



עלון רבעון שלישי 2019

שותף נכבד,

את הרבעון השלישי סיימנו בירידה של 27.2% ומחיר הקרן הוא 0.99.

אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים סיימו את הרבעון בתשואה של 1.67% לעומת 2% בסוף יוני.

אג"ח ממשלת ארה"ב ל-30 שנה (עליהן אנו בשורט) סיימו את הרבעון בתשואה של 2.12% לעומת 2.53% בסוף יוני.

בקצב הזה, לא מן הנמנע הוא כי בקרוב נראה גם את האג"ח של ממשלת ארה"ב נסחרות בתשואה שלילית. הפעם אסתפק בציון מספר נתונים עדכניים מהנעשה בשווקים הפיננסיים מסביב לעולם:

- כ-12 טריליון דולר של אגרות חוב ממשלתיות נסחרות בתשואה שלילית.
- כ-750 מיליארד דולר של אג"ח קונצרני נסחרות בתשואות שליליות.
- בין המדינות הללו – סלובניה, פורטוגל, ספרד, צרפת ובלגיה.
- המדובר בתשואה לפדיון שלילית נומינלית, לפני אינפלציה של כ-2%.
- אג"ח ממשלת ספרד ופורטוגל לשנתיים נסחרות בתשואה שלילית של -0.36% (אבטלה של 20%)
- אג"ח ממשלת ארה"ב לשנתיים נסחרות בתשואה חיובית של 1.5% (אבטלה של 3.7%).
- רק לפני שנתיים נסחרו האג"ח של פורטוגל בתשואה של 14%.
- אג"ח ממשלת יוון נסחרו לפני שנתיים בתשואה של 35%, היום בתשואה של 1.8%.
- הבנק המרכזי באירופה ממשיך לקנות מידי חודש אג"ח ממשלתי וקונצרני בסך 50 מיליארד יורו.
- על פיקדון בדויטשה בנק מקבלים 0.1% על אג"ח ממשלת גרמניה -0.35%.
- רק מי שחושש לכספו בבנק מוכן לקנות אג"ח בתשואה שלילית.
- שוק האג"ח המדורגות BBB (דירוג השקעה) צמח ל-3.2 טריליון דולר ואג"ח אלו מהוות יותר מ-50% משוק האג"ח בעולם. מתחת לדרגה זו איננה דירוג השקעה.
- מתחת לדרגה זו יש שכבה של 1.2 טריליון דולר, שמוגדרות כאג"ח ללא דירוג השקעה.
- מתחתן עוד שיכבה של 700 מיליארד דולר של אג"ח מסוכנות שגדלו פי 2.5 מאז 2007.
- בתחתית הפירמידה הלוואות "ארזות" (CLO) שוק שגדל ב-119% מאז 2013 והיקפו עומד על 700 מיליארד דולר.
- סך כל ההלוואות שמדורגות BBB ומטה מוערך בכ-9 טריליון דולר, שלשה רבעים מהן שייכות לחברות אמריקאיות.



- בסיפור WEWORK לא סופר כי המשקיע הגדול ביותר בחברה – סופטבנק הינו למעשה הר של חובות בסך 150 מיליארד דולר. החוב הנ"ל מדורג כ"זבל" אבל סופטבנק מהווה 50% מכל שוק האג"ח היפני (הלא ממשלתי).
- WEWORK הפסידה בשנת 2018 1.93 מיליארד דולר, אולם החברה קטלגה הפסדים אלו בשם: "EBITDA מעודכנת לקהילה" וכך בדוחות Non GAAP (שלא ע"פ כללי החשבונאות המקובלים) הוחרגו הוצאות שיווק, אדמיניסטרציה, ואחרות, ופתאום הפסד של 1.93 מיליארד הפך לרווח של 467 מיליון.
- הר החובות העולמי עומד כיום על 250 טריליון דולר. בארה"ב עמד החוב הממשלתי בשנת 2006 על 8.6 טריליון, היום על 22 טריליון, אז הוא היווה 62% מהתמ"ג והיום 105%.
- חלקה של ארה"ב מתוך החוב העולמי (ממשלתי + קונצרני) הוא 70 טריליון ושל סין 40 טריליון.
- התשואה הממוצעת של אג"ח מדינות – ארה"ב, יפן, בריטניה, צרפת, אוסטרליה, ושווייץ נמצאת ברמה הנמוכה ביותר מזה 120 שנה.
- בנק נורדאה הדני הודיע בתחילת החודש על מתן משכנתאות ל-30 שנה בריבית שלילית.
- הבנק המרכזי ביפן מחזיק בחשבונות תעודות סל על שוק המניות היפני המהוות 65% מהשוק.
- הרשות האירופאית לבנקאות המבצעת את מבחני הלחץ למערכת הבנקאות באירופה הורידה את מספר הבנקים הנבדקים מ-90 ל-48, כל הבנקים הבעייתיים מאיטליה, יוון, וקפריסין לא נבדקו כלל.
- המערכת הבנקאית העולמית איננה יכולה לתפקד בסביבה של ריבית שלילית. שום מודל עסקי לא תומך בפעילות כנ"ל.
- לפי חוקי המדינות השונות – קרנות פנסיה מחויבות לרכוש אג"ח ממשלתי ואג"ח קונצרני בדירוג גבוה גם אם הן נסחרות עמוק בטריטוריה שלילית.
- מאז שהתחלת לקרוא את הניוזלטר ועד עכשיו – עוד 50 מיליארד דולר של אג"ח עברו להיסחר בתשואה שלילית.
- ושיהיה לכולנו בהצלחה...

בברכת שנה טוב, וגמר חתימה טובה,

רועי מאיר



נייר ערך	% בתיק	שיעור חשיפה	פרופיל חשיפה	אפיק השקעה
אג"ח ממשלת ארה"ב (ל- 30 שנה) – בחסר	266	266	אג"ח	תעודת סל
סה"כ חשיפה ב- שורט	-	266	-	-
סה"כ חשיפה ב- לונג	-	105	-	-
סה"כ נילות	17	17	-	-
סה"כ חשיפה למניות / סחורות	-	-	-	-
סה"כ חשיפה לאג"ח	-	266	-	-
סה"כ חשיפה למט"ח	-	16	-	-
סה"כ כללי	-	282	-	-