



תוכן העניינים

עמוד מס'	נושא
1	הקדמה
2	שוק בינ"ל
7	אג"ח ארה"ב
9	מניות ארה"ב
11	אג"ח מקומי
13	מניות מקומי

הקדמה

ב-2017 חשוב יהיה להיות בצד הנכון של הסירה....

אבל לפני שניגש למלאכה של מיפוי התמונה ל-2017 הרי שמתבקשת בחינה של תחזית 2016 אל מול מה שהתרחש בפועל. 2016 הייתה שנה מורכבת מאוד, עם לא מעט הפתעות, ולא מעט מוקשים שלא התפוצצו, ובכל זאת - מתן תחזית לשנה קדימה היא מלאכה מורכבת כשלעצמה, שכן התחזית מהווה הנחת עבודה בסיסית שיש להיצמד אליה לכל אורך התקופה, למרות ואף על פי אותם 'מוקשים' והפתעות שעלולים ועשויים להופיע בדרך. התחזית 'מעגנת' למעשה את אופן הפעולה שבה ננקוט במהלך אותה שנה, גם אם במהלך השנה נראה כאילו התחזית אינה מתממשת.

אך כפי שניתן לראות בטבלה מטה, בה ריכזנו את כל התחזיות ל-2016 (שניתנו כאמור בשלהי 2015), הרי שלמרת כל התנודתיות ורצף האירועים של 2016 - לתחזית הצלחה של 91%.

תחזיות 2016 מול נתוני אמת

אפיק	תחזית 2016	בפועל	הערות
ריבית שקלית	0.25%	0.25%	
אינפלציה מקומית	0%-0.2%	-0.2%	לא כולל דצמבר
מדד המעו"ף	1750	1470	
אג"ח קונצרני כללי	4%	3.85%	
סקטור הבנקים	תשואת יתר	17.9%	אל מול ת"א 25 שירד 3.8%
דולר/שקל	3.8	3.84	
מדד s&p500	5%	9.58%	
ריבית דולר	0.75%	0.75%	לאחר העלאת ריבית בדצמבר
תשואת אג"ח 10 שנים	2.5%	2.46%	
אפיק לא מדורג דולרי	עודף תשואה על פני ממשלתי	13.9%	אל מול 0.7% בלבד בממשלתי.
סקטור אנרגיה	תשואת יתר	31%	אל מול 9.9% במדד

1

הסעיף היחיד שבו טעינו היה בתחזית למדד המעו"ף - אנו הערכנו שמדד המעו"ף יקבע שיא חדש ב-2016, אולם הדבר כאמור לא התרחש - לא רק שמדד המעו"ף לא קבע שיאים חדשים אלא שהוא נסוג ב-3.75%. לגבי מדד ה-s&p500 ניתן להניח כי פספסנו ב-5%, אולם כאן מדובר במהלך שכולו התרחש לאחר הבחירות בארה"ב, שעד אליהם עמד המדד פחות או יותר סביב לתחזית. ועוד נחזור לכך בהמשך כמובן.

פגענו נכון במתווה הריבית בישראל ובארה"ב. מרבית התחזיות העריכו העלאת ריבית דולרית כבר במחצית הראשונה של 2016, בעוד התחזית שלנו העריכה העלאת ריבית רק לקראת סוף השנה, כפי שאכן קרה. הצמדות להנחה זו הביאה לעודף תשואה נדיר באג"ח הלא מדורג בארה"ב אל מול האג"ח הממשלתי. התחזית לפיה בנק ישראל לא יעלה את הריבית ב-2016 הביאה אותנו להמליץ על השקעה מלאה באפיק הקונצרני, על חשבון אג"ח ממשלתי. הנחה זו הביאה לעודף תשואה של 3% באפיק הקונצרני הממשלתי.

התחזיות שלנו לגבי סקטור הבנקים המקומי וסקטור האנרגיה בארה"ב היו מושלמות. אמנם כמעט ולא השקענו במניות בישראל ב-2016, אבל את סקטור האנרגיה בארה"ב בהחלט מינפנו, בעיקר דרך השקעה באג"ח בסדרות של הסקטור, שכאמור נסחר במחירים מאוד נמוכים בשלהי 2015 לאור הצניחה במחיר הנפט.

2016 כבר מאחורינו, ובאופן לא מפתיע אנחנו מעריכים ש-2017 לא תהיה פחות מעניינת ומסקרנת מ-2016, אולי אף יותר...



תחזית 2017

בניגוד לשנים עברו, הפעם נתחיל דווקא בתחזית לשווקים העולמיים, עם דגש כמובן על ארה"ב. הדבר מתבקש ורצוי, על רקע העובדה שמה שיקרה מעבר לים ישפיע באופן ישיר על המתרחש בשוק המקומי. גם מבנה הסקירה יהיה מעט שונה - נתחיל במספר עובדות ונעמיק ככל שרק ניתן לתחזית עצמה.

ב 2017 רצוי שנהיה בצד הנכון של הסירה.

בתחזיות שלנו מן החודשים האחרונים הדגשנו לא אחת את אותם מוקשים שהיו בים הסוער, מוקשים שאף לא אחד מהם התפוצץ. שמנו דגש על נושא התנודתיות בשווקים, או יותר נכון העדר התנודתיות בשווקים, במה שקראנו לו מדד הפחד, שכמעט ולא קיים. התחושה ששוררת כעת בשווקים הפיננסיים העולמיים היא לא אחת מתחושת אופוריה - 'שוק בלתי שביר' (באנגלית unbreakable market), ואמנם כך - לא נפילת מחירי האנרגיה בראשית 2016, לא ה-BREXIT, לא הבחירות בארה"ב וגם לא משאל העם באיטליה - כל אלו לא הצליחו לערער ולא במעט את תחושת האופוריה בשווקים.

כל התיאוריות הכלכליות הוותיקות, ללא יוצא מן הכלל, טעו והתנפצו אחת אחרי השנייה ב 2016, כך שבאופן פרדוקסאלי יהיה זה נכון לומר שב 2017 רצוי פסיכולוג ולא כלכלן על מנת לנתח את אשר עשוי/עלול להיות. זה היה יכול להיות נכון, אולם ההיסטוריה מחייבת אותנו לדעת דבר אחד - בסופו של יום הרי הסטטיסטיקה מתיישרת, במוקדם או במאוחר, וככל שנדע יותר טוב את ההיסטוריה כך נדע יותר טוב למפות את העתיד.

שווקים עולמיים וארה"ב

מכפילים



* מכפיל מדד S&P500.

16 השנים האחרונות בולטות באופן יוצא מן הכלל אל מול 120-130 השנים שקדמו להם. ברור שזו לא אותה תקופה, הן מבחינה טכנולוגית והן מבחינת ה network (בדגש על מהירות העברת המידע כיום). 16 השנים האחרונות מראות בבירור שהמקום שבו אנחנו נמצאים היום הוא בעיקר על רקע תענועי הריבית הדולרית - הורדת הריבית בין שנת 2000 ל 2004 (עד לרמה של 1%), ולאחר מכן העלאתה חזרה לרמות של 5.75%, ושוב הורדתה עד לכדי 0.25% לפני שנה.

בועות הנכסים שאנו עדים להם היום -

* בועת הנדל"ן העולמי.

* בועת הרכב, לרבות בועת 'הענתיקות'.

* בועת היין.

* בועת האומנות (ART).

* בועת השווקים הפיננסיים.



31 דצמבר 2016

כל אלו הן תוצר ישיר של מדיניות מוניטארית מרחיבה, לצד ריבית גלובאלית אפסית. הבנקים המרכזיים בעולם ממשיכים להדפיס כסף בכמויות אדירות על מנת לסתום חורים בכלכלה הריאלית, כאשר ברור שהחל מ 2008 נאגרה אנרגיה אדירה בתוך השווקים, אנרגיה שהייתה בכיוון אחד ויחיד. אותה אנרגיה שנאגרה בתוך השווקים והאפיקים השונים, עלולה להתפרק ברגע אחד שבו תתברר היכולת האמיתית של השווקים להתנהל ללא אותה הרחבה כמותית מאסיבית.

ובחזרה לגרף מכפיל הרווח - שום שאלה אחרת לא קיימת מאשר השאלה הבאה :

'האם ממכפיל רווח של 26 יכול לצאת שוק שזורי נוסף בשווקים?'

