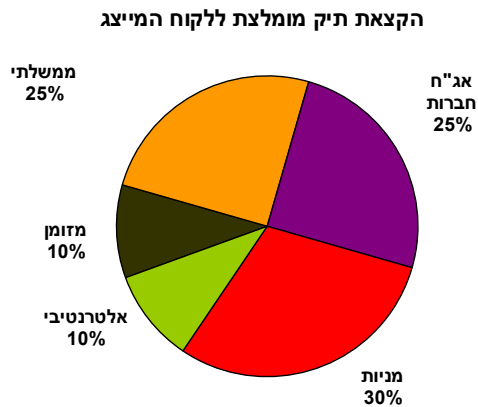


27 נובמבר, 2016

דו"ח דיון ועדת השקעות חו"ל מתאריך ה-22.11.2016¹

סיכום ומסקנות – הועדה החליטה על הגדלת משקל המניות בתיק מ-25% ל-30% על חשבון מרכיב המזומן, שמשקלו כעת 10%.



הבחירות בארה"ב יצרו ציפיות להרחבה פיסקלית שתתמוך בהאצת הצמיחה והאינפלציה. כתוצאה, נרשמו ציפיות להעלאת ריבית מהירה יותר. הנתונים השוטפים מעידים כי הצמיחה ברבעון השלישי גבוהה בהשוואה למחצית הראשונה של השנה. בנוסף, נרשמה עלייה מתונה בסביבת האינפלציה. גורמים אלו תומכים בהעלאת ריבית אחת עד סוף השנה.

מדדי המניות בארה"ב זינקו לשיא היסטורי, לאחר שהפסימיות בנוגע לבחירתו של טראמפ הפכה לאופטימיות, לפחות לעת עתה. צמיחת הרווחים החזויה ל-2017, לצד ההערכות כי מס החברות יופחת, תומכות במגמה החיובית הנוכחית בשוקי המניות של ארה"ב. **הועדה החליטה על**

הגדלת משקל המניות בתיק מ-25% ל-30%, כאשר החשיפה הגיאוגרפית המומלצת לרכיב המניות בחו"ל היא: 50% ארה"ב, 40% אירופה ופסיפיק, 10% מתעוררים.

העקומים הממשלתיים רשמו עליה לכל אורך העקום במקביל לעליה בתלילות, לאור הצפי להעלאת ריבית מהירה יותר בארה"ב בעקבות ההרחבה הפיסקלית. הועדה ממליצה על השקעה של 25% מתיק הלקוח באג"ח ממשלתיות בדירוגי השקעה בלבד. זאת, במח"מ סינטטי של 5 שנים. חשיפת המטבע המומלצת באפיק אג"ח ממשלתיות היא 65% בדולר ו-35% באירו.

באג"ח החברות בדירוג השקעה (IG) נרשמו מאז תחילת החודש ירידות שערים שמקורן בעיקר בעליית תשואת הבסיס הממשלתית. במרווחי התשואה נרשמה מגמה מעורבת. הועדה ממליצה על החזקה של 25% מתיק הלקוח באג"ח חברות, מתוכם 5% בקבוצת דירוג A, 15% בקבוצת הדירוג BBB ו-5% בקבוצת ה-HY (באמצעות נכסים מנוהלים). זאת, תוך שמירה על מח"מ בינוני של עד 4.5 שנים.

מזומן- מזומן צריך להוות מרכיב קבוע מתיק ההשקעות, אולם, החזקת מאופיינת בתשואה נמוכה ויש בהחזקת משקל גבוה ממנו לפגוע בתשואת התיק. הועדה החליטה על הקטנת משקל המזומן מ-15% ל-10% לטובת אפיק המניות.

נכסים אלטרנטיביים וסחורות- הועדה ממליצה על השקעה של 10% מתיק הלקוח באפיק הנכסים האלטרנטיביים והסחורות. זאת, בדגש על פיקדונות פלוס ומוצרים מובנים על מדדי מניות.

