

המניות בארה"ב סוגרות רבעון בפער עצום על אירופה ויפן

הוא אמנם עלה פחות מ-2% ברבעון, אך זה הספיק ל-S&P500 להניב תשואת יתר של 11% על אירופה ו-17% על יפן ■ מה תמך בעליות בשוק האמריקאי והאם זו העת להגדיל חשיפה? דחייה נוספת בציפיות השוק לעליית ריבית בארה"ב מגדילה שוב אטרקטיביות שוק האג"ח

המנצח של השבוע האחרון הוא שוק המניות האמריקאי, אשר בסיכום הרבעון הראשון הצליח לפתוח פער עצום מול השווקים המפותחים הגדולים. S&P500 אמנם עלה בפחות מ-2% בחודשים ינואר-מרץ, אבל עדיין הוא הניב 11% יותר מאירופה ו-17% יותר מיפן. בשבוע האחרון מי שסיפק את הדלק העיקרי לעליות היה הדולר, שרק בשבוע האחרון נחלש בין 1% ל-3% מול כל המטבעות ובסיכום הרבעון נחלש בין 1% ל-15% (למעט מול הליש"ט). היחלשות המטבע האמריקאי, התורמת לחברות הגלובליות רגע לפני שיחלו לפרסם את הדו"חות לרבעון הראשון, באה על רקע הירידה החדה בציפיות לעליית הריבית בארה"ב.

להבדיל מהחזאים שעדיין מדברים על אפשרות לעליית ריבית ביוני, השוק האמריקאי מתמחר כרגע עליית ריבית ראשונה בנובמבר (הסתברות של 51%). זו תולדה של דברי ילן, שאמנם דיברה לפני סוף השבוע (ולפני פרסום נתוני התעסוקה), אך בעיקר התמקדה במה שמפריע להעלאת ריבית (הדולר החזק שבינתיים החל להיחלש, הצמיחה הגלובלית הנמוכה והחששות מסין שבינתיים החלו להתייבב), אך מדבריה אפשר היה להבין כי הגישה השלטת כרגע בבנק המרכזי האמריקאי היא זהירות יתר. במהלך השבוע הקרוב אמורים להתפרסם הפרוטוקולים משיבת הפד האחרונה ולפי הערכות יש לא מעט חילוקי דעות בצמרת הפד, בעיקר של מי שמתנגד לילן ותומך בהעלאת ריבית אגרסיבית יותר. הפרסום הזה (ביום ד') עשוי להשפיע על כיוון הדולר.

בחזית המקרו, נראה כי דווקא כל הנתונים הפתיעו בחוסנם ובראשם כמובן נתוני התעסוקה. תוספת של 215 אלף משרות בחודש מרץ, לעומת צפי של 205 ומעל הממוצע לרבעון הראשון מספקת תמונה חזקה מאוד של שוק העבודה האמריקאי. שיעור האבטלה אמנם עלה ל-5%, לעומת צפי של 4.9%, אך הסיבה טובה – עלייה נוספת בשיעור ההשתתפות. בחודשים האחרונים לא מפסיק שיעור ההשתתפות לעלות וכעת הוא כבר הגיע ל-63%, הרמה הגבוהה ביותר מאז מרץ 2014. אלה חדשות טובות כי הן מצביעות על העובדה שהרבה מובטלים שכבר ויתרו על האפשרות למצוא עבודה – חוזרים לעשות זאת. אחת הביקורות המרכזיות היא שחלק גדול מהמשרות החדשות הן של עובדים בשכר נמוך – מה שמסביר את העלייה האיטית מהצפוי בשכר העבודה למרות העובדה שהאבטלה נמצאת כבר ברמה חיכוכית. עם זאת, העובדה שהכלכלה מייצרת מספר גבוה כל כך של מקומות עבודה מדי חודש היא חדשה טובה איך שלא נסתכל עליה.

למרות השיפור בנתוני העבודה ובנתונים כמו עלייה גבוהה המצפוי בהכנסה פרטית (0.2% לעומת צפי של 0.1%), זינוק במכירות בתי בקצב מהיר המצפוי (3.5%, לעומת 1.2%) ועלייה נאה באמון הצרכנים, נתוני התמ"ג עדיין נמוכים יחסית. גם ברבעון הראשון כנראה תהיה הצמיחה נמוכה מ-2%, מה שמעלה עוד את הציפיות להאטה בקצב עליית הריבית.

