

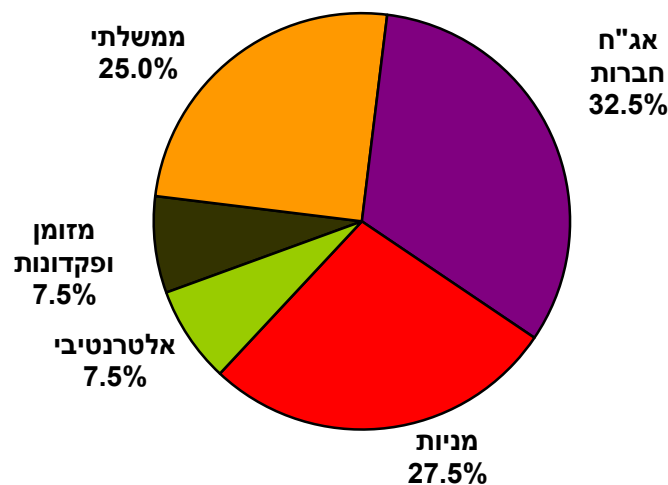
18 ביולי, 2018

## דו"ח דיון ועדת השקעות חו"ל מתאריך ה-17.7.2018

### סיכום ומסקנות

הועדה החליטה על הותרת מבנה התיק המומלץ ללקוח ללא שינוי. הועדה מאמינה כי מבנה התיק הקיים מאוזן ומתאים להתמודדות עם תנאי השוק, ההתפתחויות המקרו-כלכליות ומפת הסיכונים.

### הקצאת תיק מומלצת ללקוח מייצג

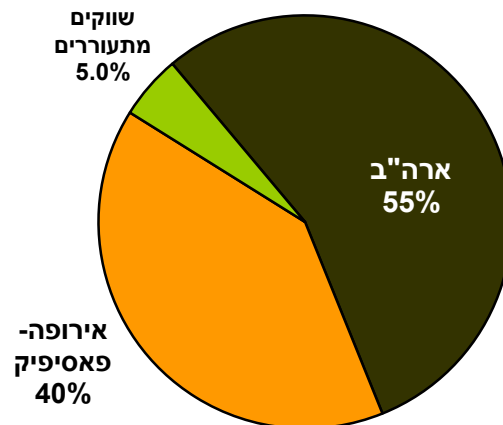


- הצמיחה העולמית מתרחבת, אולם, השונות בין הגושים גוברת. בארה"ב, נרשמת האצה בחודשים האחרונים. מנגד, בגוש האירו נרשמת התמתנות נוספת.
- כחלק ממלחמת הסחר הטילה ארה"ב מכסים על יבוא מסין בהיקף של 50 מיליארד דולר. היקף הצעדים שננקטו עד כה הינו קטן והשפעתם הישירה על הצמיחה והאינפלציה העולמית אינה צפויה להיות משמעותית. בנוסף, ההחרפה האחרונה במלחמת הסחר עשויה להיות חלק מאסטרטגיית המשא ומתן של טראמפ, ולפיכך, יתכן שהצדדים יגיעו להסכם ויוותרו על המכסים.
- מניות חו"ל** - מדדי המניות הגלובליים פתחו את המחצית השנייה של 2018 בעליות חד ספרתיות, למרות החששות המתאמתים להאטה מתונה בקצב הצמיחה הגלובלי, כאשר ברקע נמשכת מדיניות הסחר והמכסים של ארה"ב ביחס לסין והעולם. הועדה ממליצה על השקעה של 27.5% מתיק הלקוח באפיק המניות. להלן החלוקה הפנימית המומלצת: 55% ארה"ב, 40% אירופה ופסיפיק, 5% מתעוררים.