¹ הסקירות מתייחסות לנתונים הידועים ליום זה, אלא אם כן נכתב אחרת.

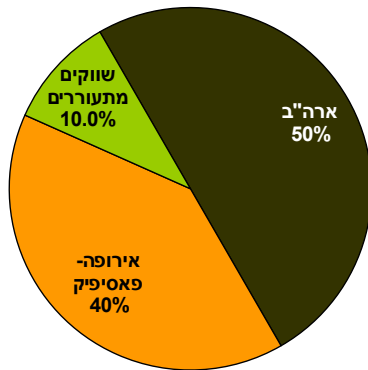
סקירת מאקרו

- **בארה"ב** הבחירות יצרו ציפיות להרחבה פיסקלית, באמצעות קיצוצי מיסים והשקעה בתשתיות. הרחבה זו, תוביל להאצה בקצב הצמיחה ובסביבת האינפלציה. עם זאת, נציין כי היקף ההרחבה והרכבה, אינם ידועים, ולפיכך אי הודאות עלתה. הנתונים השוטפים מצביעים על התרחבות בפעילות הכלכלית, במקביל לעלייה בסביבת האינפלציה ובציפיות האינפלציה. כל אלו, תומכים בהעלאת ריבית בדצמבר, נציין כי השווקים מגלמים הסתברות של 100% להעלאה כזו. במקביל, הציפיות להרחבה פיסקלית גרמו לתחזיות לעליה מהירה יותר בריבית בשנים הקרובות. הדולר התחזק באופן משמעותי מתחילת נובמבר, על רקע הצפי להרחבה פיסקלית והמשך תהליך ההיפרדות המוניטרית בין ארה"ב לשאר המדינות המפותחות. בראייה קדימה, המשך התחזקות הדולר עשוי לפגוע בכלכלת ארה"ב.
- **בגוש האירו**, נרשמה יציבות בקצב הצמיחה בשיעור שנתי של 1.2%, על אף האטה בכלכלת גרמניה, הצמיחה נתמכה בגידול בביקוש המקומי, ובפרט, בצריכה הפרטית. ה-ECB להאריך את תוכנית הרכישות שעתידה להסתיים במרץ 2017 בהודעת הריבית הבאה, בדצמבר.

מניות

ארה"ב – 50%

הקצאת תיק מומלצת - מניות



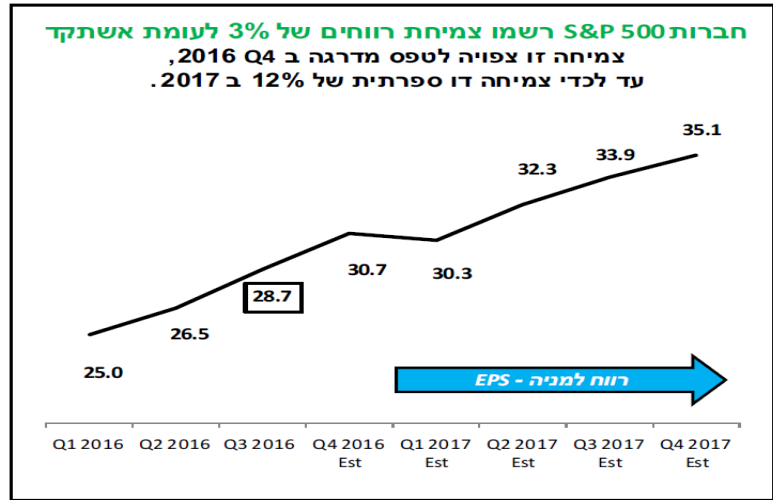
מדד S&P 500 נסחר כיום במכפיל רווח של 20, גבוה במקצת מהמוצע ההיסטורי - אולם תחת ההנחה שתחזיות הרווח ל-2017 ואילך יתממשו, מכפיל הרווח צפוי לרדת בהדרגה.

