



סקירה שבועית // 21.10.18

אפיק האג"ח

סביבת המאקרו ושוק האג"ח

- ❖ מדד המחירים לחודש ספטמבר עלה ב-0.1%, מעל ההערכות המוקדמות. מתחילת השנה עלה מדד המחירים ב-1.1% וב-12 החודשים האחרונים עלה המדד בשיעור של 1.2%, בקרבת הגבול התחתון של יעד האינפלציה של בנק ישראל. המדד הושפע במיוחד מעליה של 0.8% בסעיף שירותי דיור בבעלות דיירים (חוזי השכירות המתחדשים) ומנגד, סעיף נופש בארץ ובחול שירד בשיעור של 4.6%.

- ❖ מסקירת בנק ישראל אודות האשראי הבנקאי בחציו הראשון עולה כי סך האשראי המסחרי צמח בכ-6.5% במהלך השנה האחרונה. כמעט כמחצית מהגידול באשראי הופנה לענף הנדל"ן וזאת על אף שמשקלו באשראי המסורתי הינו כ-35% בלבד.

אג"ח קונצרני

- ❖ מדדי אגרות החוב נסחרו השבוע ללא שינוי משמעותי. בשבוע האחרון התקיימו מס' הנפקות ובהם גיוס של CoCo בנק מזרחי, חוב מובטח בשעבוד של נתנאל והרחבה באשטרם קב"ג'.

- ❖ אנו ממליצים לנצל התרחבות המרווחים בכדי להגדיל אחזקות באגרות חוב קונצרניות באופן סלקטיבי.

סביבת המאקרו ושוק האג"ח בחו"ל

- ❖ בארה"ב פורסמו נתוני מאקרו חלשים ובהם עליה במכירות קמעונאיות בשיעור של 0.1%, ביחס לצפי לצמיחה במכירות בשיעור של 0.4%, האטה נרשמה במגזר הנדל"ן עם ירידה של 3.4% במכירות הבתים הקיימים בספטמבר, ירידה המהווה חודש שישי ברציפות של ירידות במכירות.

- ❖ באיטליה לא נפתרה עדיין המחלוקת בין הממשלה לאיחוד האירופאי בנושא יעד הגרעון של 2.4% אותו הממשלה האיטלקית מבקשת ליישם. בתגובה לחרגיה התקציבית המתוכננת, סוכנות הדירוג Moody's הורידה את דירוג החוב של איטליה בנוף אחד ל-Baa3.

- ❖ על רקע מתיחות הסחר בין ארה"ב לסין, האחרונה הציגה צמיחה ברבעון השלישי בקצב של 6.5% לעומת קצב צמיחה של 6.7% שנרשמה ברבעון השני של השנה. הבנק המרכזי בסין הודיע בתגובה כי יפעל להקלת התנאים המוניטאריים ולהגדלת האשראי הניתן ע"י הבנקים.

אפיק המניות

ישראל

- ❖ שבוע המסחר בת"א ננעל במגמה חיובית. ת"א 35 ו-125 עלו בכ-1.72% בממוצע. מהמניות הבולטות השבוע נציין את אפקון החזקות ומלם תים שעלו ב-8.5% ו-7.4%. בלטו בירידות מניות סלקום וביקום אשר ירדו ב-2.3% ו-2% בהתאמה. בסיכום שבועי עלה מדד ת"א 90 ב-1.83% ומדד הבנקים עלה ב-1.76%.

- ❖ אפקון החזקות הודיעה על הסכם לעבודות בניה וחשמל בנמל דרום באשדוד בהיקף של כ-265 מיליון ₪. זאת בהמשך להסכם נוסף שנחתם בשבוע שעבר לבניית מעונות סטודנטים בראשל"צ בהיקף של כ-130 מיליון ₪.

- ❖ המוסדיים לוקחים חלק יותר אקטיבי במינוי דירקטורים בשופרסל ופז נפט. בשופרסל הגיעו הצדדים להסכמות למינוי שני דירקטורים והשארת היו"ר ובכך ההסכם סולל את הדרך לחידוש החוזה של המנכ"ל המוערך, איציק אברכהן. בפז נפט מונו שני דירקטורים שהומלצו ע"י המוסדיים, ביניהם אליעזר שקדי שצפוי להתמנות ליו"ר.