- **אג"ח ממשלתיות** - עליית ציפיות הריבית בארה"ב הובילה לעליית תשואות באג"ח ממשלת ארה"ב. אולם, החששות ממלחמת סחר גרמו לירידת תשואות. **הועדה ממליצה על השקעה של 25% מתיק הלקוח באג"ח ממשלתיות בדירוגי השקעה בלבד ובמח"מ של 4 שנים.**
- **אג"ח חברות** - מאז תחילת החודש היינו עדים לעליות שערים בשוקי אג"ח החברות העיקריים בזכות ירידת מרווחי התשואה בפרט בטווחים הארוכים ובאג"ח בדירוג נמוך מדירוג השקעה. **הועדה ממליצה על החזקה של 32.5% מתיק הלקוח באג"ח חברות, מתוכם 12.5% באג"ח IG בריבית קבועה, 12.5% באג"ח IG בריבית משתנה ו-7.5% באג"ח HY. לנוכח העקום השטוח, הועדה ממליצה על מח"מ של 3 שנים באג"ח IG ו-2.5 שנים במגזר ה-HY.**
- **מזומן ופיקדונות** - מזומן צריך להוות מרכיב קבוע מתיק ההשקעות. אולם, החזקתו מאופיינת בתשואה נמוכה ויש בהחזקת משקל גבוה ממנו לפגוע בתשואת התיק. **הועדה ממליצה על החזקה של 7.5% מתיק הלקוח באפיק זה. זאת, בדגש על פיקדונות פלוס ומוצרים מובנים על מדדי מניות.**
- **נכסים אלטרנטיביים וסחורות** - הועדה ממליצה של השקעה של 7.5% מתיק הלקוח בנכסים אלטרנטיביים וסחורות.

**סקירת מאקרו**

- **החששות ממלחמת סחר משפיעים על השווקים באופן מתון בלבד, מכיוון שלצעדים שננקטו עד כה לא צפויה השפעה משמעותית על הכלכלה העולמית, שצפויה להמשיך לצמוח. עם זאת, במידה וההחרפה במלחמת הסחר תימשך ויוטלו מכסים נוספים, עשויה להיגרם פגיעה משמעותית בצמיחה העולמית ועליה בסביבת האינפלציה. בנוסף, החרפה במלחמת הסחר גורמת לעליה באי הודאות שעשויה להוביל לפגיעה בביטחון הצרכנים והחברות ולהחמיר את הפגיעה בכלכלה.**
- **כלכלת ארה"ב שוב מובילה את הצמיחה העולמית והתרחבה בקצב מהיר ברבעון השני. ארה"ב צפויה להמשיך ולהתרחב בקצב מהיר ברבעונים הקרובים בעקבות המדיניות הממשלתית המרחיבה, אולם, קצב הצמיחה יתמתן החל מהמחצית השניה של 2019.**
- **הצמיחה המהירה והעליה בסביבת האינפלציה תומכים בהמשך העלאת הריבית בארה"ב, לפי הערכות הבנק המרכזי הריבית צפויה לעלות עוד פעמיים ב-2018 ל-2.5%-2.25% ולהמשיך ולעלות ב-2019. עם זאת, אנו מעריכים כי במקביל להתמתנות הצמיחה במחצית השניה של 2019, תהליך העלאת הריבית הנוכחי יגיע לסיומו.**
- **הפעילות בגוש האירו מתמתנת, לאחר צמיחה מהירה ב-2017, בעקבות האטה בצריכה הפרטית וחולשה ביצוא. עם זאת, ההאטה בצמיחה אינה חריפה, ויחד עם התייצבות בסביבת האינפלציה, מאפשרת לבנק המרכזי להמשיך בצמצום המדיניות המרחיבה. לפיכך, הבנק הודיע כי יצמצם את רכישות האג"ח עד לסיום תכנית הרכישות בסוף השנה ויעלה את הריבית במחצית השניה של 2019.**
- **הסנטימנט כלפי השווקים המתפתחים נותר שלילי, בעקבות חששות ממלחמת סחר ומהאטה בסין, ועליית הריבית והתשואות הדולריות אשר פוגעות באטרקטיביות ההשקעה במשקים המתפתחים. עד כה ההשפעה ממוקדת בשווקים הפיננסיים, אולם, ברבעונים הקרובים צפויה פגיעה מתונה בצמיחה.**

**עוגת החלוקה במניות**

**ארה"ב – 55%**

**מחצית שניה ירוקה?** – מדדי המניות בארה"ב פתחו את השנה בעליות חד ספרתיות נאות. מדד S&P 500 ודאו ג'ונס עלו ב 3%, ומדד הנאסד"ק עלה ב 4% ואף רשם שיא היסטורי חדש.

**הקטנים והבינוניים יצאו גדולים** – מתחילת 2018, המדדים S&P 600 Small Cap ו- Russel 2000 עלו ב 12% ו- 10% בהתאמה, ביצועי יתר לעומת מדד S&P 500. יש לציין כי בעוד השווקים המתפתחים סבלו מפדיונות חזקים בשל מדיניות הסחר והמכסים, המשקיעים הסיטו לפחות חלק מכספיהם אל השקעה במניות אמריקניות מקומיות יחסית.