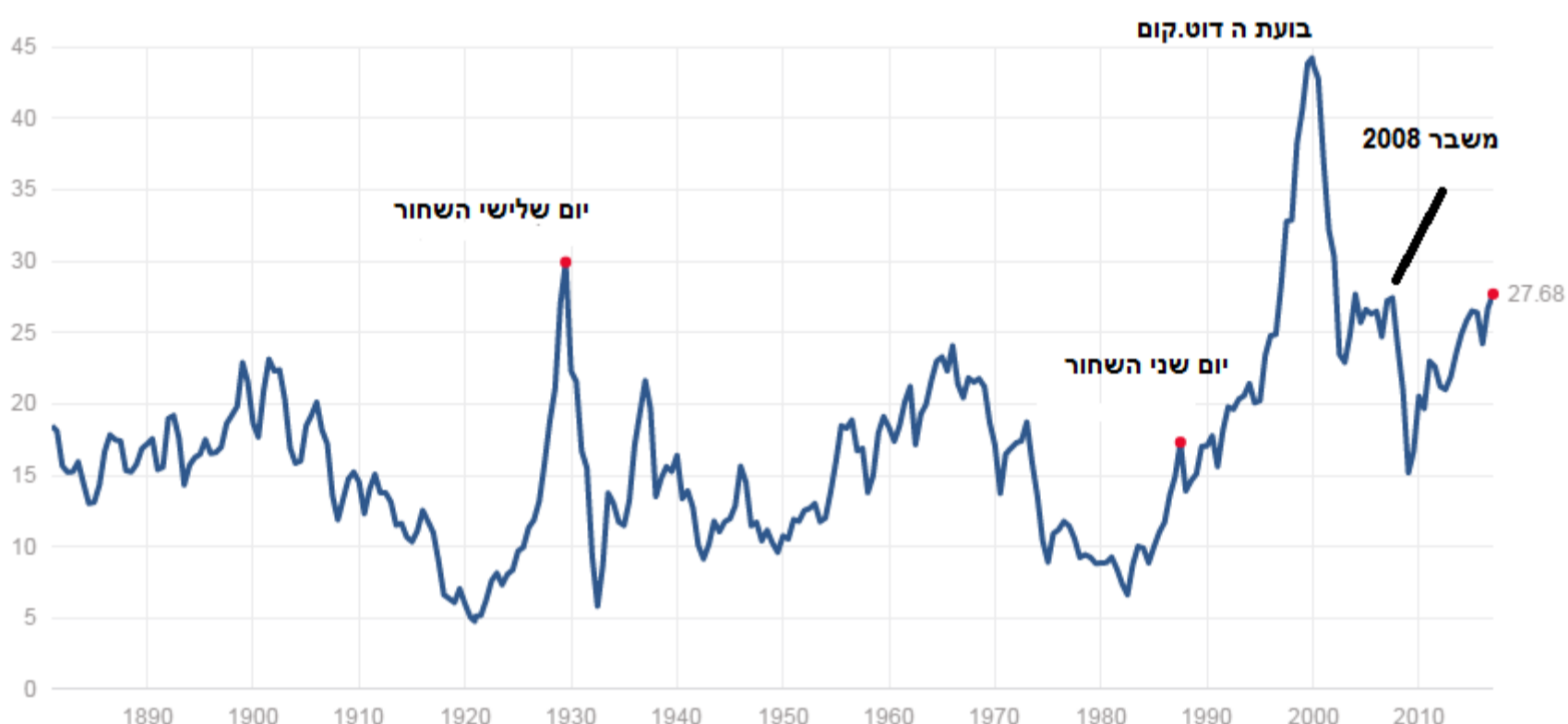
התשובה הכלכלית היא לא מוחלט.

העולם משתעשע כעת עם ההנחה, שהנשיא הנבחר טראמפ הוא המשיח על הסוס הלבן שיוביל את ארה"ב והעולם כולו אל עבר עתיד פיננסי טוב יותר, וכל זה בעזרת סיסמאות פוליטיות כגון הרחבה פיסקאלית וקיצוץ במיסים. הסיסמאות שניתן לשמוע כרגע מכלכלנים בכירים מדברות על כך שהתכנית של טראמפ עשויה להציל את אירופה מהמיתון הבא. על רקע חוב לאומי של 20 טריליון דולר שום דבר טוב לא יכול לצאת מהרחבה פיסקאלית, לבטח לא קיצוץ במיסים, למעט הרחבת החוב בעוד כמה טריליונים.

בעזרת חובות של טריליוני דולרים, הצליח הממשל האמריקאי להביא את הצמיחה בארה"ב לקצב של לא יותר מ 2.1% בשנה, כאשר תחזית האנליסטים היא לקצב צמיחה דומה עד לשנת 2020. לנו קשה מאוד לראות מה יקרה ב 2017, בעוד כלכלנים אחרים כבר צופים את הקצב ב 2020...

דבר אחד הוא בטוח - אותם טריליוני דולרים חובות לא הלכו למקומות הנכונים, לבטח לא לסקטורים אשר תורמים לצמיחה האמיתית, שכן אחרת היינו רואים מספרים אחרים לגמרי. יתרה מכך - סביר מאוד להניח שאותם טריליונים מצאו עצמם נכנסים לשוק המניות, אחרת איך ניתן להצדיק מכפיל רווח של 26?

מבט עמוק יותר במכפילי הרווח של מדד ה S&P500, זה של SHILLER מראה שהתמונה היא אף יותר מורכבת :



על פי SHILLER המכפיל של מדד ה S&P500 גבוה מהמכפיל ערב משבר 2008, קרוב למכפיל של יום שלישי השחור (השפל הגדול) וגבוה ממכפיל יום שני השחור (1929). שוב - ההבדל היחיד בין הנקודה שבה אנו כיום, לבין הנקודות הקודמות הוא הריבית הדולרית הנמוכה - כאמור כיום בנקודת השפל שלה, כלומר הצמיחה ו/או המכפילים שאנחנו עדים להם היום הם פועל יוצא של רכישה מאסיבית, ללא אבחנה, של נכסים, מניות, וכל זה על רקע 0% ריבית (כסף בחינם).

ובקצרה, ונחזור לכך בהמשך - מדד ה RUSSELL 2000, ששבר שיאים עם בחירתו של טראמפ לנשיאות ארה"ב נסחר בכלל שמכפיל רווח שלילי, כלומר ממוצע הרווח במדד המנות הקטנות הוא קטן מ 0.

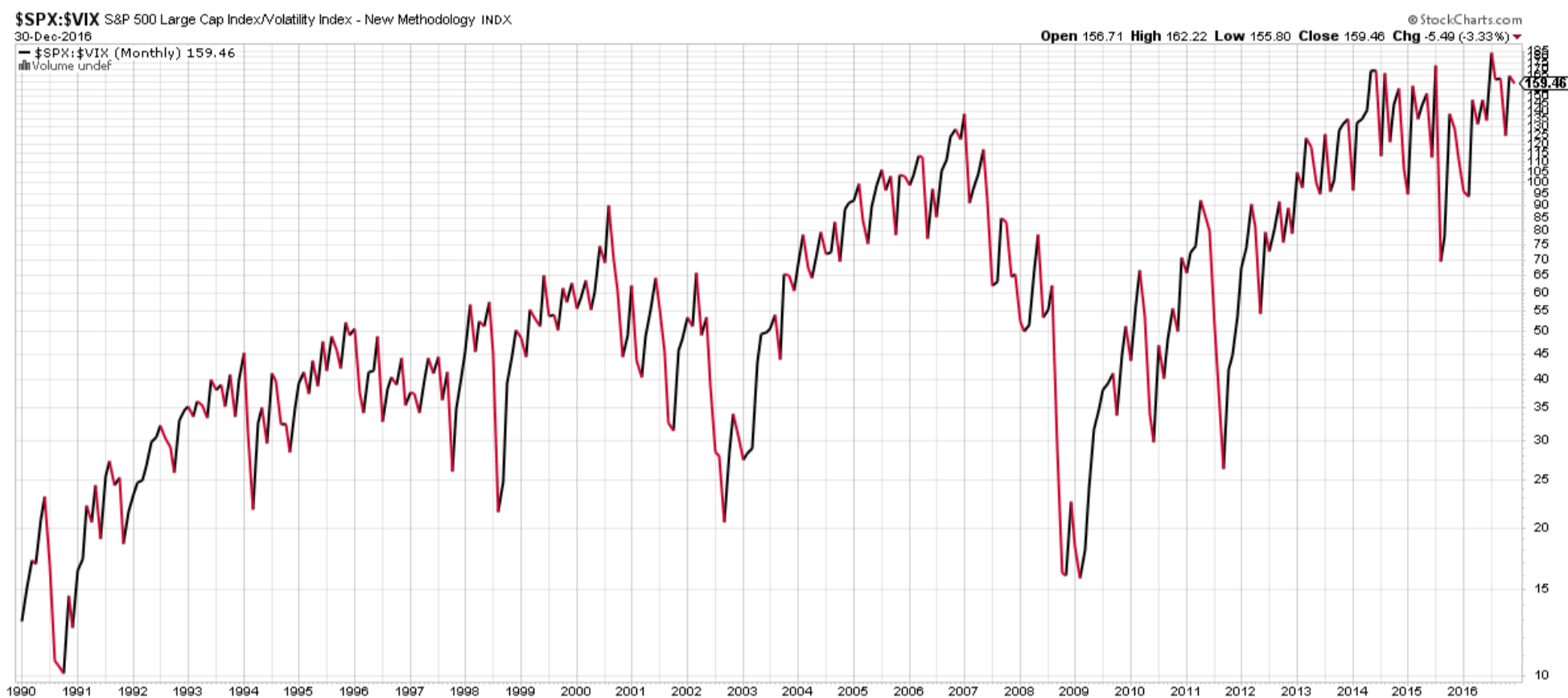
מדד הפחד

נכון לרגע זה צוברת תאוצה, בקרב לא מעט פרשנים וכלכלנים, ההנחה שמדד הפחד 'מת' - שהוא איננו מסוגל יותר לחזות את המשבר הבא, או את ההזדמנות הבאה. נציין שמדד הפחד נמדד לא במיליון אלא במספרים. וורן באפט, גדול משקיעי תבל, מדד אותו אמנם במיליון ובעת משבר, כאשר הפחד שלט ברחובות הוא דווקא קנה, אלא שבאפט הוא 'לונגיסט' מושבע, כלומר אחד שתמיד קונה, ורק לעיתים רחוקות קונה, ולכן גם לא מדד טוב בלחזות את המשבר הבא.



31 דצמבר 2016

לעומת זאת - מדד הפחד (VOLATILITY INDEX) הוא כלי מתמטי- הוא נגזר מסטיות התקן של אופציות ה CALL וה PUT של מדד מסוים. הוא אמנם לא יכול לחזות מי יחול המשבר הבא, אבל הוא נותן אינדיקציה טובה מאוד על רמת הפחד - רמת פאניקה או חמדנות. נכון לכתיבת שורות אלו נסחר מדד הפחד ברמה של 14%. הוא אף היה נמוך יותר לפני 10 ימים, אלא שגם רמה זו נחשבת כרמה נמוכה מאוד, או כהעדר כל פחד. העדר פחד במקרה של ה VIX (כאמור קיצור של VOLATILITY INDEX) הוא על רקע שאננות ואי רצון לרכוש 'הגנות' על המדד (אופציות PUT), וכיוון שכך סטיית התקן מאוד נמוכה.



* יחס ה s&p500 אל מול ה VIX - גרף 26 שנים.