אנו ממליצים כרגע על משקל שוק (50%) למדדי ארה"ב בהתייחס למרכיב המניות בחו"ל. בחמש השנים האחרונות המלצנו על משקל יתר בולט לארה"ב (60%-70%), על רקע היתרונות היחסיים של שוק המניות האמריקניים (רווחיות, שקיפות וכו'). יחד עם זאת, בטווח הקצר ובפרט על רקע רמות השיא ההיסטוריות ואי הודאות מתוצאות הבחירות, הפחתנו את משקלם לשוק. משקל זה, משקף את המשקל היחסי של מניות אמריקניות במדד - MSCI World

תמחור ורווחיות – לאחר יותר משנה של התכווצות ברווחים וברווחיות החברות האמריקניות, בין היתר על רקע החולשה במחירי האנרגיה והתחזקות הדולר, תוצאות הרבעון השלישי של 2016 הצביעו על צמיחה קלה בהכנסות וברווחים של 3% ו-3%, בהתאמה ביחס לרבעון המקביל אשתקד. עפ"י התחזיות, מגמת צמיחת הרווחים צפויה להאיץ ב-2017 לשיעור דו-ספרתי.

עפ"י קונצנזוס תחזיות האנליסטים במערכת בלומברג, רווחי חברות מדד S&P 500 צפויים לצמוח בסיכום 2016 ו-2017 בשיעורים של 9% ו-12%, בהתאמה. תחזיות הרווח משקפות מכפילי רווח חזויים של 18 ו-16, בהתאמה.

סיכום תוצאות כספיות Q3 2016		
ענף	צמיחת הכנסות	צמיחת רווחים
אנרגיה	-15%	-63%
חומרי גלם	-3%	4%
תעשייה	4%	0%
מוצרי צריכה	2%	6%
בריאות	8%	6%
שירותים	8%	-1%
תשתיות	4%	12%
פיננסים	6%	12%
טכנולוגיה	4%	8%
S&P 500	3%	3%



אירופה ופסיפיק – שווקי המניות המפותחים מחוץ לארה"ב, רשמו בשנה האחרונה ביצועים חלשים לאחר השיאים שנרשמו במהלך המחצית הראשונה של 2015 במדדים המובילים. אירופה, שרושמת צמיחה נמוכה עד אפסית, חוותה לאחרונה זעזוע נוסף על רקע יציאת בריטניה מהאיחוד האירופי, וזו השפיעה לרעה על ביצועי מדדי המניות המובילים של אירופה ועל סקטור הפיננסים בפרט. להערכתנו, ההיחלשות המשמעותית בשער האירו בשנה האחרונה, עשויה לסייע לתחרותיות החברות בזירה הבינלאומית ועל רקע הירידות במדדים ובשערי החליפין המובילים, אנו העלנו קלות את החשיפה ממשקל חסר (35%) למשקל שוק (40%). **אנו ממליצים על משקל שוק של 40% לאירופה והפסיפיק בהתייחס למרכיב המניות בחו"ל.**

שווקים מתפתחים – שוקי המניות המתפתחים נחבטו בשנים האחרונות מכל כיוון. אי הוודאות בסין, ירידת מחיר הסחורות, וצניחת שערי החליפין מול הדולר, תרמו לאי היציבות במדדים המובילים ולביצועים חלשים למדד הייחוס – MSCI EM.

יחד עם זאת, מתחילת 2016, השווקים המתפתחים רשמו ביצועי יתר נאים שהתקזזו לאחרונה, לאחר הזינוק בשער הדולר בעקבות בחירתו של טראמפ. להערכתנו, השווקים המתעוררים ימשיכו להיסחר בתנודתיות ואי וודאות, על רקע התחזקות שער הדולר ואי הבהירות בנוגע למדיניותה המוניטארית והפיסקאלית של ארה"ב תחת ממשלו של דונלד טראמפ. בשל כך, אנו שומרים על המלצתנו לשווקים המתעוררים על משקל שוק (10%).

