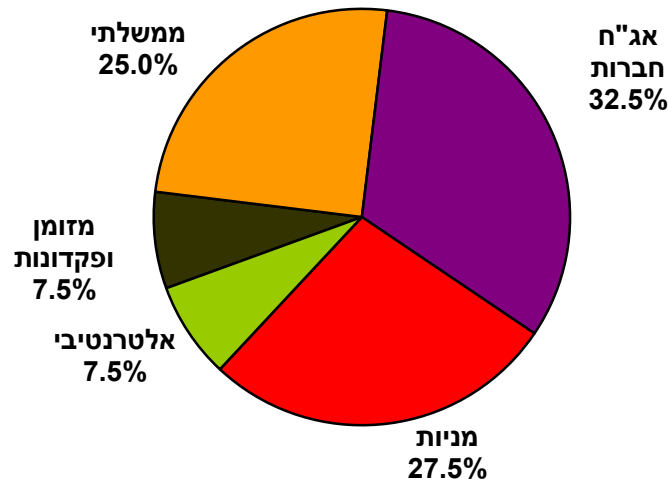


27 מאי, 2018

## דו"ח דיון ועדת השקעות חו"ל מתאריך ה-22.5.2018

### סיכום ומסקנות

הועדה החליטה על צמצום רכיב המניות בתיק המומלץ ללקוח ב-2.5% לרמה של 27.5% לטובת אג"ח חברות בריבית משתנה לרמה של מתיק הלקוח 12.5%.  
 הקצאת תיק מומלצת ללקוח מייצג



- הצמיחה העולמית מתרחבת, אולם בקצב איטי בהשוואה ל-2017. עם זאת בארה"ב, צפויה האצה בחודשים הקרובים.
- **מניות חו"ל** - עליית תשואות האג"ח בארה"ב, התחזקות הדולר ועליית מחיר הנפט מעיבים בטווח הקצר על הסנטימנט בשווקי המניות, למרות עונת דוחות מוצלחת. יש לציין, כי מדדי ארה"ב נתמכו לאחרונה בהתחזקות הדולר וכעת הם מפגינים ביצועי יתר ביחס למדד הייחוס MSCI World. בהתאם לכך, אנו הגדלנו לאחרונה את משקל ארה"ב ב-5% ומנגד צמצמנו את משקל אירופה פסיפיק (מפותחים ללא ארה"ב). הועדה החליטה על צמצום משקל המניות ב-2.5% ל-27.5% מתיק הלקוח. 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 הממשלתי בארה"ב. הועדה ממליצה על השקעה של 25% מתיק הלקוח באג"ח ממשלתיות בדירוגי השקעה בלבד ובמח"מ של 4 שנים.

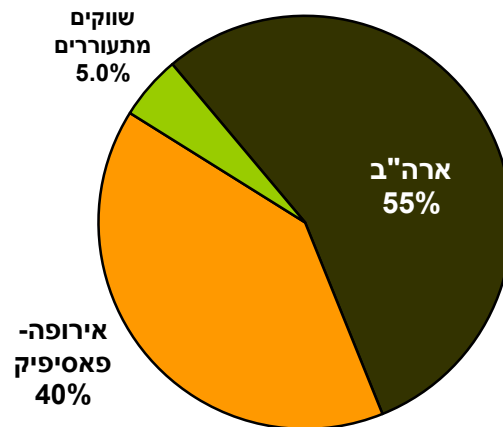
- **אג"ח חברות** - בשוק אג"ח החברות בדירוגי השקעה (IG) נקובות דולר נרשמו מאז תחילת החודש ירידות של עד 1.6% בטווחים הארוכים ואילו בטווחים הקצרים נרשמו עליות מתונות של 0.1%. בשוק האג"ח IG נקובות אירו נרשמה יציבות יחסית וירידות של עד 0.7%. הועדה החליטה על הגדלת רכיב אג"ח החברות בריבית משתנה ב-2.5% על חשבון אפיק המניות וממליצה כעת 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

- הכלכלה העולמית ממשיכה להתרחב, אולם, בקצב מתון בהשוואה לרבעון האחרון של 2017. בארה"ב ההרחבה הפיסקלית צפויה לתמוך בהאצה בצמיחה ברבעונים הבאים וההאטה ברבעון הראשון הינה זמנית בלבד. מנגד, בגוש האירו, ההאטה נמשכת גם ברבעון השני והגוש חוזר לקצבי צמיחה מתונים התואמים את הפוטנציאל שלו, לאחר צמיחה מהירה בשנת ב-2017.
- העליה בציפיות הריבית בארה"ב, יחד עם עליית התשואות והתחזקות הדולר גרמה ליציאת משקיעים ממשקים מתפתחים ופיחות במטבעות שווקים אלה. השווקים הפגיעים יותר הם בעלי הגירעון בחשבון השוטף, כדוגמת טורקיה וארגנטינה.
- הבנקים המרכזיים ממשיכים לצמצם את המדיניות המרחיבה והפד צפוי להעלות ריבית פעמיים נוספות במהלך 2018. במקביל, ה-ECB ממשיך לאותת על המשך הצמצום של המדיניות המרחיבה.