* יחס מדד נסדק 100 אל מול ה VIX, גרף 26 שנה.

בשני המדדים, גם ה sp500 וגם במדד הנסדק 100 קיימת שאננות ייתר בכך שמשקיעים אינם רוכשים הגנות כלל.

ולכן, כשאנחנו מדברים בתחזית זו על להיות בצד הנכון של הסירה הכוונה היא להיות על הסירה, אבל עם ההגנה הטובה ביותר שקיימת.



* אינדקס הדולר מול המיג'ורס, גרף חודשי 20 שנים.

שערו של הדולר האמריקאי מול שאר מטבעות עולם נמצא בשיא של 13 שנים. האם התחזקות זו באה על רקע העלאת הריבית מצד הפד? יתכן, אבל להערכתנו משקל רב יותר להתחזקות הדולר בא מכיוון חולשת של המטבעות האחרים ובראשם היורו.

אירופה

כבר לא מה שהכרנו בשנים עברו.

הניסוי האירופאי הנוכחי, המתרחש כבר מספר שנים, הביא לנזקים שהם על סף בלתי הפיכים -

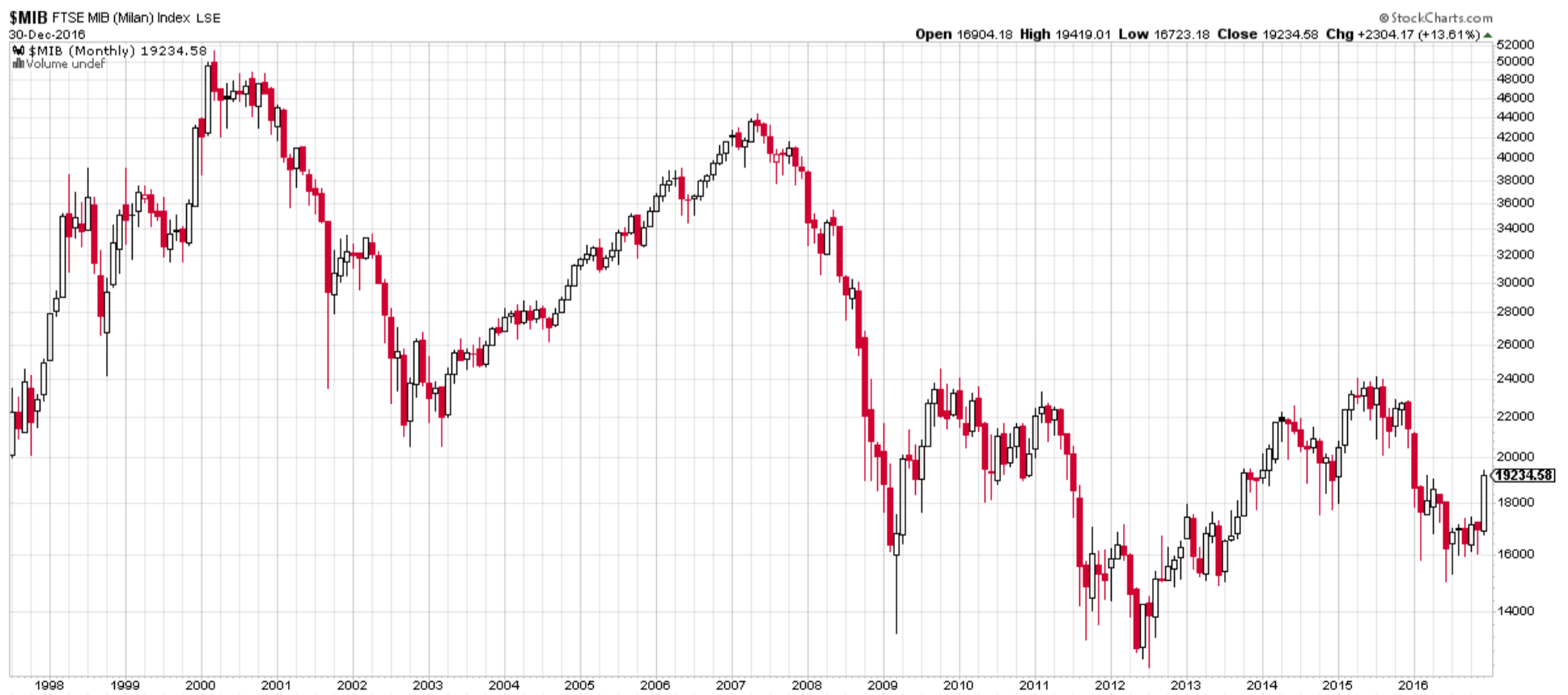
* החלשות המטבע לכדי שפל של 15 שנה.

* בדלנות מדינית וחברתית - מדינות רבות מבקשות להתנתק מהגוש, דוגמת בריטניה ואיטליה.

* תסיסה חברתית.

והכל על רקע שאיפות פוליטיות להציל את המערכת הבנקאית בגרמניה, צרפת ואיטליה על חשבון פשוטי העם, כאשר התוצאה היא ברורה - איטליה, ספרד, יוון ופורטוגל (מדינות ה-PIGS) ממשיכות לשקוע כלכלית, בעוד גרמניה וצרפת צפות מעל קו המים בקושי. ההכנסה לנפש באיטליה נמוכה מכפי שהייתה בשנת 2000, והתוצאה? למטה בגרף :

5





31 דצמבר 2016

* מדד מילאנו, איטליה, גרף 20 שנים.

המצב באירופה הוא כל חמור משום שהעיוות הפיננסי בין העשירים לעניים הוא על סף טרגדיה - היורו היום זול יותר מהמארק הגרמני, אם האחרון היה ממשיך להיסחר, אבל היורו היום יקר הרבה יותר מהלירטה האיטלקית, אם זו הייתה נסחרת - כלומר בגלל החילוץ של ה ECB נוצר מצב שבו המדינות הגדולות כמו גרמניה נשענות על המדינות הקטנות והעניות כמו איטליה או יוון או ספרד, או במילים אחרות מוחצות אותם.

ההיבט הכלכלי/פיננסי מתורגם כמובן לאמוציות פוליטיות/חברתיות, כאשר ברקע תסיסה חברתית מאסיבית והצבעות נגד, כמו במשאל העם באיטליה, שלא השפיע כהוא זה על השווקים הפיננסיים. מדוע?! הרי ההיגיון הבריא טוען שלא כדאי בכלל להשקיע באיטליה את היורו אלא בגרמניה! יתרה מכך - הדיפרנציאציה בין המדינות ועוצמת הקניה של כל אחת מהן יוצרת סחר בהיקפים נמוכים, כאשר המדינות החלשות, בעיקר דרום אירופאיות, לא יכולות לרכוש מוצרים מהמדינות החזקות, צפון אירופה.

אז מדוע השווקים באירופה לא קרסו אחרי המשאל באיטליה?

התשובה היא חוב.

המשאל נתן אור ירוק, לכאורה, לאפשרות הקלושה לצאת מהגוש, אלא שכל בר דעת יודע שיציאה מהגוש פירושה חידלון פירעון של אותה מדינה, הפחתת המטבע ושנים ארוכות של מדיניות צנע. הדרך הקלה יותר היא לא לצאת מהגוש, להעמיס עוד חוב, לתת לבנקים לעשות מה שהם רוצים וכמובן להעלות את שוק המניות. ליצור אשליה עד לפרק הבא.

בשורה התחתונה - מאות מיליונים של מדינות דרום אירופה (בלקן, יוון, ספרד, פורטוגל ואפילו צרפת) יאלצו בסופו של דבר אחד מ 2 הפתרונות הקשים:

1. להמשיך להיות עניים באופן קיצוני אל מול שאר אירופה.

2. להצביע ולעזוב את אירופה במחיר כלכלי קשה של מספר שנים.

מדד ה FTSE הבריטי, קבע ביום המסחר האחרון של 2016 שיא של כל הזמנים. בעוד איטליה וספרד גוססות, צרפת נגררת מאחור וגרמניה מפקחת מעל כולם, ההתנתקות הבריטית הביאה את המדד הלונדוני לשיא. במכפיל רווח של 33 פי 2 מהמכפיל ההיסטורי הממוצע של המדד. אם הייתה זו שאלה במבחן בכלכלה פיננסית הרי שיש להרים כאן דגל אדום ולומר שמדובר במכפיל שמזכיר את הימים העליזים של בועת הדוט קום של 2000, אבל אמרנו כבר - צריך להיות פסיכולוג ולא כלכלן - אמנם השווקים בגרמניה, אנגליה ושוויץ נסחרים בשיאם או קרוב לשם, הרי שמבחינה נומינלית האמת רחוקה מכך כיוון שהמטבע של כל אחת מהנ"ל נחלש באופן מהותי, כך שמשקיע זר אשר השקיע באחד ממדדי המניות הללו הרוויח במחיר המניה אך קרס בשע"ח....

מה שמחזיר אותנו בחזרה לדולר האמריקאי. איך שלא הופכים את התמונה הוא המטבע הנכון להחזיק גם ב 2017, אולם לצד כל זה יש לזכור שבארה"ב מתרחש הליך דומה לזה שבאירופה קרי התחזקות של מספר מדינות בעוד אחרת נחלשות, רק ששם אין באמת לאן לברוח. אנחנו מאמינים כי הריבית הדולרית לא תעלה במהלך 2017. להערכתנו הריבית הדולרית תישאר ברמתה הנוכחית פרק זמן והיא אף עלולה לרדת בחזרה במקרה של החלשות מאסיבית בשוק המניות או בשוק הריאלי בארה"ב.

שוב, מבין כל המטבעות אנחנו חושבים שהדולר הוא המקום הטוב ביותר להיות בו ב 2017, אבל אין זה אומר שגם הוא לא יוכל להיחלש על רקע רעיון ההרחבה הפיסקאלית של טראמפ. במקרה שכזה, סביר שלא תהיה התחזקות של מטבעות אחרים אלא שהדולר ייחלש פחות מהם. מה יתחזק?