הועדה החליטה על הגדלת משקל המניות בתיק מ-25% ל-30%, כאשר החשיפה הגיאוגרפית המומלצת למרכיב המניות בחו"ל היא: 50% ארה"ב, 40% אירופה ופסיפיק, 10% מתעוררים.

איגרות החוב ומזומן

א. שוק האג"ח הממשלתיות

בשוקי האג"ח בעולם נרשמה עליית תשואות בחלקו הארוך של העקום, ובפרט, בארה"ב, בעקבות הצפי להרחבה פיסקלית ולעליה מהירה יותר בריבית בארה"ב. אג"ח ממשלת ארה"ב עלה בשיעור חד לכל אורכו של העקום הממשלתי, תוך עלייה בשיפוע העקום. מנגד, תשואת אג"ח ממשלת גרמניה ל-10 שנים רשמה עליה מתונה יותר והפער בין אג"ח ממשלת ארה"ב לאג"ח ממשלת גרמניה, הגיע לרמתו הגבוהה ביותר מאז 1999.

אג"ח ממשלת איטליה רשם עליה ופתיחת מרווחים מעל אג"ח ממשלת גרמניה, בעקבות חששות כי משאל העם ב-4/12 יגרום לאי יציבות פוליטית.

משקל אג"ח המדינה עומד כעת על 25% מתיק הלקוח במח"מ של 5 שנים. ההשקעה באג"ח רק בדירוג השקעה ובצורה סינטטית. דהיינו, בשילוב של אג"ח במח"מ ארוך וקצר ולא ישירות במח"מ 5 שנים. הועדה ממליצה על השקעת יתר באפיק האג"ח הממשלתיות בדולר. דהיינו, 65% בדולר ו-35% באירו.

להלן ריכוז מבנה התיק המומלץ על פי סיכון וחשיפה מטבעית ומח"מ:

קבוצת דירוג	% מאפיק	% מתיק כולל	מדינות
AA/AAA	32	11	ארה"ב, אוסטרליה, קנדה, בריטניה, צ'ילה
A	48	17	ישראל, דרום קוריאה, פולין
BBB	20	7	תעודות סל

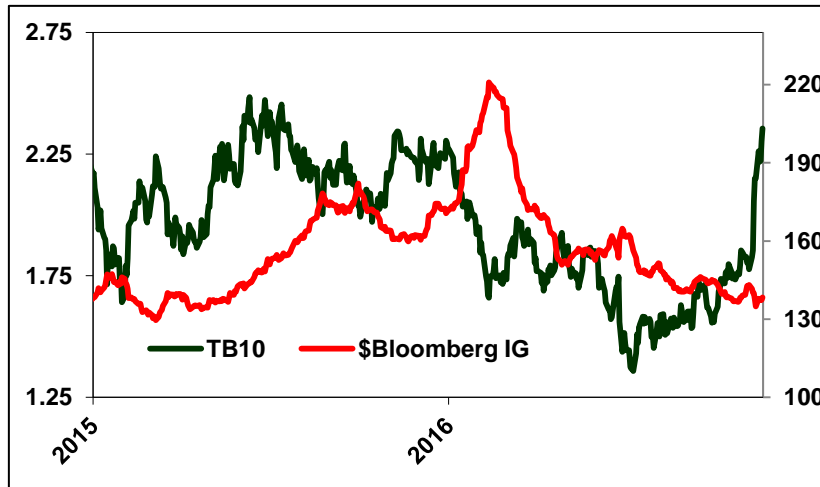
התפלגות מטבעית: דולר: 65% אירו: 35%; מח"מ אפיק: 5 שנים.