ארה"ב

- ❖ מדדי ארה"ב סיכמו שבוע מעורב ותנודתי אשר בסיכומו מדד ה-S&P 500 נותר ללא שינוי, הדאו ג'ונס עלה ב-0.41% והנאסד"ק ירד ב-0.64%. מניות הצריכה הבסיסית והתשתיות עלו ב-4.2% ו-3% בהתאמה. מניות הפיננסים והבריאות הניבו תשואת יתר כאשר הוסיפו 0.76% ו-0.45% בהתאמה. בלטו בירידות סקטור הצריכה המחזורית והאנרגיה אשר ירדו כ-2% בממוצע.

- ❖ PayPal פרסמה דוחות שעקפו את תחזיות האנליסטים וההנהלה חזרה על תחזיות צמיחה ברווח למניה של 20% ב-2019. P&G הציגה דוחות משופרים כאשר העלאת מחירים תרמה לגידול במכירות של כ-4%, השיעור הגבוה שהציגה החברה מזה 5 שנים.

אירופה

- ❖ מדדי אירופה סיכמו שבוע חיובי כאשר מדד האירוסטוקס 600 עלה ב-0.64%. עונת הדוחות צפויה להראות הנמכת תחזיות רווח בקרב חברות היבשת כתוצאה משיעורי צמיחה נמוכים יותר.

- ❖ Michelin, יצרנית הצמיגים הנמיכה תחזיות לאור צפי למכירות נמוכות יותר במחצית השנייה באירופה ובסין. Daimler, יצרנית מרצדס, פרסמה אזהרת רווח לרבעון השלישי עקב גידול בהוצאות משפטיות ומסירות רכבים נמוכות יותר עקב עיכובים במשלוחים מצד החברה.

מדדי אג"ח ממשלתי	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה	מדדי אג"ח חברות	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה	מח"מ	ת' פנימית	מרווח
מדד מק"מ	277.8	-0.01%	0.06%	מדד תל בונד 60	337.1	0.09%	0.94%	3.8	0.91%	1.18%
ממשלתי קבוע 2-5 שנים	431.6	-0.04%	-0.96%	מדד תל בונד צמודות	338.4	0.04%	0.99%	3.8	0.95%	1.22%
ממשלתי קבוע +5 שנים	622.0	0.13%	-2.43%	מדד תל בונד תשואות	356.1	-0.06%	-0.88%	3.7	2.42%	2.72%
ממשלתי מדד 2-5 שנים	275.6	0.07%	0.88%	מדד תל בונד לא צמודות	346.1	0.00%	-1.52%	3.7	3.10%	2.07%
ממשלתי מדד 10-5 שנים	353.9	0.10%	-0.13%	מדד תל בונד שקלי	370.7	0.02%	-1.90%	3.8	3.34%	2.22%
אג"ח כללי	352.9	0.05%	-0.17%	מדד תל בונד תשואות שקלי	355.1	-0.03%	-3.25%	3.4	5.15%	4.15%
מדדי מניות בישראל	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה	מדדי מניות בחו"ל	ערך	ת' שבוע	ת' ת.שנה			
מדד ת"א 35	1620.6	1.72%	7.05%	S&P 500	2768.8	0.02%	3.52%			
מדד ת"א 125	1462.9	1.73%	7.01%	Nasdaq 100	7116.1	-0.70%	11.11%			
מדד ת"א 90	1138.2	1.82%	4.44%	Eurostoxx 600	361.7	0.64%	-7.18%			
מדד ת"א צמיחה	1257.8	0.47%	-4.27%	DAX 40	11589.2	0.26%	-10.56%			
מדד ת"א נדל"ן	543.2	1.84%	-4.04%	MSCI World	494.1	-0.14%	-3.70%			
מדד ת"א בנקים-5	2166.6	1.62%	10.43%	MSCI Emerging Markets	971.5	-0.88%	-16.14%			





זרקור // מה מזעזע את שוק המניות האמריקאי?

החל מסוף חודש ספטמבר חווים מדדי המניות בארה"ב ובשאר העולם ירידות שערים חדות ובתנודתיות גבוהה. תנודות חדות בשוקי מניות נובעות בדרך כלל משילוב מספר גורמים אשר גורמים לשינוי בתפיסת הסיכון בקרב המשקיעים. בזרקור זה אנו מונים את הסיבות המרכזיות למגמת צמצום החשיפה למניות על ידי משקיעי האקוויטי ברחבי העולם.