המתכות היקרות...

זהב/כסף

אין ספק שבסבב הנוכחי משקיעי הזהב לא מרוויחים. אלא שיש לזכור כי הזהב, כרזרבה לדולר אשר נמצא בשווקים, לא מהווה שום פקטור בשנים האחרונות. גם כאן נשאלת השאלה עד מלאן יעלה מגדל החובות בעולם בטרם ייפול, וכשזה יקרה כדאי מאוד להיות צמודים לזהב. מלבד היותו מוצר צריכה לזהב משמעות נוספת, חשובה - גידור מפני שע"ח. כל עוד הדולר האמריקאי ימשיך במומנטום החזק שלו הרי שהזהב יהיה רק מוצר צריכה ומחירו ייקבע לפי היצע וביקוש, אבל ברגע שהדולר האמריקאי יחזור וייחלש אז הזהב ינוע במסלול נוסף - מלבד היותו מוצר צריכה הוא ישמש גם הגנה מפני החלשות הדולר.

נהוג היה לומר שכסף איננו גדל על העצים, אלא שבנקודה הזו כדאי לזכור שאין גבול ליכולת הדפסת הכסף מצד הבנקים המרכזיים בעולם, אבל תפוקת הזהב מוגבלת משום שהוא איננו ניתן להדפסה והוא באמת לא גדל על העצים. זוהי סיבה מספיק טובה לשמור רזרבות בתיקי ההשקעות ולו לצורך גידור מט"ח. אנחנו בהחלט ממליצים על הזהב כאלטרנטיבת השקעה ל 2017, תוך חשיפה מקסימאלית של 5%. להערכתנו הזהב יכול ועשוי לחזור לימיו הגדולים מלפני כמה שנים ולהגיע לרף של \$1400-\$1500 לאונקיה.



בסוף 2015, עת משבר מחיר הנפט, המלצנו באופן חד משמעי כי האג"ח הלא מדורג הדולרי יניב תשואה עודפת משמעותית על פני האג"ח המדורג:



* פער תשואות בין אג"ח לא מדורג (JUNK) לאג"ח ממשלתי. גרף 7 שנים.

העיגול מציינ את תזמון ההמלצה הקודמת שלנו, אולי לא בנקודת השיא, אבל בכל מקרה - פער התשואות חזר לרמות של אמצע 2014, כלומר האפיק הלא מדורג הניב תשואה משמעותית טובה יותר מהאפיק המדורג - 14% אל מול 1%. פער התשואה כיום, של האג"ח הלא מדורג אל מול האג"ח הממשלתי הוא 4%, זאת לאחר שהתשואה על האג"ח הממשלתי זינקה מ 1.5% ל 2.5% נכון להיום. כלומר התשואה באג"ח הלא מדורג היא 6.5%, כאשר בראשית 2016 היא עמדה על 11%.

האם פער תשואות אלו הוא עדיין הזדמנות?

במידה והכלכלה האמריקאית תתחזק והריבית תעלה אזי המשמעות של כך היא שמצב החברות, כולל אלו בעלות הדירוגים הנמוכים, יהיה טוב ולכן פער התשואות הנוכחי מצדיק המשך השקעה בהן. אבל יש לזכור כי המשקולת פועלת הפוך ובאותה מידה - דפלאציה, החלשות ריאלית ואף מיתון, עלולים להביא לחולשה גורפת במצב החברות בדירוגים הנמוכים ואז יתכנו ירידות מחירים ועלייה מחודשת בתשואות, כלומר ישנו סיכון של הפסדי הון אם הכלכלה האמריקאית תהיה תקועה, הנחה בעלת סבירות לא קטנה בכלל.

בנקודה כזו או אחרת יקום הגורם אשר יתנגד לצבר החובות הקיים - הן הלאומי והן הקונצרני, וכשזה יקרה כל החלומות הוורודים על טראמפ כבר לא יעזרו. ולכן נדרת כאן זהירות מקסימאלית אשר מחייבת עמדה חד משמעית - הצמדות לדירוגים הגבוהים ולא הנמוכים. פער התשואות בין האג"ח הממשלתי לדירוג BBB עומד על 1.65%, כלומר האג"ח בדירוגים BBB נותן בממוצע 4.15%.

כאן כבר נכנס המרכיב של הסיכון למשוואה -

תשואה בפועל	פער תשואה	דירוג
2.50%		ממשלתי דולרי (10 שנים)
3.30%	0.80%	AA
4.15%	1.65%	BBB
6.50%	4%	JUNK

תחת הנחת פערי התשואות שלעיל הרי שהסיכון באג"ח הלא מדורג לא 'מחפה' על הפוטנציאל כפי שהוא היה לפני שנה, ולכן יש לשים דגש רב יותר על הדירוגים הגבוהים יותר - BBB ומעלה. אין הכוונה כאן לפסול על הסף השקעה באג"ח לא מדורג באופן גורף, לבטח לא אם מדובר בעיוות זמני בסקטור או סדרה מסוימת, אבל מאחר ואנו צופים ש 2017 תהיה תנודתית יותר אזי מתבקשת כאן הנחת עבודה אחרת:

במקום השקעה באג"ח JUNK או BBB להשקיע באג"ח מוניציפאלי אשר בממוצע מניב 4.3%. רוב המדינות נסחרות בדירוגים מעל JUNK (CCC-BB). אופציה נוספת היא השקעה באג"ח צמית (PERPETUAL) שהוא מקביל למניות בכורה (PREFERRED) המניב תשואה של 6.1%.

תשואה בפועל	פער תשואה	דירוג
2.50%		ממשלתי דולרי (10 שנים)
3.30%	0.80%	AA
4.15%	1.65%	BBB
6.50%	4%	JUNK
4.30%		MUNI BONDS
6.10%		PREFERRED

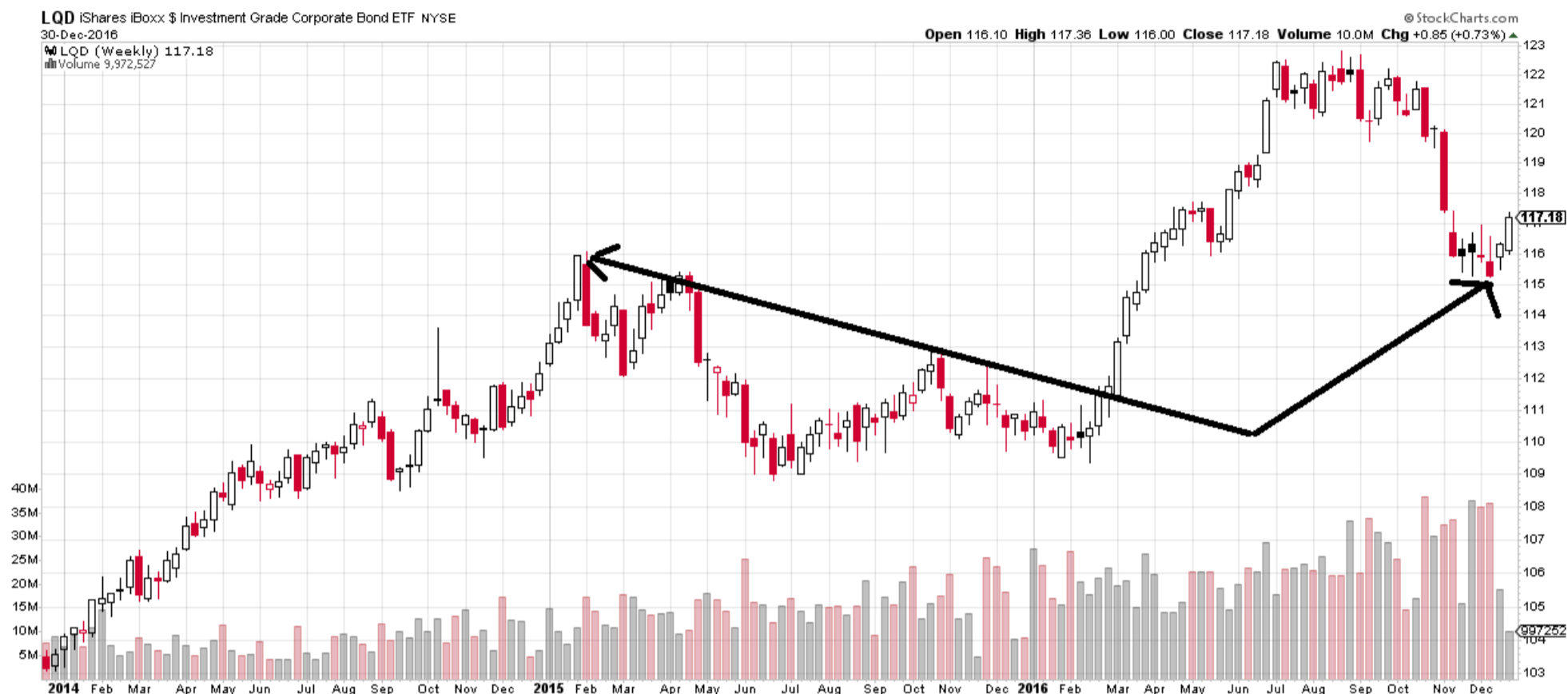
הטבלה מעלה בתוספת האפשרויות הנוספות - מוניציפאלי ואג"ח צמית.