ציפיות האינפלציה חוזרות לרדת

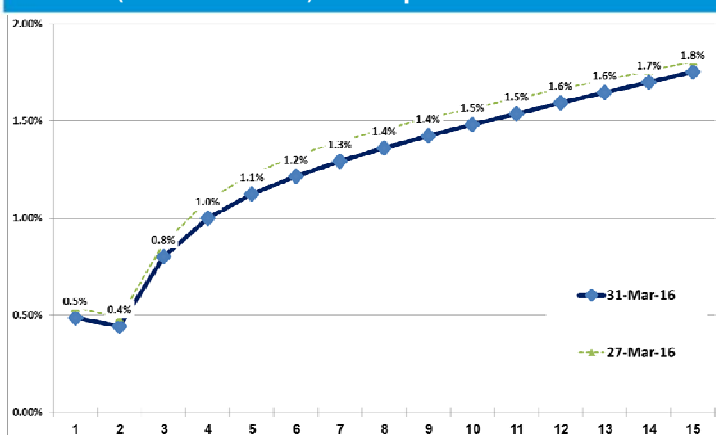
ציפיות האינפלציה בארה"ב עולות בתקופה האחרונה גם כשהנפט יורד. כרגע, הציפיות ל-5 שנים הן עומדות על כ-1.5%, שיא של כמה חודשים. מנגד, באירופה ציפיות האינפלציה יורדות, אפילו כשאיןפלאציה הליבה עלתה בתקופה האחרונה – וגם ההרחבה של ההרחבה הכמותית עדיין לא עוזרת להן לעלות.

בשוק המקומי ציפיות האינפלציה חזרו לרדת, יחד עם השיא שרשם השקל ביום חמישי מול 30 המטבעות. השקל החזק והירידה במחירי הסחורות בשבוע האחרון שלחו את הציפיות למטה, אחרי עלייה של כמה שבועות רצופים.

ואם ציפיות הריבית בארה"ב מתרחקות, אין פלא שגם בשוק המקומי איש לא צופה עליית ריבית לפני 2017. זאת לאחר שבשבוע האחרון הוריד בנק ישראל גם את תחזית הריבית שלו קדימה – בדומה למה שעשה הפד כשבוע לפני כן. תוואי הריבית העתידי של בנק ישראל הופחת ל-0.1% בסוף 2016 ול-0.5 אחוז בסוף 2017 (לעומת 1.0% בתחזית הקודמת), עקב ירידה בתוואי האינפלציה ותוואי הריביות הצפויות בעולם והוא קרוב יותר לתוואי שחזזה שוק ההון ולתוואי שאנו צופים.

במבט קדימה, ציפיות הריבית הנוכחיות אמורות להמשיך ולתמוך בשוק האג"ח וגם במגמה שראינו בחודש האחרון של עלייה בציפיות האינפלציה.

ציפיות האינפלציה לפי השוק 3.4.16 (לאחר פתיחת המסחר)



1. מניות – נשאים בחשיפה כמעט מלאה לאפיק

בשבוע האחרון עלה השוק האמריקאי בשיעורים של בין 1.8% (S&P500) ועד 2.95% (נאסד"ק) מול השווקים באירופה שירדו בשיעורים של עד 3% דבר שסייע לו להגדיל עוד את הפערים ברבעון האחרון. הפערים העצומים שנפתחו ברבעון הראשון בין השוק האמריקאי לבין האירופי והיפני לא יוכלו להערכתנו להימשך גם ברבעון השני ולפחות מול אירופה הפער יהיה חייב להתכווץ.

למרות ביצועי היתר של המניות בארה"ב, בשבועות האחרונים יצא הרבה כסף מהשוק האמריקאי. אחד המקומות הבודדים שזרמו אליהם כספים הם שווקים מתעוררים, בעיקר בחודש מרץ. זאת על רקע עליית מחירי הסחורות, ירידת ציפיות הריבית בארה"ב והתחזקות המטבעות בשווקים אלה. לאור העובדה שאין שיפור בתנאים הכלכליים ברוב השווקים האלה, זרימת הכספים והעלויות שם יכולים להימשך כל עוד יימשכו הגורמים האלה.

בעוד קצת יותר משבוע, הדו"חות הכספיים לרבעון הראשון בארה"ב יחלו להתפרסם. הצפיפות לדו"חות נמוכות מאוד כרגע ואין צפי לגידול ברווחים ובהכנסות לעומת הרבעון המקביל. לפיכך, פוטנציאל ההפתעה יכול להיות גבוה.

גם השוק המקומי סגר רבעון חלש יחסית עם ירידה של כ-5% במדדים המובילים, אם כי הירידות בחברות התרופות הן הגורם המרכזי של רוב התנודתיות הזו יחד עם הירידה במחירי הגז (בשבוע האחרון). הירידה בחברות התרופות אינה נובעת מהתרחשויות בשוק המקומי וגם בוול סטריט זה אחד הסקטורים החלשים ביותר בחודש מרץ (עם ירידה של 4.3%) וגם מתחילת הרבעון (4.7%). ואולם, ההבדל העיקרי הוא שבשוק המקומי משקלן גדול הרבה יותר (30%, כפול מהמשקל ב-S&P500, אם כי שם לא מדובר בחברות תרופות, אלא גם חברות ציוד רפואי, ביוטכנולוגיה וכו').