מלחמת סחר

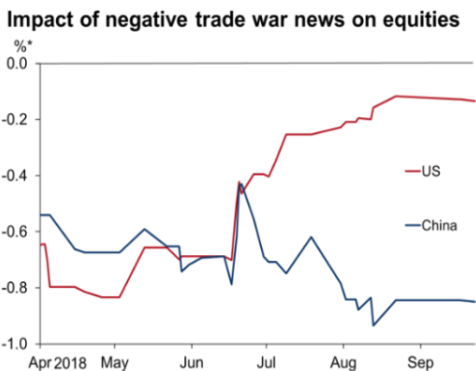
גושי הסחר הגדולים - ארה"ב ואירופה וסין - מצויים בעיצומה של מלחמת סחר. ארה"ב מעוניינת לצמצם את הגרעון המסחרי ולהגן על הקניין הרוחני. מדיניות ארה"ב הינה לשפר את הסכמי הסחר במו"מ או באמצעות הטלת מכסי יבוא על סחורות אשר מועברות בין המדינות וכתגובה אירופה וסין מגיבות בהטלת מכסים נגדית.

עד כה השפעת מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין השפיעה באופן שלילי בעיקר על שוק המניות הסיני. בין החודשים יולי וספטמבר הפך שוק המניות האמריקני לאדיש כמעט לחלוטין לחדשות שליליות בנוגע למלחמת הסחר, כאשר התגובה השלילית שנרשמה במדדים עמדה על ירידה של כ-0.2%-0.3%.

לאחרונה נראה כי המגמה משתנה והשפעות מלחמת הסחר החלה לחלחל לתוך דוחות הרבעון השלישי במקביל להחרפת הירידות בשווקים. בין הנפגעות העיקריות ניתן לסמן חברות המשתייכות למספר ענפים מרכזיים בכלכלת ארה"ב: **החברות הקמעונאיות** נפגעות מהתייקרות מוצרי צריכה מיובאים ומתקשות להעביר את ההתייקרות לצרכן. **יצרניות הרכב** האירופאיות והאמריקאיות הודיעו על אובדן רווחים של מיליארדי דולרים עקב מכסים החדדים וכן עליית תשומות. **חברות השבבים האמריקאיות** וחברות **הצבעים** הודיעו כי שולי הרווח הגולמי יושפעו לשלילה מהמכסים על רכיבים ובפגיעה בשרשרת אספקה. **יצרניות הפנאים הסולאריים** יאלצו להסית ייצור מסין לאתרים באירופה כדי להימנע מהפסדים.

בתרשים משמאל ניתן לראות כי המכסים על רכיבים וחומרי גלם המשמשים לייצור והרכבה של מוצרים שונים (intermediate goods) מהווים כמחצית משני סבבי המכסים הראשונים שהושטו על יבוא מסין. חומרים אלו משמשים חלק משרשרת האספקה של מגוון רב של תעשיות. אם כן, משקיעים חוששים כי תעשיות נוספות יודיעו על פגיעה ברווחים וממהרים לצמצם חשיפה.

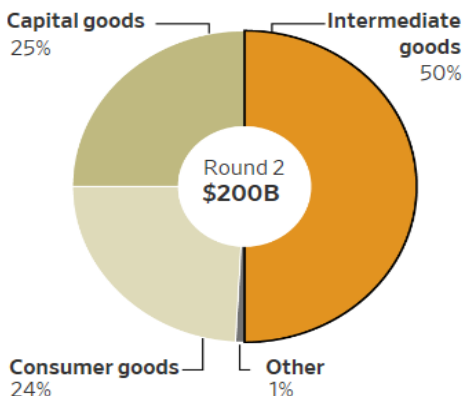
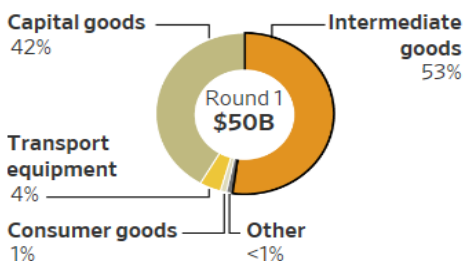
חשוב לציין כי עד כה נפגעו חברות בעיקר בשל גל התעריפים הראשון שהוטל על יבוא סחורות בהיקף של 50 מיליארד דולר. הגל השני של התעריפים שהוכרז בסוף ספטמבר וחל על סחורות בהיקף של 200 מיליארד דולר, ישפיע על דוחות הרבעון הרביעי.



