

דעתנו לאור הצהרות הבנקים המרכזיים לאחרונה

מאת משה מידן, מנכ"ל החברה

לקוחות וקוראים יקרים,

בשבוע האחרון היינו עדים להתבטאויות של נגידי הפד האמריקאי, הבנק המרכזי האירופאי ושל ממלאת מקום נגיד בנק ישראל. אנו עוקבים אחרי התבטאויות אלו באופן שוטף וחושבים שנכון יהיה הפעם לפרוס בפניכם את עיקריהן ולתרגם אותן לפועלנו בתיקי ההשקעה.

ישראל

ממלאת מקום נגיד בנק ישראל נדין טרכטנברג הודיעה על העלאת הריבית המוניטרית ב 0.15% ל 0.25% . זאת לאחר מספר שנים בהן הריבית עמדה על 0.1% . ההודעה הפתיעה רבים בשוק ההון. דעתנו היא שלא היה מקום להעלותה בשלב זה ובוודאי בטרם כניסת הנגיד החדש אמיר ירון. אנו ממתנינים בקוצר רוח לקרוא את פרוטוקול ההחלטה של הועדה המייעצת בכדי לשלול תמיהות שלנו ושל אחרים באשר לרקע עיתוי ההחלטה.

עיקרי הצהרת בנק ישראל – 1. אינפלציה חזויה לשנה סביב 1% , מעט מעל הגבול התחתון של יעד הבנק. 2. בשני הרבעונים האחרונים חלה האטה מסוימת בקצב הצמיחה המקומי אך נתוני שוק העבודה הם חזקים (לדעתנו הבנק לא נתן מספיק את דעתו למאזן השוטף המצטמצם המעיד על פוטנציאל היווצרות חולשה עתידית של קטרי המשק העיקריים שסוחבים אותו על גבם) 3. הבנק מציין את קרן המטבע שעדכנה כלפי מטה את תחזית הצמיחה הגלובלית. (אם כך, אפשר להסיק כי היצוא של ישראל יושפע מכך גם כן ככל הנראה. עוד סמן להאטה אפשרית אצלנו ואזי מה כל כך בער לבנק להעלות את הריבית עכשיו) 4. מאז החלטת הריבית האחרונה (בה החליטה הנגידה היוצאת קרנית פלוג להשאיר את הריבית על 0.1%) השקל נחלש ב 3.6% במונחי שער אפקטיבי (אליבא דבנק ישראל יש לו לאן להתחזק על רקע הצטמצמות פערי הריבית בינו למטבעות האחרים) 5. גם לאחר העלאת הריבית, המדיניות המוניטרית היא מרחיבה ותואי העלאת הריבית בעתיד יהיה הדרגתי וזהיר (איננו יודעים מה דעתו של הנגיד הנכנס אך אנו בהחלט חושבים שהדגש על הדרגתי וזהיר הוא נכון בראייה קדימה של מצב המשק)

השוק הופתע מההחלטה. מחירי אגרות החוב ירדו לאורך עקום התשואות (צמודות מדד ושקליות כאחד) כי הן צריכות לשקף את משמעות העלייה בריבית קצרת הטווח (להזכירכם, ישנו בדר"כ קשר הפוך בין עליית ריבית למחיר אגרת החוב). הירידות הועצמו להערכתנו עקב היצעם שספגו קרנות הנאמנות הסולידיות. אנו ניצלנו את הירידות ורכשנו נקודתית אג"ח קצרות טווח. זאת משום שאנו סבורים כאמור כי העלאת הריבית הקדימה את זמנה וייקח זמן עד שהיא תועלה שוב. כמו כן, שוק המט"ח הגיב אף הוא בהתחזקות השקל על רקע צמצום

פער הריביות בינו לבין מטבעות הייחוס בסל המטבעות. אנו ברמות האלו של הדולר מול השקל כמעט ואיננו קונים אך מאידך לא מוכרים. זאת משום שאנו סבורים שהפרשי הריביות בין הדולר לשקל עדיין מהותיים ותוואי ההיחלשות המתון של המשק הישראלי מול ארה"ב ממשיך להתקיים.

אירופה

הנגיד של הבנק המרכזי האירופאי מריו דראגי העיד בפרלמנט האירופאי (וועדת – econ economic and monetary affairs). להלן עיקרי הדברים:

1. יש החלשות במומנטום הצמיחה (וכן של התעסוקה) של גוש האירו וזה מוסבר על רקע חולשה בצמיחה הסחר. ההיחלשות בצמיחה צפויה להימשך לכוון שנת 2020. 2. הבנק צופה שהאינפלציה תעלה במתינות תוך שהוא מציין שיפור בתעסוקה המלווה בעליות שכר ומחסור בעובדים. 3. בדצמבר 2018 ועפ"י המתוכנן, הבנק המרכזי יפסיק את רכישות האג"ח במסגרת תוכנית ההרחבה הכמותית (הוא עושה זאת תוך הגדלת המאזן שלו והזרמת 30 מיליארד יורו מידי חודש לשווקים). להערכתנו הבנק מתקשה לעמוד בלחצים בתוך גוש היורו כנגד הגדלת המאזן שלו שמסתכם בכ – 2.5 טריליון יורו עד כה. המשמעות של מהלך הפסקת הרכישות יכולה להיות מחד התחזקות של מטבע היורו ועליית תשואות האג"ח האירופאים (במיוחד במדינות החלשות כגון איטליה), ומאידך בהמשך היחלשות של הכלכלה האירופאית כשהרגל המתנדנדת איטליה היא מוקש משמעותי ביותר. התנפצותו של מוקש זה עלול לגרום לגלי הלם גלובליים! אנו חושבים שתתכן התחזקות של מטבע היורו בתחילה אך ההמשך שלו יהיה בתוואי היחלשות. אנו צמצמנו משמעותית את החשיפה לגוש היורו במחצית הראשונה של שנת 2018 (במניות, ואילו באג"ח לא היינו בכלל שם). בעולם אידיאלי היינו אומרים ששוק מניות זה הינו קניה חזקה על רקע רמת מכפילים נמוכה ותשואת דיבידנד גבוהה. יחד עם זאת אנו לא קונים כרגע שם למרות הירידות החדות. הבלחה (שבהחלט אפשרית) של אופטימיות שתביא לתיקון מהותי בשערי המניות תביא אותנו למימוש יתרת האחזקות שאיננו מוכרים כיום בגלל יחס זמני של סיכוי/סיכון.

ארה"ב

נגיד הבנק הפדרלי המרכזי האמריקאי ג'רום פאוול נאם אתמול במועדון הכלכלי של ניו יורק. אין לנו ברירה (ועשה זאת גם הניו יורק טיימס) אלא לעמת מנאומו אתמול דווקא צמד מילים באנגלית "just below" (מתייחס למרחק מטווח הריבית הנחשב בעיני הבנק המרכזי כניטרלי בהשפעתו על הכלכלה) מול הגדרתו את המרחק לפני חודש כ "a long way". השוק פירש זאת מיידית כ"מיצמוץ" בנחישות הבנק המרכזי לגבי המשך תוואי העלאות הריבית (ואולי אף ככניעה להשתלחויות הנשיא טראמפ בנגיד האמריקאי על רקע העלאות הריבית שאינן לרוח הנשיא כי הן מחבלות בצמיחה) ושלה את אגרות החוב לעליות שערים וירידת תשואות לפדיון ומאידך גרם להיחלשות הדולר בעולם.

לצד זאת ציין פאוול שירידות שערי המניות האחרונה אינה מהווה סיכון מהותי למערכת הפיננסית (אנו טוענים מזה זמן שהמינוף הנמוך של הגופים הפיננסים תורם לירידת הסיכון לחזרה לתסריט שנת 2008). כמו כן ציין הנגיד שנתוני המקרו של ארה"ב חזקים אך הבנק המרכזי עוקב בשוטף אחרי הנתונים ואחרי השפעת העלאות הריבית עד כה והוא יגיב בהתאם.

אנו סבורים שבאופן יחסי מצב הכלכלה האמריקאי בולט לטובה מול הכלכלה הגלובלית. המשך תיקון בכוון מטה לעליה בריבית האלטרנטיבית חסרת הסיכון מגדיל את הסיכוי לתיקון זמני חיובי בשווקים הפיננסיים. תיקון חיובי חזק יביא אותנו להמשך הקטנת החשיפה למניות בתיקים. היחלשות מהותית אם תגיע בדולר האמריקאי מול השקל תביא אותנו לשקול להגדיל את רכיב האג"ח צמוד הדולר (מח"מ קצר) בתיקי ההשקעה. איננו פועלים בדרך כלל משיקולי בטחון ופוליטיקה אך בזמן האחרון חלק מהחשיפה המט"חית בתיקים היא לגידור מסויים כנגד הסיכונים הביטחוניים.

ראוי לציין כי ההתייחסות לעיל היא כללית וכל תיק השקעות מטופל פרטנית עפ"י הסיכון המוגדר, טווח ההשקעה הידוע, מגבלות נוספות ספציפיות וכד'. כמו כן המידע להלן נכון לעת הנוכחית ומטבע הדברים יתכנו שינויים בתפיסת ההשקעה עפ"י הצורך והמצב.

בברכת חג אריס שמח,

משה וצוות רויטר מידן

*** אין לראות באמור לעיל משום המלצה לביצוע פעולות ו/או ייעוץ השקעות ו/או שיווק השקעות ו/או ייעוץ מכל סוג שהוא. המידע המוצג הינו לידיעה בלבד ואינו מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. כל העושה במידע הנ"ל שימוש כלשהו - עושה זאת על דעתו בלבד ועל אחריותו הבלעדית. החברה ו/או הכותבים מחזיקים ו/או עשויים להחזיק או למכור בחסר ניירות הערך או מדדים המוזכרים לעיל.