31 דצמבר 2016

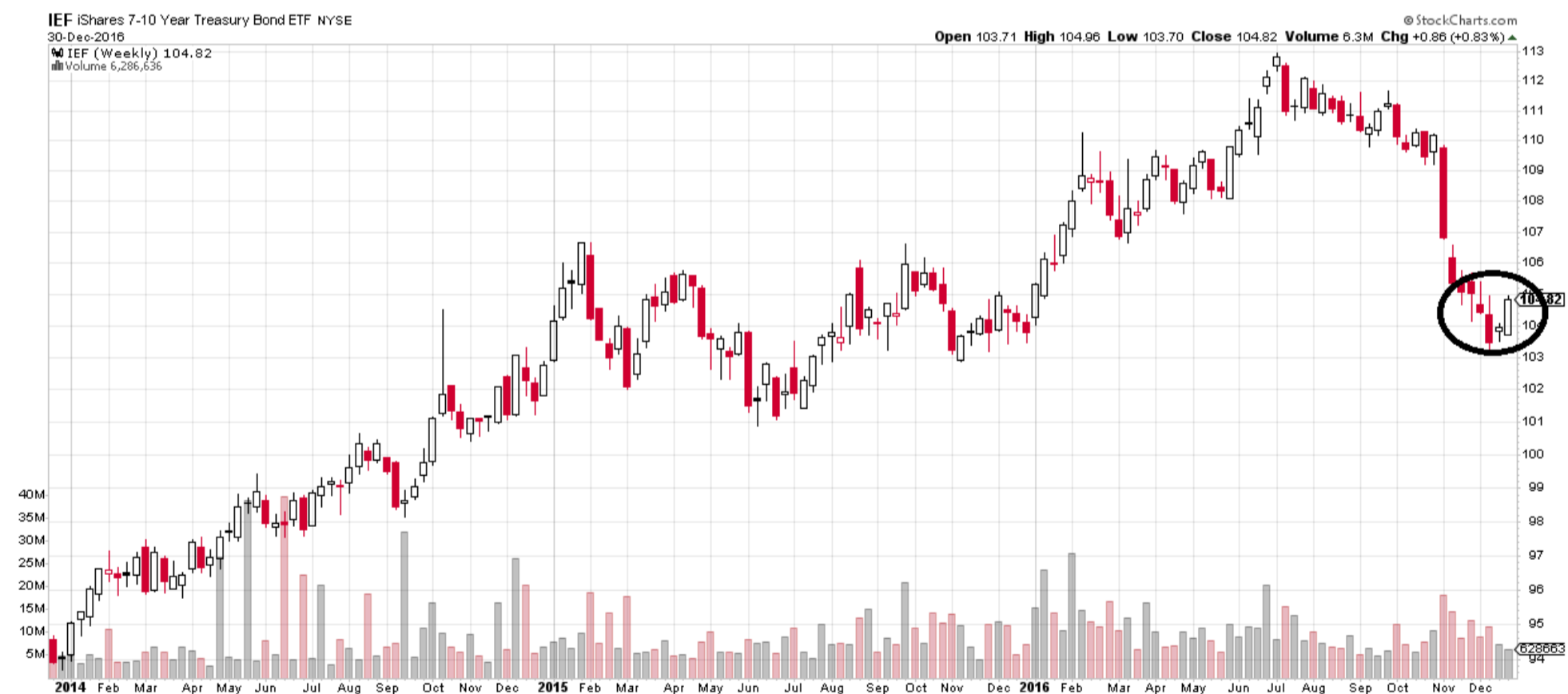
כלומר יש להוריד מרכיב לא מדורג לטובת MUNI BONDS ואג"ח צמית, הסיכון בהן נמוך משמעותית מאג"ח לא מדורג והתשואה בהן טובה יותר מהאג"ח בדירוגים הגבוהים.

לאחר עליית התשואות הנוכחית בדירוגים הגבוהים יותר, החל מהאפיק הממשלתי דרך האפיק הקונצרני, הרי שלגבי 2017 ההסתכלות חייבת לבוא מצד הסיכון ולא הפוטנציאל:



* אג"ח קונצרני מדורג, דרך LQD, תעודת הסל העוקבת.

חזרה לרמות מחירים של תחילת 2015, לאחר ירידות שערים של כ 6% מהשיא באוגוסט.



* אג"ח ממשלתי דולרי ל 10 שנים, דרך תעודה IEF.

ירידות שערים והפסדי הון של 10% בחצי השנה האחרונה מלמדים שיש כאן פוטנציאל לצד סיכון אפסי. אמנם אם התחזית שלנו טועה ותהיה העלאת ריבית נוספת ב 2017 אזי לא בהכרח שנראה כאן רווחי הון, אבל אם מתווה העלאת הריבית יעצר הרי שיש כאן פוטנציאל רב.



31 דצמבר 2016

מניות ארה"ב

הדאו ג'ונס השיג את פסגת 20000 הנקודות, ה S&P500 כבש שיאים חדשים, הנסד"ק 100 חזר לרמות של שנת 2000. מסיבה של ממש. אבל החגיגה האמיתית היא לא שם בכלל כי אם במניות השורה ה 2 ו ה 3 בארה"ב - מדדי ראסל השונים. כפי שכתבנו לא אחת - מדדים אלו זינקו בשיעורים חדים כל כך עד כדי שנדמה כי אנחנו נמצאים בשפל כל הזמנים כפי שהיה ב 2008 :



• מדד RUSSELL 2000 – גרף 10 שנים.

מדד זה (R2K) זינק ב 42% מאז השפל של ראשית 2016, בעוד מכפיל הרווח **הממוצע** במדד זה הוא שלילי...

נדגיש כי מדד זה הוא ללא ספק הפיבוריט של תעשיית קרנות הנאמנות בארה"ב ובעולם (כפי שמדד היתר הוא חביב קרנות הגידור הישראליות), אלא שלא כולם יודעים מהו הסיכון הטמון במדד ה R2K :

1. הרווח הנקי של המדד צנח ב 5 השנים האחרונות מרמה של 33.5 מיליארד ל 9.7 מיליארד דולר. ירידה של 73%.

2. סקטור הפיננסים ב R2K אחראי ל 83% מהצמיחה ברווח במדד ב 5 השנים האחרונות - עוד תוצר של הדפסת הכסף המאסיבית בארה"ב. לא קשה להבין היכן היה נמצא המדד אלמלא עזרת הפיננסים.

3. שווי השוק של ה R2K כמעט הכפיל עצמו (זינק 91%) למרות הנאמר בסעיף 1 לעיל...

4. בשנתיים האחרונות זינק המדד ב 15% למרות שבפועל הייתה ירידה של 30% ברווחיות!

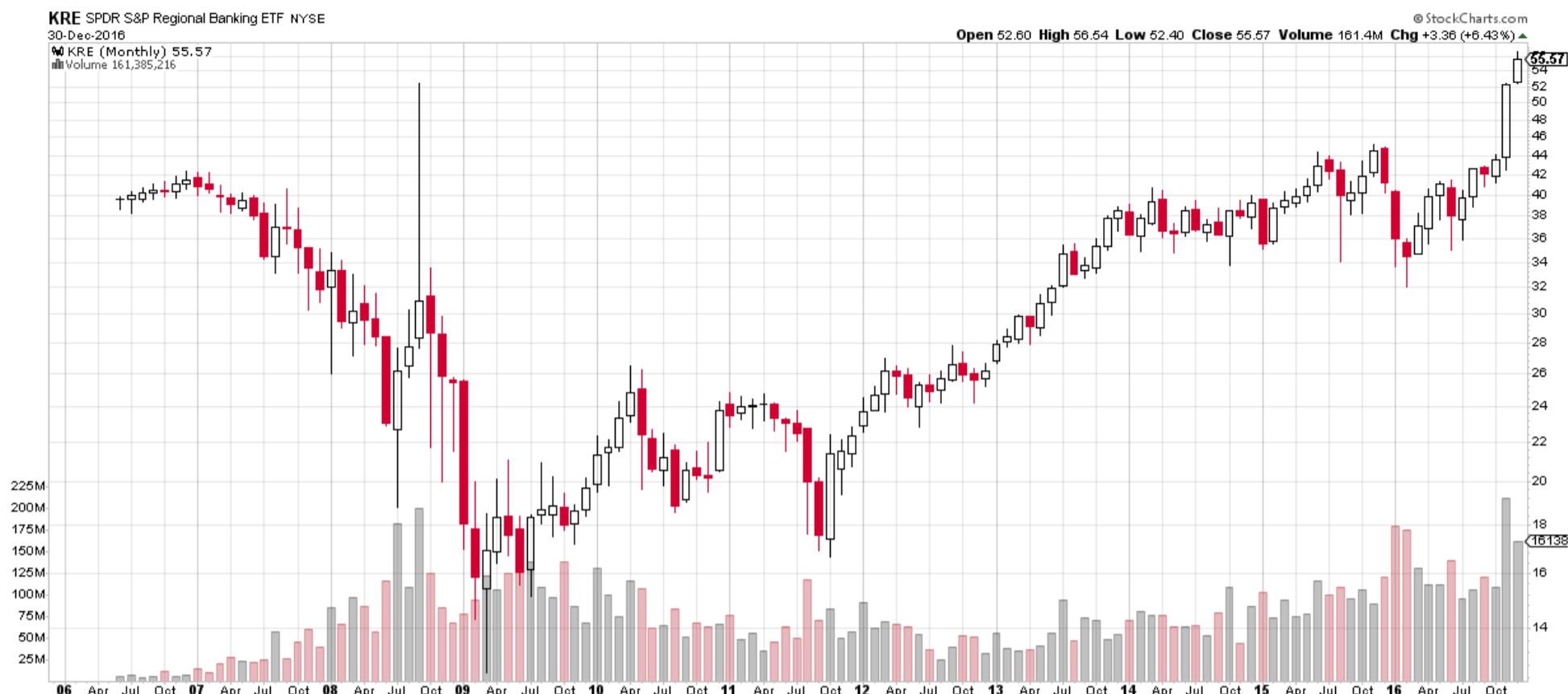
5. מכפיל הרווח של המדד הוא 237 (נכון ל20.12.2016), ויש עבודות שמראות כי הוא בכלל שלילי. ב2003, כשהמדד הראה שיפור ברווחיות, לא כמו היום, עמד המכפיל על 33 בלבד. חישוב מהיר מלמד כי אם נחזור למכפיל 33 אזי ה R2K צריך לרדת 86%.