**עונת הדוחות לרבעון השני של 2018 החלה** – לעת עתה, רק 5% מהחברות דיווחו על תוצאותיהן הכספיות ומוקדם להסיק מכך מסקנות. יחד עם זאת עפ"י התחזיות, הכנסות חברות מדד S&P 500 צפויות לעלות ב 8.3% ורווחי החברות צפויים לטפס בשיעור מרשים של 25%.

**להערכתנו**, סביבת המאקרו הנוכחית, המאופיינת בתשואות אג"ח גבוהות מבעבר בארה"ב ועליית מחיר הנפט והאינפלציה, מציבים חסמים לא פשוטים בטווח הקצר והבינוני לביצועי שווקי המניות הגלובליים, אול לאחרונה נראה כי חלה התייצבות בשווקים.

**אירופה והפסיפיק – 40%**

**ההתייצבות באירופה בסימן שאלה** – מדדי המניות האירופים מנסים להתייצב לאחרונה, לאחר שירדו מתחילת 2018 בשיעור חד ספרתי של כ 5%. חולשה מטבעית ומדיניות הסחר, ובפרט אם יחולו כאלו על ענף הרכב עשויים להעיב על ביצועי המדדים.

**מדד יורוסטוקס 600, תמחור נוח לכאורה** – מכפיל הרווח הנוכחי של מדד בלו צ'יפ האירופאי הרחב עומד כיום על 16.2 לעומת 21 בארה"ב. פער זה אמנם נראה גבוה למדי במבט ראשון, אולם חלק גדול מהפער נובע ממשקל נמוך במדד האירופאי לענף הטכנולוגיה (6%) לעומת ארה"ב (26%). כמו כן, משקל ענף התעשייה באירופה גבוה והוא "סובל" בעת הנוכחית ממאפייני היצוא.

**שווקים מתפתחים – 5%**

**מדד MSCI Emerging Markets מתייבב?** – האם ירידה של כמעט 20% הספיקה לשווקים המתפתחים? לעת עתה, נראה כי הדולר מתקשה להמשיך ולטפס מעלה ולכן נרשמת הפוגה במגמה השלילית. אולם אם המומנטום החיובי בדולר יתחדש, ייתכנו ירידות נוספות.

## איגרות החוב ומזומן

### א. שוק האג"ח הממשלתיות

החששות ממלחמת סחר וצפי כי מרבית העלאות הריבית בארה"ב ממתנים את התשואות הארוכות בארה"ב, מנגד, התשואות הקצרות עולות בעקבות צפי להעלאות ריבית נוספות בטווח הקצר. כתוצאה, העקום הממשלתי האמריקאי משתטח, אולם, להערכתנו, בניגוד לעבר, השתטחות זו אינה מצביעה על מיתון.

העקום הממשלתי הגרמני נותר תלול יותר, על אף התשואות הנמוכות, לאור התשואות הנמוכות בחלקו הקצר של העקום ומכיוון שתהליך העלאת הריבית טרם החל.

**משקל אג"ח המדינה עומד כעת על 25% מתיק הלקוח. הועדה ממליצה על השקעה באג"ח בדירוג השקעה בלבד ובמח"מ של 4 שנים.**

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

קבוצת דירוג	% מאפיק	% מתיק כולל	מדינות
AA/AAA	20	5	ארה"ב, אוסטרליה, קנדה,
A	60	15	ישראל, צ'ילה פולין
BBB	20	5	תעודות סל על משקים מתפתחים,

התפלגות מטבעית: דולר: 50% אירו: 50%; מח"מ אפיק: 4 שנים.

### ב. שוק אג"ח החברות

בשוק איגרות החוב העולמי נמשכים הגיוסים הנרחבים, הגבוהים ביחס לשנים עברו ובקצב שנתי מהיר אף יותר בהשוואה לשנת השיא – 2017. בולט משקלו של האירו בהנפקות. זאת, בזכות עלויות הגיוס הנמוכות בו, אותו מנצלות לא רק חברות אירופאיות. גיוסי ההון הגדולים בשנתיים האחרונות בעלויות המימון הנמוכות מבטיחים לחברות המגייסות הוצאות מימון נמוכות בשנים הקרובות על חלק גדול מחובותיהן.