בנקודת הזמן הנוכחית, נראה כי היתרון המרכזי של השוק המקומי בהשוואה עולמית הוא שהמחירים נוחים. הרגולציה ממשכה להכביד ולכן רואים כסף שזורם יותר לסקטורים שיש בהם פחות רגולציה כמו הנדל"ן המניב (חברות כמו עזריאלי, מליסרון, אמות וכו'). אנו ממשיכים להמליץ להקצות את התיק המנייתי באופן שווה בין השוק המקומי לעולם. למי שמחפש בשלב זה להגדיל חשיפה מנייתית, נראה כי יש עדיפות לעשות זאת בשווקים שהניבו ביצועי חסר ברבעון הראשון כמו אירופה.

2. אג"ח קונצרני – גב מקומי ועולמי לחשיפה לאפיק

המרווחים באג"ח הקונצרני בארה"ב מתייצבים, אחרי שקיבלו גב בשבועות האחרונים מהמשך ירידת התשואות באג"ח הממשלתי. אג"ח אמריקאי ל-10 שנים נסחר כיום בתשואה של 1.77%, לעומת 2.3% בתחילת השנה.

גם באירופה בלט חוסנו של שוק האג"ח – הממשלתי והקונצרני – בעיקר בזכות הגדלת ההרחבה הכמותית של הבנק המרכזי שתמכה יותר בשוק האג"ח מאשר בשוק המניות.

אם מתייחסים למה שקורה בעולם ולכך שלא קיים צפי לעליית ריבית השנה בשוק המקומי יחד עם ציפיות אינפלציה לא גבוהות, נראה כי כל הגורמים האלה מספקים רוח גבית לשוק האג"ח, בעיקר הקונצרני. המרווחים אמנם ירדו, אך עודף התשואה עדיין מאוד גדול ולכן כסף הולך לשם וימשיך כל עוד לא יקרו קטסטרופות (בעיקר בגלל שאפשר להרוויח גם מעליית ציפיות אינפלציה).

הנטייה שלנו היא בעיקר לדירוגי ביניים (A) ומעלה, אך בהחלט אפשר לשקול חשיפה נקודתית גם לאגחים בדירוגים נמוכים יותר או ללא דירוגים. באג"ח בנקים המרווח חזר ל-0.8%, אבל ההון הראשוני והמשני של הבנקים גדל כך שהסיכון בהם יורד – מה שעשוי לתמוך בהמשך ירידת המרווחים. לא נתפלא אם המרווחים בסקטור זה יירדו עוד.

3. תיק השקעות – דחיית העלאת הריבית מגדילה אטרקטיביות האג"ח מחדש

שוק האג"ח העולמי נראה נוח להשקעה לאור דחיית הציפיות לעליית הריבית. להערכתנו, על רקע ירידת התשואות באג"ח הממשלתי מתחילת השנה, תימשך זרימת כספים גדולה גם לאפיק הקונצרני (בעולם ובישראל), שצפוי לבלוט בתקופה הקרובה. בשוק המקומי הקונצרני הצמוד עשוי לתפקד טוב יותר, אם ציפיות האינפלציה יעלו או לכל הפחות לא יירדו.

תיק האג"ח שלנו ממשיך להיות מחולק באופן שווה בין צמוד לשקלי (ממשלתי וקונצרני). במח"מים אנחנו נשארים 3.5-4 שנים. התשואות הארוכות שוב ירדו מדי כבר ולהערכתנו בנקודת הזמן הנוכחית זה לא זמן נוח להארכת מח"מ.

בחשיפה המנייתית אנחנו קרובים לחשיפה מלאה. אנו מקצים אותה באופן שווה בין השוק המקומי לשוק בעולם. בשוק הישראלי אמנם הרגולציה מכבידה, אך התמחור הזול יותר של השוק הישראלי תומכת בו, שכן שינוי או תיקון עשוי להיות מהיר מאוד.

המרווחים ברבעון החולף

30.12.15	30.3.16	
0.86%	0.80%	AA+
1.13%	1.09%	AA
1.96%	1.98%	AA-
1.79%	1.87%	A+
2.11%	2.05%	A
2.57%	2.52%	A-
3.58%	2.67%	BBB+
6.82%	3.43%	*BBB

* בנטרול אפריקה שיצאה מהקבוצה

מבנה תיק אג"ח

מח"מ	% מהתיק	אפיק
3.3	35%	ממשלתי שקלי
	10%	קונצרני שקלי
4.0	20%	ממשלתי צמוד
	25%	קונצרני צמוד
3.5	5%	אג"ח חו"ל