סקטור הפיננסים מהווה 25.5% ממדד R2K. הכוונה כאן היא לבנקים האזוריים ולא הבינ"ל כמו JPM או WFC. מדובר כאן בבנקים שמנעיקים שירותים בנקאיים ופיננסים מקומיים (DOMESTIC). כפי שניתן לראות בגרף מטה (KRE) מדד הבנקים האזוריים בארה"ב נסחר מעל רמתו ב 2008, זאת למרות שגם ב 2016 נסגרו 5 בנקים אזוריים בגלל חדלון פירעון...

מרבית הזינוק האחרון בא על רקע (שוב...) הסיסמאות של טראמפ בדבר הרחבה פסקאלית, מה שישפוך כסף לסקטור המוניציפאלי ויטיב מאוד עם המערכת הפיננסית האזורית, אבל מה יקרה אם הסיסמאות לא יתממשו ותחול הרעה כלכלית בארה"ב? האם השווי הנוכחי מצדיק את הסיכון?



31 דצמבר 2016



* מדד בנקים אזוריים.

לסיכום - המדד הזה משקף את הלך הרוח האמיתי בקרב משקיעים בארה"ב - הקרנות רוצות לייצר תשואות על מנת לגייס כסף. קרנות הגידור הולכות בעקבותיהם, והציבור הרחב, שרואה את עודף התשואה מובל בחושך לתוך המדד. ללא כל צל של ספק - המדד הזה מתומחר בצורה קיצונית, חסרת כל פרופורציה, במינוף גבוה והוא ללא ספק נקודה אדומה. להחזיק את המדד הזה לצורך ספקולציה בסיכון גבוה זה דבר אחד, אבל זו לא השיטה שלנו. להחזיק את המדד הזה על מנת ליהנות מחשיפה גבוהה יותר למדד הבנקים האזוריים נראה לנו טירוף אחד גדול.

מה שמחזיר אותנו היישר למדדים המובילים, ולנאמר בראשית התחזית - במכפילים הנוכחיים בשווקים, הסבירות שיצא מהם שוק שורי נוסף קיימת, אבל היא נמוכה בעינינו. אדרבא - לצורך ספקולציה בלבד אזי אנחנו מעריכים כי המדד יכול להניב כ 3%-5% ב 2017, אבל אנחנו נותנים משקל רב יותר לאפשרות שהמדדים המובילים דווקא ירדו ב 2017.

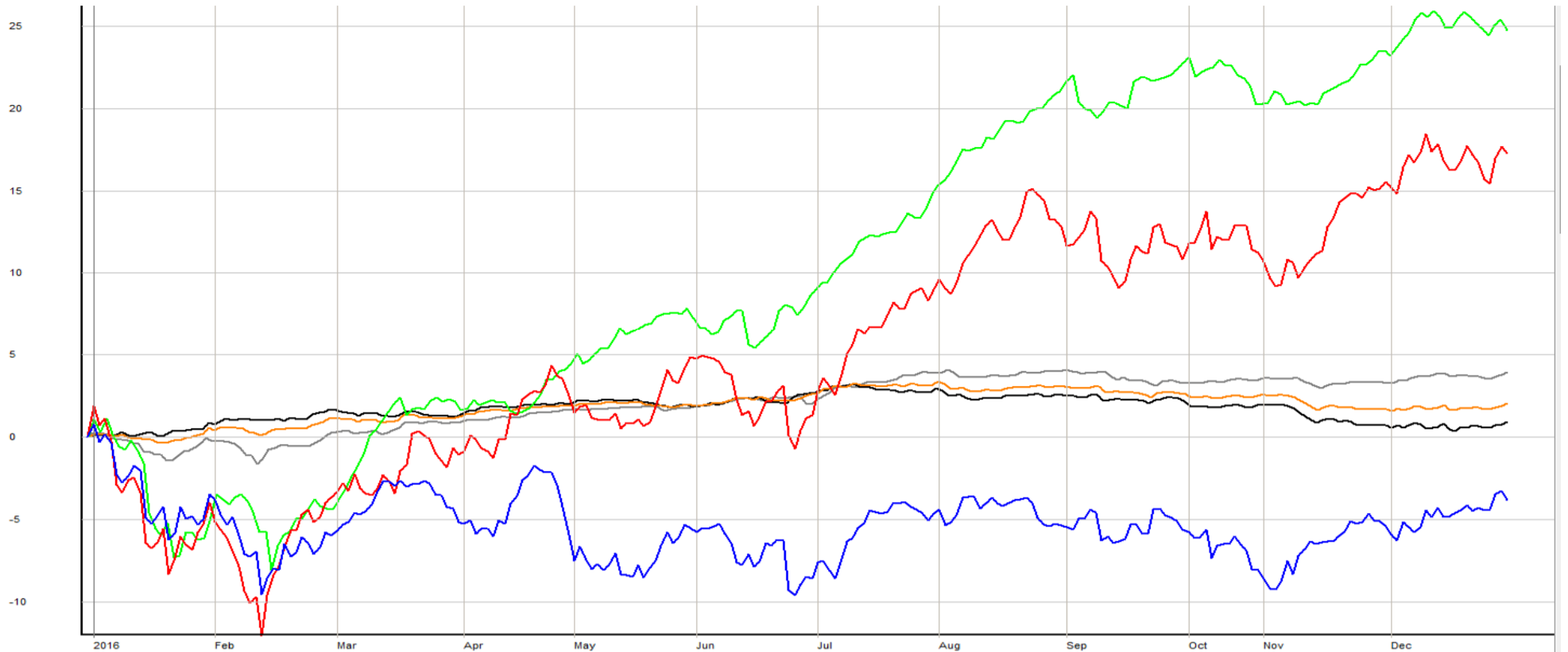
אין זה אומר שלא ניתן למצוא הזדמנויות בשוק בארה"ב, אלא שמלאכת מציאתם תהיה קשה יותר. סקטור הביופארמה למשל עונה על המשבצת הזו שכן הוא נסחר בדיסקאונט עמוק מאוד. אמנם הסקטור סובל מאי וודאות גבוהה בכל הקשור לתמחור תרופות, ויסות מחירים ותיאום מחירים, אבל בראיה קדימה הסקטור נסחר במכפילים נמוכים משמעותית מאשר המדדים המובילים. אולי זה לא בהכרח הזמן המדויק להתחיל להיכנס לסקטור, במיוחד על רקע הנחת העבודה שלנו לשנה קשה, אבל אין ספק שבבוא היום השקעה בסקטור הזה עשויה לעשות את ההבדל.

תקציר תחזית ארה"ב ל 2017:

תחזית	נושא
0.5%-0.75%	ריבית דולר
תשואת יתר	סקטור ביופארמה
תשואה שלילית	מדד s&p500
2%	תשואת אג"ח 10 שנים ארה"ב
תשואת חסר	Russell 2000 (R2K)
1400\$	מחיר זהב
תשואה עודפת על פני לא מדורג	אפיק מדורג

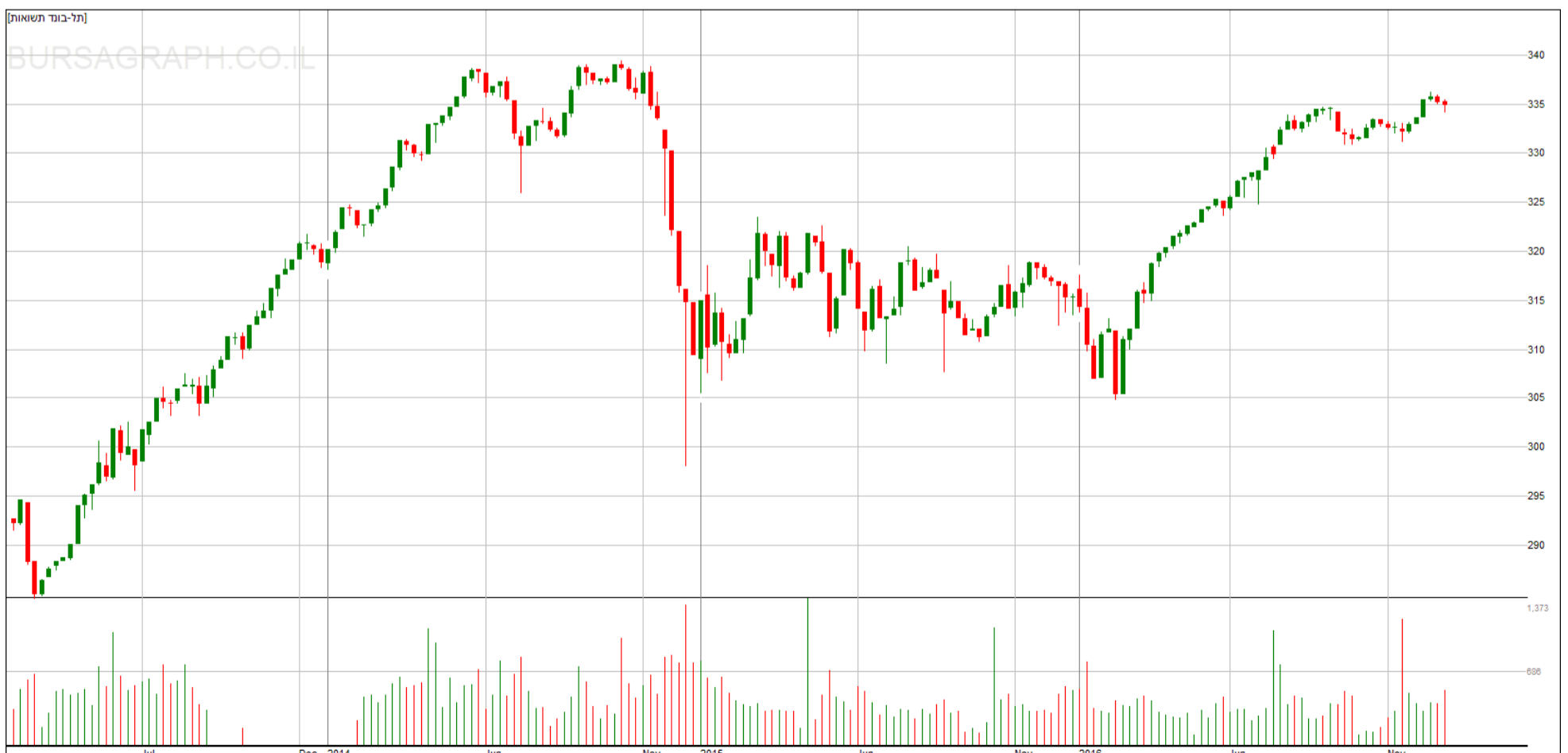


השוק המקומי



- * ירוק = מדד יתר כללי, עליה של 24.72% ב 2016.
- * אדום = מדד ת"א 75, עליה של 17.27%.
- * אפור = מדד אג"ח קונצרני כללי, עליה של 3.85%.
- * כתום = מדד אג"ח כללי, עליה של 2.05%.
- * שחור - מדד אג"ח ממשלתי כללי, עליה של 0.94%.
- * כחול = מדד מעו"ף (ת"א 25), **ירידה** של 3.79%.