Tax Breakdown

Intermediate goods, or parts and materials used to make a finished product, made up about half of two rounds of tariffs on Chinese imports.

Product composition of U.S. tariffs on Chinese imports, by total value



Source: Peterson Institute for International Economics



זרקור // מה מזעזע את שוק המניות האמריקאי?

עליית תשואות מהירה וחדה

תשואת רווחי ה-S&P 500 פחות תשואת אג"ח ל-10 שנים



Source: Bloomberg, Jefferies

העלאות הריבית שבוצעו וצפי להמשך המגמה הובילו לעליית תשואות חדה באג"ח ממשלת ארה"ב. כפועל יוצא, מתחילת אוקטובר, התשואה לאג"ח ממשלתי של ארה"ב ל-10 שנים עלתה באופן מהיר מ-3.08% לכ-3.20% כיום. האג"ח הארוך ל-30 שנה עלה מ-3.22% לכ-3.37% באותה תקופה. התפתחות זו גורמת למשקיעים רבים להפחית את הסיכון מחשש כי עליית התשואות תוביל לגידול חד בעלויות המימון וחברות רבות יתקשו למחזר את חובותיהן. בהקשר זה נציין כי בשנים האחרונות, המגזר העסקי בארה"ב דווקא הגדיל את רמת החוב החיצוני וזאת על אף סביבת ריבית נמוכה ושיפור כלכלי.

תשואת אג"ח ממשלתי לשנתיים גבוהה מתשואת הדיבידנד



Source: Bloomberg

המשקיעים המוסדיים רואים לנגד עיניהם מספר אינדיקטורים אשר מתמחרים סיכון גבוה יותר בהשקעה במניות או לכל הפחות, עדיפות נמוכה מאוד להשקעה במניות על פני אג"ח:

- תשואת הרווח של מדד ה-S&P 500 שנאמדת על כ-4.5% ותשואת אג"ח ל-10 שנים עומדת על כ-3.2%, משאירה מרווח ביטחון קטן למשקיע האקוויטי (גרף עליון).
- תשואת אג"ח ממשלתי עלתה על תשואת הדיבידנד של מניות ה-S&P 500 (גרף תחתון). הפעם האחרונה בה נרשם בשווקים מצב כזה היה בשנת 2008. עבור משקיעים מוסדיים משמש אינדיקטור זה שיקול מרכזי להחלטה בדבר הסטת כספים ממניות לאג"ח.



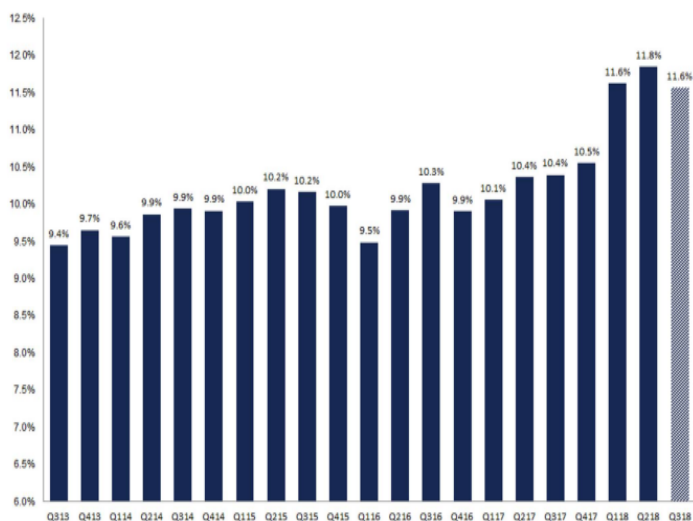
זרקור // מה מזעזע את שוק המניות האמריקאי?