### מניות

עוגת החלוקה במניות



### ארה"ב – 55%

אנו הגדלנו את משקל ארה"ב ב-5% – עונת הדוחות לרבעון הראשון הסתיימה, ובסה"כ מדובר בתוצאות כספיות יוצאות דופן. הפחתת מס החברות מ 35% ל 21% חלחלה במהירות אל השורה התחתונה (EPS), שצמחה בשיעור של 20%. אולם, מלבד לשיפור בתחתונה נרשמה עליה יפה של 8% בשורת ההכנסות וזו מבטאת להערכתנו את המצב הטוב בו נמצא המשק האמריקני.

**ממשקל חסר למשקל שוק –** מדד S&P 500 רשם במרבית חודשי השנה ביצועי חסר לעומת מדד הייחוס MSCI World אולם מצב זה השתנה לאחרונה, על רקע עונת דוחות מוצלחת למדי והתחזקות הדולר שתמכה במדדים.

**אמנם שוק המניות האמריקני יקר מהאחרים, אבל זול זה לא תמיד טוב –** כאשר מסתכלים על המדדים הגלובליים ב 2018, התוצאות נראות פחות או יותר די דומות. אולם להערכתנו, יש להעריך את התמודדות

שוק המניות האמריקני עם עליית התשואות המשמעותית שנרשמה ב-2018. להערכתנו, לפחות לעת עתה, התמודדות זו מצביעה על חוסן פיננסי עדיף ברמה הגלובלית.

**נפט, נפט, נפט... ועכשיו גם דולר? –** אין ספק שעליית מחיר הנפט לרמות גבוהות מ \$70 הפתיעה רבים. אולם מפתיעה יותר היא התחזקות שער הדולר בעולם בד בבד עם עליית מחיר הנפט. להערכתנו, התנהגות זו היא כנראה קצרת טווח באופייה אך השפעותיה עשויות להיות שונות ומגוונות.

**להערכתנו,** סביבת המאקרו הנוכחית, המאופיינת בעליית תשואות ועליית מחיר סחורות מציבה חסמים לא פשוטים בטווח הקצר לביצועי שווקי המניות הגלובליים, ולכן אנו ממליצים בעת הנוכחית על משקלות שוק מאוזנים לאזורים הגיאוגרפיים המומלצים.

### **אירופה והפסיפיק – 40%**

**אנו מקטינים את משקל אירופה פסיפיק ב-5%** במהלך מרץ 2018 ביצענו בדיוק את הפעולה ההפוכה, אולם לאחר שאזור זה צמצם משמעותית את ביצועי החסר, אנו משיבים את אזור אירופה פסיפיק למשקל שוק.

**מדדי המניות האירופיים והניקיי היפני, נהנו מתקופה ארוכה של הקלה מוניטארית, אולם צמיחה גלובלית חזקה יחסית ועליית התשואות האג"ח בארה"ב עשויות להוביל לשינוי –** מצד אחד, שווקי האג"ח באירופה ויפן מציעים תשואות נמוכות למדי, ולכן שווקי המניות באזורים אלו טרם התמודדו עם שינוי תפיסתי אפשרי מבחינת המדיניות המוניטארית. מצד שני, אזורים אלו נסחרים בתמחור מכפילים נמוך יותר מארה"ב ותשואות הדיבידנד בהן גבוהה יותר, ולכן בכך עשויה להתמתן השפעה אפשרית זו.

### **שווקים מתפתחים – 5%**

**משקל חסר עד שוק לשווקים המתפתחים –** עליית מחירי הסחורות והאנרגיה בפרט, לצד התחזקות הדולר ועליית תשואות האג"ח מחקו את ביצועי היתר שאפיינו את תחילת השנה מבחינת השווקים המתפתחים, ובמבט קדימה, ככל שמגמות אלו יימשכו, עשויה להיות לכך השפעה שלילית על ביצועי קטגוריה זו. לכך ניתן להוסיף את אי הוודאות ברוסיה, טורקיה, אמריקה הלטינית ועוד, בעוד סין ואסיה שומרת על יציבות יחסית.