ב. שוק אג"ח החברות

שוק אג"ח החברות בדירוג השקעה (IG) – בשוק הדולר, על רקע עליית התשואה הממשלתית, נרשמו תחילת החודש ירידות שערים של 2.8% במוצע, כאשר בטווחים הארוכים (+10 שנים לפדיון) נרשמו ירידות חדות של 5.1% ובטווחים הקצרים (5-1 שנים לפדיון) ירידות של 0.9% בלבד. למרות הצפי לעליית מרווחים עם עליית תשואת הבסיס, באג"ח בכל הדירוגים, כמו גם בטווחים הבינוניים (10-5 שנים לפדיון) והארוכים ובחלק מענפי המשק נרשמו דווקא ירידות מרווחים. אלה, קיזזו במעט את ירידות השערים. ירידות מרווחים אלה היו פועל יוצא של עליות השערים בשוקי המניות בארה"ב וירידת החששות בשווקים עם היוודע תוצאות הבחירות בארה"ב. מאז תחילת השנה עלו אג"ח נקובות דולר בשיעור ממוצע של 5.1% והתשואה כיום עומדת על 3.3% ומשקפת מרווח של 140 נ"ב בקירוב. מרווחים גבוהים יחסית ניתן עדיין למצוא במגזרי האנרגיה (190 נ"ב) והתקשורת (170 נ"ב). גם **שוק האירו** אופיין בירידות שערים, אם כי בשיעור מתון יחסית של 1.2% במוצע. ירידות בשיעור של 3.3% נרשמו בטווחים הארוכים. בניגוד לשוק הדולר, נרשמו בשוק האירו עליות מרווחים בכל הטווחים לפדיון. אלה, יחד עם עליית תשואת הבסיס היו הגורמים לירידות השערים. מאז תחילת השנה עלו אג"ח נקובות אירו ב-3.8% והתשואה הממוצעת עומדת על 0.8% ומשקפת מרווח של כ-90 נ"ב. עליות בולטות נרשמו במגזרי האנרגיה (5.4%), הטכנולוגיה (5.2%) והתקשורת (4.6%). לאור התשואה הנמוכה בשוק האירו, אין אנו ממליצים על אפיק זה ללקוחות שמרכז חייהם מתנהל בשקלים. בחודש אוקטובר עמד היקף רכישות אג"ח החברות על ידי ה-ECB על 8.4 מיליארד אירו ובחודשים יוני-אוקטובר עמד היקף הרכישות הממוצע על 7.6 מיליארד אירו. ה-ECB רוכש אג"ח בדירוגי השקעה ולטווחים של 6 חודשים עד 30 שנים (ללא אג"ח בנקים). הארכת תוכנית ההרחבה עד

ספטמבר 2017, אם תמשיך ותקיף אג"ח חברות, תלחץ עוד את המרווחים הנמוכים בלאו הכי.

תשואות בסיס ומרווחים בשוק הדולר



שוק אג"ח החברות בדירוג נמוך מדירוג השקעה (HY) – בשוק הדולר, נרשמה עליית מרווחים של 10 נ"ב בממוצע, אשר בד בבד עם עליית תשואת הבסיס הביאו לירידות מתונות יחסית של 1.4% בממוצע. ירידות חדות יחסית, בשיעור של 2.6%, נרשמו במגזר הבריאות. מתחילת השנה עלו אג"ח HY נקובות דולר ב-14.4% וכיום התשואה לפדיון בשוק זה עומדת על 6.9%, המשקפת מרווח של 500 נ"ב, בקירוב. במגזר האירו, נרשמה עליית מרווחים של 20 נ"ב לרמה של 370 נ"ב וירידות בשיעור ממוצע של 1.2%. מתחילת השנה עלה מגזר זה ב-6.4% והתשואה הפנימית עומדת כיום על 3.9% בממוצע.

הועדה ממליצה על החזקה של 25% מתיק הלקוח באג"ח חברות, מתוכם 5% בקבוצת דירוג A, 15% בקבוצת הדירוג BBB ו-5% בקבוצת ה-HY (באמצעות נכסים מנוהלים). זאת, תוך שמירה על מח"מ בינוני של עד 4.5 שנים. לקוחות המעוניינים בהמשך חשיפה לטווחים הארוכים יכולים לשלב את ההשקעה בטווחים אלה עם הטווחים הקצרים על מנת לשמור על מח"מ היעד.

