביותר. בתוך 500 המניות המרכיבות את המדד ניתן למצוא מניות רבות שזינקו מעל 50% במהלך הראלי - הן כמובן המניות הקטנות יותר, אבל במצטבר יש להן משקל לא קטן שתורם למדד כולו. זה מסביר גם את הזינוק במדדי המניות הקטנות - שורה שנייה ושלישית, שזינקו ביותר מ-20% מאז הבחירות. המשמעות של פסקה זו היא שאם לא השקעת ב-AAPL ו-2 חברותיה הנוספות אז פספסת חלק ניכר מהראלי ובנוסף, אם לא החזקת מניות קטנות גם כן פספסת חלק ניכר מהראלי.

נוצרה כאן תמונה הפוכה למה שהיה ב-2015 ו-2016 - מאז הבחירות ראוי היה יותר להחזיק את כל המדד, ואילו ב-2015 ו-2016, אז המדד לא עלה כלל, היה ראוי יותר להחזיק מניות בבחירה פרטנית (STOCK PICKING), זאת בהתעלמות מוחלטת מהקונסנזוס שהיה ערב הבחירות - שאם טראמפ ייבחר השווקים יקרוסו.



31 מרץ 2017

להערכתנו, לאחר המהלך האחרון, תוך כדי חזרה לנורמאל, מתבקשת חזרה להשקעה פרטנית - יהיו סקטורים אשר יחוו תיקון (כמו למשל פיננסים לאחרונה) ולכן יש להמשיך בבחירה פרטנית של חברות הנסחרות בדיסקאונט מול המדד, עם דגש על מניות דיבידנד. כמובן שבמקרה שכזה יש צורך בסבלנות, מאחר ואלו מניות צמיחה.

בסיכומי של דבר היה הרבעון הראשון המשך ישיר להתפרצות והעליות שבאו לאחר הבחירות בארה"ב. המשך החגיגה. הנתונים הכלכליים שייצאו מכאן ואילך, כולל דוחות החברות, יהיו חייבים להוכיח את עצמן על מנת לשמר את רמות המחירים, אולם יש לזכור שכל האיומים, שאותם הזכרנו משך הסקירות האחרונות, נותרו באותו מקום - חובות, אי וודאות פוליטית, צמיחה ומלחמת מטבעות - אלו יכולים ברגע אחד להצית גל מימושים. כאן המקום לציין כי התנודתיות בשווקים שואפת ל 0, וכי בקרב המשקיעים אין שום חשש, ולו הקל ביותר, לאפשרות של מימוש שערים. זהו מצב שלדעתנו מסוכן להיות בו.

ומילה אחת אחרונה בקשר לדוחות הרבעון הראשון שיחלו לצאת בארה"ב במהלך אפריל - הצפי כרגע הוא לצמיחה של 11% ברווחי החברות בארה"ב, אל מול הרבעון הראשון של 2016. הדגש כמובן הוא אל מול רבעון 1 של 2016, שכן אז כזכור התרחש משבר מחיר הנפט האחרון - בו דיווחו החברות על ירידה ניכרת ברווחיות, ולכן בראיה של רבעון מול רבעון מדובר אמנם בצמיחה נאה, אך מתמטית זה בגלל הרווח הנמוך של Q1 ב 2016.

- חברת ההשקעות שקדי שוקי הון בע"מ, עומדת בכל דרישות החוק לני"ע והיא בעלת רישיון לשיווק ולניהול השקעות מטעם הרשות לני"ע בישראל. כותב הסקירה – ירון שקדי.
- ירון שקדי הוא בעל רישיון לייעוץ וניהול השקעות מטעם הרשות לני"ע בישראל.
- אין בעבודת המחקר הנ"ל משום המלצה לקניה ו/או מכירה של ני"ע שונים לרבות אלו המופיעים בסקירה. כל העושה שימוש כלשהוא בהמלצות החברה עושה זאת על אחריותו הבלעדית בלבד. אין החברה אחראית לכל נזק שיגרם בגין שימוש במידע המוזכר בסקירה זו.
- העברת הסקירה לכל גורם ללא אישור חברת ההשקעות שקדי שוקי הון בע"מ הינה עבירה בגין הפרת זכויות יוצרים.