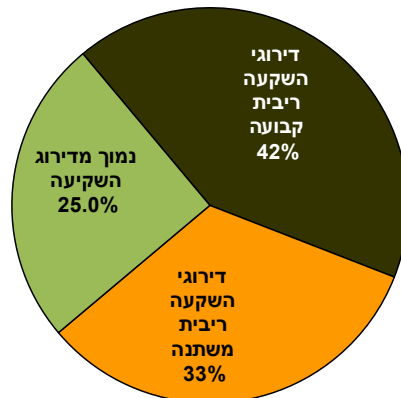
**שוק אג"ח החברות בדירוג השקעה (IG) – בשוק הדולר**, מאז תחילת החודש היינו עדים לירידת מרווחים של כ-10 נ"ב בממוצע, אשר הביאה לעלייה של כאחוז בשוק. עלויות חדות במיוחד, בשיעור של מעל 2% נרשמו בטווחים הארוכים (+10 שנים לפדיון) ובדירוגים הנמוכים יותר (קבוצת הדירוג BBB). מאז תחילת השנה מסתכמות ירידות השערים ב-2.4%. מהתשואה הפנימית עומדת כיום על 4% בממוצע ומשקפת מרווח של 120 נ"ב. אנו צופים המשך פתיחת מרווחים של 30 נ"ב עד סוף 2019, בד בבד עם עליית תשואת הבסיס הממשלתית. אף על פי כן, בזכות התשואה הפנימית הנאה נהיה עדים לתשואה דולרית נאה

דל כ-3.5%. **בשוק האירו** נרשמו ירידות מרווחים ועליות שערים של 0.4% בממוצע. עליות חדות יחסית, בשיעור גבוה מאחוז, נרשמו בטווחים הארוכים. מתחילת השנה, ירדו אג"ח נקובות אירו ב-0.4% והתשואה הממוצעת עומדת כיום על 1.3% ומשקפת מרווח של כ-120 נ"ב. אנו צופים המשך פתיחת מרווחים של 30 נ"ב עד סוף 2019, בד בבד עם עליית תשואת הבסיס הממשלתית. לאור התשואה הפנימית הנמוכה, נהיה עדים לדעתנו לתשואת החזקה אפסית ואף שלילית (במונחי אירו) בשנת 2019. **לאור התשואה הנמוכה בשוק האירו ורמות השפל בהן שוררים המרווחים, אין אנו ממליצים על אפיק זה ללקוחות שמרכז חיהם אינו נקוב אירו.**

**שוק אג"ח החברות בדירוג נמוך מדירוג השקעה (HY) – בשוק הדולר**, נרשמה מאז תחיל החודש ירידת מרווחים של כ-15 נ"ב ועליית שערים של 0.6%. מאז תחילת השנה עלו אג"ח HY בשיעור של 0.7% והתשואה הפנימית עומדת כיום על 6.4% ומשקפת מרווח של 350 נ"ב. **בשוק האירו**, נרשמה במקביל ירידת מרווחים של 40 נ"ב בקירוב ועלייה ממוצעת של 1.2%. מתחילת השנה נרשמו ירידות של 1.4% בממוצע במגזר זה. התשואה הפנימית עומדת כיום על 4.2% ומשקפת מרווח של 400 נ"ב. רמת התשואות הנמוכה אינה מפצות לדעתנו על הסיכון באוכלוסיית האג"ח בקבוצת ה-HY באירו.

הועדה ממליצה על החזקה של **32.5%** מתיק הלקוח באג"ח חברות, מתוכם **12.5%** באג"ח IG בריבית קבועה, **12.5%** באג"ח IG בריבית משתנה ו-**7.5%** באג"ח HY. לנוכח העקום השטוח, הועדה ממליצה על מח"מ של **3** שנים באג"ח IG ו-**2.5** שנים במגזר ה-HY. 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.

עוגת החלוקה באג"ח חברות



להלן ריכוז מבנה התיק המומלץ על פי סיכון:

קבוצת דירוג	% מאפיק	% מתיק כולל	פדיון (עד _)	הערות
A	33.0	10.0	2025	חברות בעלות פעילות בינ"ל
BBB	42.0	12.5	2025	חברות צפון אמריקאיות, אוסטרליות, ואירופאיות בעלות פעילות בינ"ל
HY	25.0	7.5		באמצעות נכסים מנוהלים בלבד

### מזומן ופיקדונות

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 ממליצה על החזקה של 7.5% מתיק הלקוח באפיק זה. זאת, בדגש על פיקדונות פלוס ומוצרים מובנים על מדדי מניות.

### נכסים אלטרנטיביים וסחורות

הציפיות לגידול בתפוקת הנפט של אופ"ק, במקביל, לגידול חד בתפוקת הנפט של ארה"ב גרמו לירידה במחיר הנפט. הועדה ממליצה על החזקה של 7.5% מתיק הלקוח נכסים אלטרנטיביים וסחורות.

**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") לייעץ 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 שנזכרים, 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".