הנמכת תחזיות מצד אנליסטים ומצד חברות

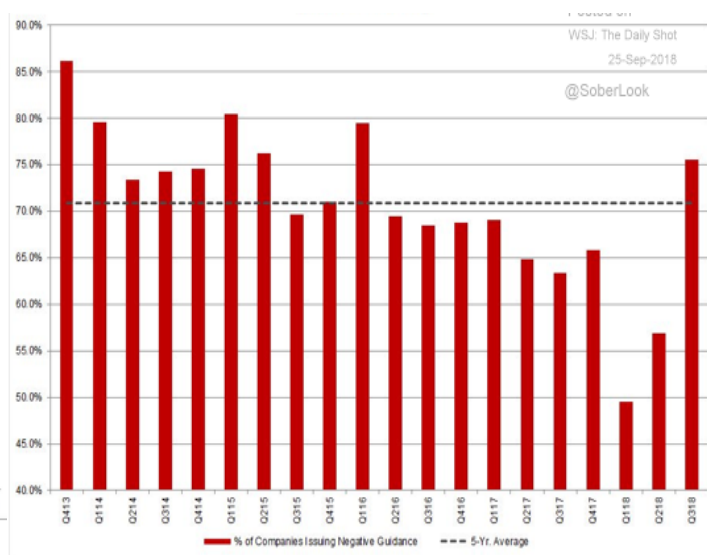
עלייה חדה בחששות המשקיעים עם תחילת עונת הדוחות לרבעון השלישי כאשר כ-75% מהחברות המשתייכות למדד ה-S&P 500 הנמיכו תחזיות לקראת הרבעון. הפעם האחרונה בה נרשם שיעור דומה של הנמכת תחזיות הייתה ברבעון הראשון של 2016.

ההנהלות של החברות מציינות את הגורמים הבאים כסיבות העיקריות להנמכת התחזיות: 1. עלייה בתקורות בשל הטלת מכסי הייבוא והתייקרות מחיר חומרי הגלם מבוססי נפט ומחירי המתכות המשמשים ענפים רבים בתעשייה. 2. עליית שכר עבודה הנובע מרמת האבטלה הנמוכה ולחצי שכר מצד העובדים. 3. עלייה בעלויות המימון כפועל יוצא מעלייה בעלות הכסף (ריבית) ובתשואות אגרות החוב. תהליך זה משפיע לשלילה על חברות עם חוב גבוה במאזן אשר בבואן למחזר את חובן הן נאלצות לשלם ריביות גבוהות יותר למוסד המלווה או בהנפקת אגרות חוב חדשות. נציין כי עונת הדוחות נמצאת בראשיתה וכי עדיין מוקדם לקבוע את תוצאותיה (ראינו גם דוחות טובים בקרב הבנקים הגדולים וחברות טכנולוגיה), אך המשקיעים חוששים כי בשל העלייה בהוצאות וחוסר היכולת לגלגל אותן ללקוחות, הרבעון יסמן שיא בשולי הרווח וזאת לאחר שני רבעונים בהם נרשמה תרומה חדה לרווח הנקי בשל רפורמת המס.

שולי רווח נקי S&P 500



S&P 500: שיעור חברות אשר הנמיכו תחזיות (%)