## **איגרות החוב ומזומן**

### **א. שוק האג"ח הממשלתיות**

העליה בסביבת האינפלציה יחד עם הנתונים החיוביים בארה"ב הובילה לעליה בציפיות הריבית ובתשואות אג"ח ממשלת ארה"ב והתשואות ל-10 שנים עלו מעל ל-3%. תשואות האג"ח הממשלתיות בגרמניה עלו בשיעור מתון בהרבה, בעקבות הפערים במדיניות המוניטארית והאירועים הפוליטיים באיטליה שגרמו למשקיעים לעבור לאג"ח הגרמני.

**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

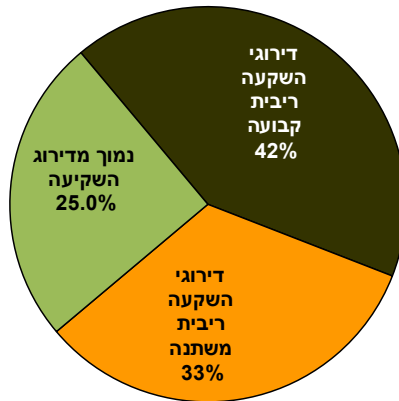
בשוק איגרות החוב העולמי נמשכים הגיוסים הנרחבים, הגבוהים ביחס לשנים עברו ובקצב שנתי מהיר אף יותר בהשוואה לשנת השיא – 2017. בולט משקלו של האירו בהנפקות. זאת, בזכות עלויות הגיוס הנמוכות בו, אותו מנצלות לא רק חברות אירופאיות. גיוסי ההון הגדולים בשנתיים האחרונות בעלויות המימון הנמוכות מבטיחים לחברות המגייסות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

**שוק אג"ח החברות בדירוג השקעה (IG) – בשוק הדולר**, נרשמו מתחילת החודש ירידות של עד 1.6% בטווחים הארוכים ואילו בטווחים הקצרים נרשמו עליות מתונות של 0.1%. זאת, כתוצאה מעליית תשואת הבסיס הממשלתית בטווחים הארוכים והשפעת המנוף על האיגרות בטווחים הארוכים. מרווחי התשואה נותרו ללא שינוי ברמות של 60 נ"ב בממוצע בקבוצת הדירוג AAA ו-140 נ"ב בקבוצת הדירוג BBB. מאז תחילת השנה מסתכמות ירידות השערים באג"ח חברות בדירוג השקעה נקובות דולר בשיעור ממוצע של 3.9%, כאשר בטווחים הארוכים (+10 שנים לפדיון) נרשמו ירידות של 7.4% ובטווחים הקצרים (3-1 שנים לפדיון) נרשמו ירידות בשיעור של 0.2% בלבד. התשואה הממוצעת לפדיון עומדת כיום על 4.0% (מח"מ 7.3 שנים) ומשקפת מרווח של 110 נ"ב. בטווחים הבינוניים (5-3 שנים לפדיון), התואמים את המלצות הועדה, עומדת התשואה הממוצעת על 3.7%. **בשוק האירו**, נרשמו מאז תחילת החודש יציבות הן במרווחי התשואה והן בשערי איגרות החוב הממוצעים. ירידות של עד 0.7% נרשמו בטווחים הארוכים. מאז תחילת השנה מסתכמות ירידות השערים בשוק האירו ב-0.7%, בהמשך לעליות של ב-1.9% בשנת 2017. התשואה הממוצעת עומדת כיום על 1.3% ומשקפת מרווח של כ-105 נ"ב. **לאור התשואה הנמוכה בשוק האירו, אין אנו ממליצים על אפיק זה ללקוחות שמרכז חייהם אינו נקוב אירו.**

**שוק אג"ח החברות בדירוג נמוך מדירוג השקעה (HY) – בשוק הדולר**, מאז תחילת החודש שמרו מרווחי התשואה על יציבות ברמה של 340 נ"ב ושערי איגרות החוב נותרו יציבים גם הם. מאז תחילת השנה ירדו אג"ח HY בשיעור של 0.2% - שיעור מתון ביחס לרמת הסיכון הגלומה באג"ח במגזר זה. **בשוק האירו**, נרשמו מאז תחילת החודש ירידות של 0.4% ומתחילת השנה נרשמה יציבות שערים במגזר זה, אחרי עליות של 6.2% בשנת 2017. התשואה הממוצעת עומדת כיום על 3.8%, ומשקפת מרווח של כ-330 נ"ב. רמת התשואות הנמוכה אינה מפצות לדעתנו על הסיכון באוכלוסיית האג"ח בקבוצת ה-HY באירו. **הועדה החליטה על הגדלת רכיב אג"ח החברות בריבית משתנה ב-2.5% על חשבון אפיק המניות וממליצה כעת 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	% כולל	מתיק	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

המתח הגיאופוליטי במקביל לגידול בביקוש הנובע מהתרחבות הכלכלה העולמית תמכו בעליית מחיר 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".