יש לשים לב לא רק למטבע בו מונפקת האיגרת, אלא למקום התאגדותה של החברה המנפיקה ועיקר פעילותה. בפרט, יש לבחון כדאיות השקעה באג"ח נקובות אירו בגלל תשואת הבסיס והמרווח הנמוכים.

להלן ריכוז מבנה התיק המומלץ על פי סיכון:

קבוצת דירוג	% מאפיק	% מתיק כולל	פדיון (עד _)	הערות
A	30	5	2023	חברות בעלות פעילות בינ"ל
BBB	50	15	2023	חברות צפון אמריקאיות, אוסטרליות, ואירופאיות בעלות פעילות בינ"ל
HY	20	5		באמצעות נכסים מנוהלים בלבד

ג. מזומן

מזומן צריך להוות מרכיב קבוע מתיק ההשקעות כמעט בכל מצב. הדבר נכון במיוחד בעתות בהן רמת אי-הוודאות גדולה, אולם החזקת מזומן מאופיינת בתשואה נמוכה ויש בהחזקת משקל גבוה ממנו לפגוע בתשואת התיק. **הועדה החליטה על הקטנת משקל המזומן מ-15% ל-10% לטובת אפיק המניות.**

בשוק המט"ח, רשם הדולר מאז תחילת החודש מגמות מעורבת אל מול המטבעות העיקריים. אל מול האירו התחזק הדולר בשיעור של 3.2% לרמה של 1.06 דולר לאירו, אל מול הדולר האוסטרלי התחזק הדולר בשיעור של 3.1% לרמה של 0.73 דולר לדולר אוסטרלי ואל מול הפרנק השווייצרי התחזק הדולר ב-2.0% לרמה של 1.01 פרנק לדולר. לעומת זאת, אל מול הין היפני נחלש הדולר ב-5.4% לרמה של 104.8 ין לדולר ואל מול הליש"ט נחלש ב-1.2% לרמה של 1.22 דולר לליש"ט.

סחורות

מחיר הנפט הושפע בשבועות האחרונים מחששות מכישלון מדינות אופ"ק להגיע להסכם על קיצוץ תפוקת הנפט בישיבתן הצפויה בסוף נובמבר. הודעתן של עיראק, ניגריה, לוב ואיראן על רצונן להמשיך ולהגדיל את התפוקה מחייבת את ערב הסעודית ומדינות המפרץ לקצץ בתפוקה שלהן, על מנת להגיע למכסה עליה הוסכם בישיבת הקרטל באוקטובר. אי-הוודאות גורמת לתנודתיות במחיר הנפט, שצפויה להימשך עד להחלטות הקרטל ב-30.11

הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:

"הניתוח הכלול בסקירה זו הינו למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ (להלן: "הבנק") לייעוץ ללקוחותיו בהתאם לאמור בו. הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שנבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בסקירה מייצגות את עמדת מחבריה והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי ההשקעות בבנק. הדעות האמורות נכונות ליום פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת. הניתוח מופץ כחלק מתפוצה רחבה, וגם אם במסגרת תפוצה רחבה זו, הוא מגיע אליך אישית באמצעות הדוא"ל או בכל דרך או מדיה אחרת, אין לראות בו משום ניתוח או סקירה המותאמים לצרכיך ולנתונים האישיים שלך, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי הני"ע והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שיהיו ולא מכל בחינה אחרת. עשוי להיות למחברי הסקירה ו/או לבנק עניין אישי בנושא הסקירה. הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בסקירה זו, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על סקירה זו, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת הסקירה ופרסומה במלואה או בחלקה, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט. הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בסקירה זו, ככל שזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטבועים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך לא ישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונעם במאמץ סביר".