ב 2016 נמשכה המגמה החיובית באפיקי האג"ח השונים, אם כי מעל כולם, וכפי שצפינו, בלט האפיק הקונצרני, עם דגש כמובן על האפיק הלא צמוד. בצמוד להעלאת הריבית האחרונה על ידי הפד, ראינו ירידות שערות באג"ח הממשלתי, אלא שבאג"ח הקונצרני לא ראינו זאת, בהליך דומה למה שהיה בארה"ב באג"ח הלא מדורג.





31 דצמבר 2016

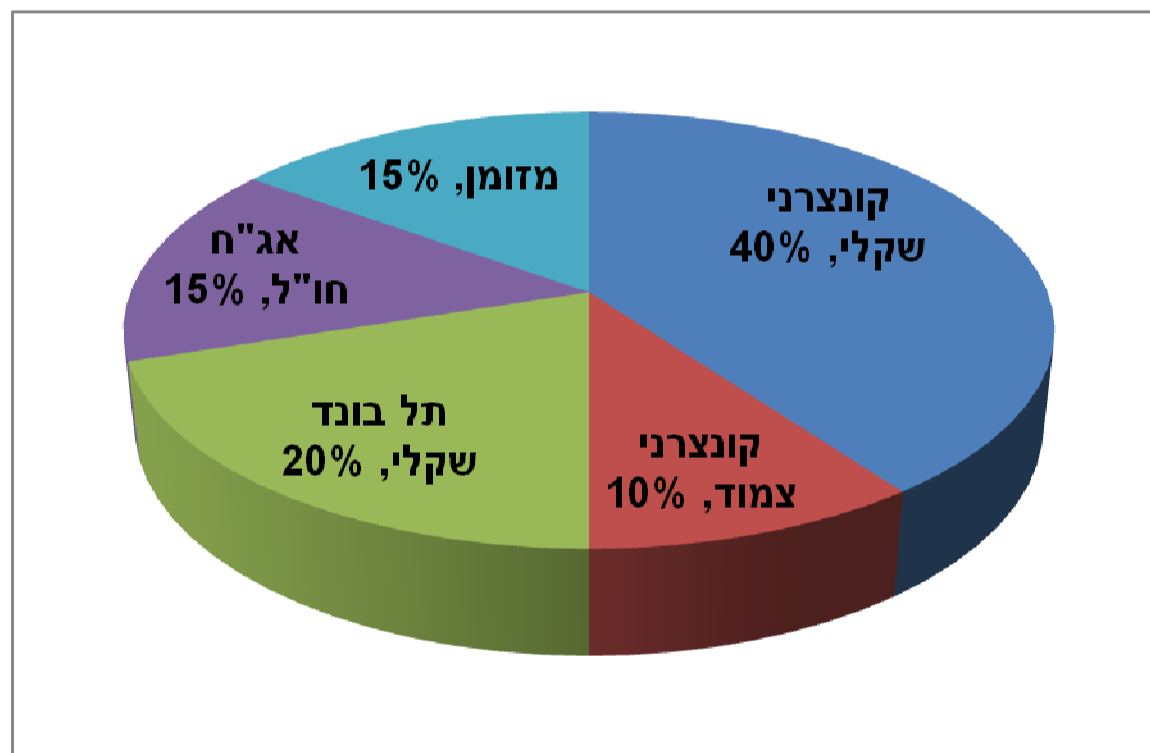
* תל בונד תשואות - גרף 4 שנים.

מדד התל בונד תשואות חזר לרמות השיא שלו, זאת לאחר שירד לשפל בשלהי 2014, עקב המשבר ברוסיה ולאחר מכן משבר הנפט. מדד זה הניב ב 2016 כ 6% בעוד הממד הממשלתי עלה ב0.9%. זהו פער תשואה משמעותי שעשה את ההבדל השנה. המלצתנו בראשית 2016 הייתה שלא להשקיע באפיקים ממשלתיים ולתת משקל מקסימאלי לאפיק הקונצרני עם דגש על האפיק השקלי.

לאור חוזקו הנומינאלי של השקל אל מול הדולר והיורו סביר שב 2017 האפיקים הקונצרניים יניבו תשואות חיוביות, שכן המשקיעים המוסדיים, הרעבים באופן קבוע לסחורה חדשה, ימשיכו לתת משקל עודף לשוק המקומי. בשל חוסר האטרקטיביות באפיק הממשלתי אנחנו עדיין ממליצים בשלב זה להוריד את המשקל של אפיק זה, עד כד 0%, אולם הנחה זו עשויה להשתנות באם השווקים הפיננסיים יקלעו לסחרור מסוכן.

2016 מסמנת שנה שהיא קרובה לשנת השיא ב 2007 בהיקף ההנפקות - סך של 70 מיליארד ש"ח חוב הונפקו ב 2016. הייתה זו שנה טובה בהשקעות הסולידיות בישראל, טובה יותר מ 2015 ו 2014 ששתיהן הסתיימו בקול ענות חלושה בגלל משברים עולמיים. מתווה הריבית הנמוכה צפוי להמשיך ולתמוך באפיקים הסולידיים, אולם גם כאן, בשוק המקומי, אנו ממליצים להעלות את החשיפה לדירוג החוב הגבוהים יותר בלפחות רמה אחת מעלה, תוך פיזור מקסימאלי. כמו כן אנו ממליצים שלא להאריך את המח"מ בשלב הנוכחי, גם לא בסדרות צמודות מדד, ובכלל, כפי שאמרנו בתחזית לשוק הבינ"ל - אנחנו מעדיפים להעלות חשיפה לאג"ח חו"ל על חשבון אג"ח בדירוגים נמוכים בישראל, וזאת למרות סיכוני שע"ח.

עוגת האפיק הסולידית ל 2017



12

העוגה המומלצת משקפת כאמור העדפה לאפיק השקלי, תוך הורדת מרכיב התל בונד תשואות שכאמור הניב תשואה פנומנאלית ב 2016 וצפוי מעט להירגע ב 2017. העלנו את מרכיב אג"ח חו"ל (בתיקים סולידיים) ל 15%. התל בונד השקלי משקף דירוגים גבוהים - A ומעלה. בהעדר אלטרנטיבה ממשית ועם המשך הריבית האפסית במשק אנחנו מעריכים שהעוגה צפויה להניב ב 2016 תשואה של 2.5%. מדובר בתשואה נמוכה מהממוצע של השנים האחרונות וזאת כיוון שגם ההנפקות האחרונות יוצאות בתשואות נמוכות יחסית, אשר לא מגלמות רווחי הון בכלל. תהיה זו שנה שבה נצטרך להוציא מים מן הסלע, תוך חיפוש ההזדמנויות החדשות, אשר להערכתנו נמצאות כעת בחו"ל ולא בישראל.

דולר/שקל

סביר ששע"ח המקומי יושפע בעיקר מהמתרחש מעבר לים. כיוון שהריבית הגלובאלית נושקת ל 0%, או קרובה לשם, הרי שאין משמעות כל כך לתנועות ההון. ברור שהריבית הדולרית, הגבוהה יותר מהריבית השקלית מהווה גורם שמחזק את שע"ח, אולם יצוא ההיטק המקומי ותזרימי הגז יוצרים גורם מאזן ומכאן עוצמתו של השקל.

נכון יהיה לומר שהגבול העליון של שע"ח מול הדולר נמצא כעת ברמות של 3.9 ש"ח לדולר ואילו התמיכה נמצאת ברמה של 3.75 :