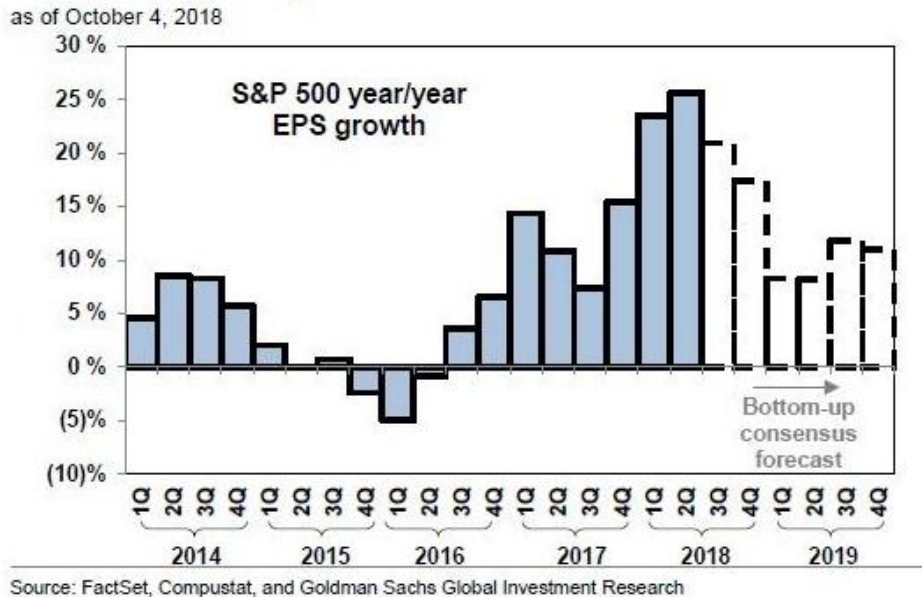


חברות ה-S&P 500 הציגו שיעורי צמיחה ברווח למניה של 25% ברבעון הראשון והשני של השנה. צפי קונצנזוס האנליסטים לרבעון השלישי הינו שיעור צמיחה ברווח למניה של כ-19%, עדיין שיעור גבוה, אך מתחת לשיא שנרשם בשיעורי הצמיחה ובשולי הרווח הנקי ברבעון השני של השנה (ראו תרשים בעמוד הבא). אחד הגורמים המניעים את שוק המניות הוא קצב צמיחת הרווח למניה וכאשר הוא במגמת ירידה זה מתפרש כהאטה במומנטום הצמיחה ובשל כך כגורם שלילי. יש לזכור כי שיעורי צמיחת הרווח למניה גם כך מוטים מאוד כלפי מעלה בשל הורדת שיעור מס החברות בארה"ב מכ-35% לכ-21% והשפעה זו על שיעורי הצמיחה תתפוגג בסוף השנה.



זרקור // מה מזעזע את שוק המניות האמריקאי?

שיעור צמיחת הרווח למניה של חברות ה-S&P 500 צפוי לרדת החל מדוחות הרבעון אל תוך 2019:



לאור עליית בהוצאות ופגיעה צפויה בשיעורי הרווחיות וברווח למניה, עיקר תשומת הלב של המשקיעים עוברת לסוגיית התמחור.

מכפיל הרווח של מדד ה-S&P 500 עומד על 22.61. ערך גבוה מאוד מבחינה היסטורית. למעשה, מכפיל כה גבוה נרשם ב-30 שנה האחרונות רק טרום המשברים של שנת 2000 ו-2008. בהסתכלות על מכפיל הרווח החזוי ל-12 החודשים הקרובים מתקבלת תמונה מתונה יותר. לאור הצפי בהמשך גידול ניכר ברווחיות החברות (כ-10% בשנה הקרובה), עומד המכפיל על 15.7x, נמוך מעט מהממוצע של 5 השנים האחרונות (16.3x) אבל עדיין נמצא מעל הממוצע ב-10 השנים האחרונות (14.5x).

הבנה של הסביבה העסקית והמגמה של האטה בקצב הגידול ברווחיות מחייבת משקיעים לבחון היטב את אחזקותיהם ולהתנהל ביתר זהירות תוך שימת לב לאופי פעילות החברות וליכולת שלהן לייצר יתרון תחרותי בסביבה הגלובלית המשתנה.

סקירה זו הינה אינפורמטיבית בלבד ומייצגת את דעותיהם של עובדי אושן פרטנרס בע"מ ואין באמור כאן משום המלצה, הצעה, או שידול לקנות / להחזיק / למכור ני"ע או נכסים פיננסיים כלשהם. הסקירה מבוססת על מידע אשר החברה סבורה כי הוא מהימן אך אינה יכולה לערוב לכך. הסקירה אינה מתיימרת להיות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה והדעות המובאות בסקירה נכונות למועד הסקירה והן עשויות להשתנות מעת לעת ללא הודעה נוספת. אין הסקירה מהווה ייעוץ / שיווק להשקעות ואינה תחליף לייעוץ אישי ללקוחות בהתחשב נתוניו ובצרכיו המיוחדים של הקורא. יובהר כי עשוי להיות לנו ו/או ללקוחותינו ו/או לצדדים קשורים עניין ו/או אחזקות בניירות ערך / נכסים פיננסיים המפורטים בסקירה. הסקירה הינה רכושה של חברת אושן פרטנרס בע"מ, אין להעתיק, לצלם, לשכפל, להפיץ, לשרד או לפרסם ברבים הן במישרין והן בעקיפין את הסקירה ו/או חלקים ממנה בכל דרך שהיא ללא הסכמה מראש מטעם החברה.