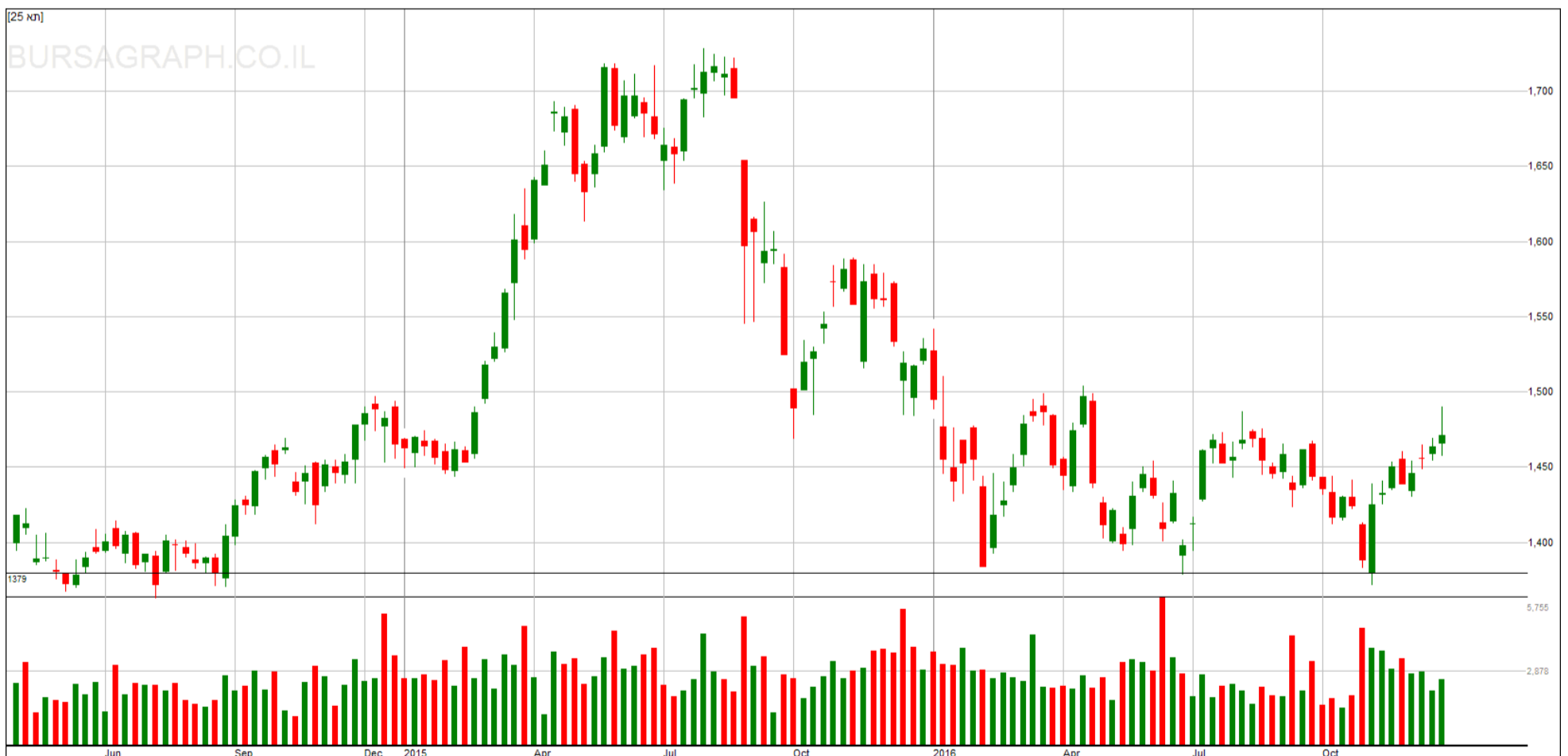
31 דצמבר 2016



• שע"ח שקל/דולר – גרף 15 שנים.

אנחנו לא צופים חריגה מהגבולות הללו השנה, אלא אם כן תחול הרעה מהותית וקיצונית בעולם, מה שיחזק את הדולר.

שוק המניות



• מדד תל אביב 25, גרף 30 חודשים.

גם השנה, כפי שקרה ב 2014 וב 2015, את הטון נתנו המניות הדואליות ובראשן טבע אשר התרסקה כ 50% וגררה איתה את כל מדד המעו"ף לשנה חלשה במיוחד. ההשפעה של פריגו ומיילן גם היא היית שלילית ונראה כי פתיחת 2017 גם היא תהיה קשה עם ירידה חדה מאוד במחיר מניית אופקו (OPK) אשר גם היא דואלית ובעלת משקל של קרוב ל 8% ממדד המעו"ף.

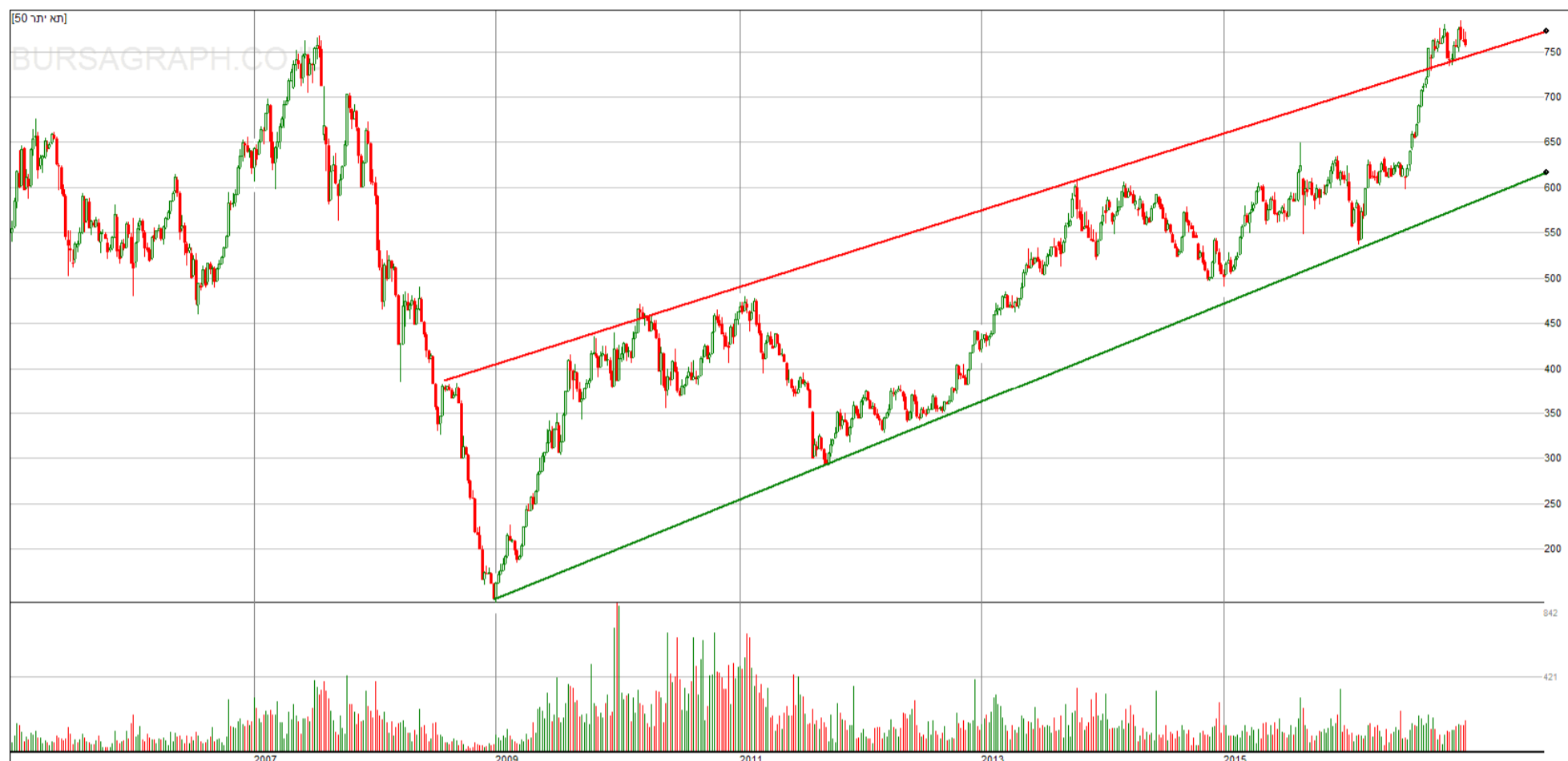
הריכוזיות והמשקל העודף שנין למניות הדואליות יצר בשוק המקומי את ההפך הגמור להנחת העובדה כי השקעה פאסיבית טובה יותר מישיירה - מי שהשקיע באופן פאסיבי בתעודת סל העוקבת אחר מדד המעו"ף הפסיד כסף, אולם משקיע אשר נמנע מהשקעה במניות הפארמה נחל הצלחה נאה במיוחד, שכן מדד 75 הניב תשואה יוצאת דופן, של מעל 17%.



31 דצמבר 2016

קשה למדוד את מדדי ישראל במונחים כלכליים טהורים, קרי מכפיל רווח, שכן המדדים לא משוכללים, בלשון המעטה. כך למשל 20% מהחברות במדד ת"א 75 נמצאות בהפסד ובנוסף- המסחר לא גבוה במניות אלו ולכן תמורה נמוכה יכולה לשנות את מחיר המניה בצורה ניכרת.

המצב במדדי היתר מורכב גם הוא ומזכיר את המתרחש במדד R2K בארה"ב :



* מדד יתר 50 - גרף 14 שנים.

המדד, אשר זינק ב 25% ב 2016, נסחר בדיוק ברמות השיא שלו מ 2007. האם מדובר כאן בפסגה כפולה? על שום מה עלה המדד בכלל? כאשר מפרקים לגורמים את העליות במדד זה התמונה מעט מורכבת :

1. מנית סרגון, משקל 4.5% במדד, זינקה 108% - תרומה של 5% למדד. כל זאת במחזורי מסחר של 300000 ש"ח עד מיליון ש"ח...
2. אלקטרה צריכה - משקל של 3.1% במדד וזינוק של 92%. תרומה של 3% למדד.
3. המלט, משקל 2%, זינוק 90% ותרומה של 1%.
4. סקופ עם תרומה של 2.7%...

יש כאן שאלות קשות שיש לשאול את הנהלת הבורסה החדשה, ובעיקר מה יקרה לאותו מדד כאשר מישהו יבקש לממש סחורה? הנזילות במדדים אלו היא אפסית, ובהתחשב בכך שקרנות הגידור המקומיות נבנו על רקע מניות היתר הרי שבמשבר הראשון הדלת תהיה צרה ביותר...

תקציר התחזית המקומית ל 2017:

תחזית 2016	נושא
0.25%	ריבית שקלית
שלילית	אינפלציה מקומית
תשואת חסר	מדד בנקים
3.8	דולר אמריקאי (לסוף 2016)
2%	אג"ח קונצרני כללי
תשואת חסר	מדד יתר 50

- חברת ההשקעות שקדי שוקי הון בע"מ, עומדת בכל דרישות החוק לני"ע והיא בעלת רישיון לשיוק 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.



31 דצמבר 2016

- העברת הסקירה לכל גורם ללא אישור חברת ההשקעות שקדי שוקי הון בע"מ הינה עבירה בגין הפרת זכויות יוצרים .