



שותף נכבד,

את הרבעון השני של שנת 2018 סיימנו בירידה של 5.13% ומחיר הקרן הינו 2.22.

אג"ח ארה"ב ל-10 שנים סיימו את הרבעון בתשואה של 2.85% לעומת 2.74% בסוף הרבעון הראשון. אג"ח ממשל ארה"ב ל-30 שנה (עליהן אנו בשורט) סיימו את הרבעון בתשואה של 2.98% לעומת 2.97% בתום הרבעון הראשון.

ניתן להבחין בנקל כי מגמת "השתטחות" התשואות לאורך הגרף על ציר הזמן החריפה ברבעון זה. אג"ח ל-5 שנים נסחרים כיום בתשואה של 2.76% בעוד אג"ח ל-30 שנה נסחרים בתשואה של 2.98%. נזכיר כי עקום תשואות "נורמאלי" עולה משמאל לימין באופן די ליניארי, תשואות "נורמאליות" אמורות היו להראות כך: אג"ח לשנתיים – 2.6% (תשואה נוכחית בשוק), חמש שנים – 3.5%, עשר שנים – 4.5% ושלושים שנה – 6%. העקום השטוח שאיננו מפצה את המלווה על אורך חיי האג"ח נובע מאחת משתי הסיבות: ציפייה לכניסה למיתון בעתיד, שיגרום לבנק המרכזי להוריד את הריבית, הסיבה השנייה – חיים בהכחשה. אנחנו מניחים שהסיבה השנייה היא הנכונה.

הבנק המרכזי בארה"ב המשיך גם ברבעון זה להעלות את הריבית, ואף הודיע כי הוא מצפה ל-4 העלאות נוספות בארבעת הרבעונים הבאים. ריבית הבסיס (הליבור) עלתה מ-0.25% ל-2.5% בתוך שנה וחצי. באותו זמן תשואת האג"ח הארוכות (30 שנה) כמעט ולא השתנו, ללמדך, השוק איננו בהכרח משוכלל, שהרי לא ייתכן מרווח כ"כ קטן בין תשואות האג"ח הקצרים מאוד לארוכים מאוד. מצב כזה בד"כ איננו נמשך זמן רב, התיקון בוא יבוא.

בסין המצב נפיץ. בורסת שנגחאי ירדה מתחילת השנה ב-20%, ולא עוצרת. הבנק המרכזי בסין הזרים למערכת הבנקאית 100 מיליארד דולר לבנקים ע"מ לשמור על היציבות שלהם. אין ספק כי מלחמת הסחר בין סין לארה"ב החלה (היואן הסיני נפל ב-4% בחודש האחרון מול הדולר), בואו נראה לאן זה ייקח אותנו. באירופה המצב איננו טוב יותר, איטליה מתנדנדת, המערכת הבנקאית רועדת, אג"ח ממשלת איטליה לשנתיים עלו החודש מתשואה של 0.87% ל-2.77% בתוך שלשה ימים. האג"ח ל-10 שנים ירדו 6% ביום אחד. אם הדירוג של איטליה (BBB) ירד בשתי דרגות כפי שהזהירה מודי'ס, הבנק המרכזי לא יוכל לקנות את אגרות החוב שלה עוד (אל דאגה – הם ימציאו פטנט אחר).

דויטשה בנק נכשל במבחני הלחץ שעושה הבנק הפדראלי בארה"ב, המשמעות היא עצירת דיווידנדים (גם כך לא שילמו) וחמור מכך – אי מתן הלוואות חדשות. אגב – מניית הבנק צללה החודש לרמתה הנמוכה ביותר מעולם. האם דויטשה בנק הוא ה"ליהמן ברזרס" הבא?



בנוסף למגמת העלאת הריבית ממשיך הפד בארה"ב לצמצם את מאזנו. ברבעון השני הצמצום התבטא בסכום של 30 מיליארד דולר, והחל מתחילת הרבעון השלישי הסכום יגדל ל-40 מיליארד דולר ברבעון. את נחת הזרוע של מהלכים אלו מתחילים להרגיש תמיד בקצוות. ההשפעה המהותית ביותר ניכרת בתחום המטבעות, ובמדינות הפריפריה: ארגנטינה, טורקיה, ברזיל, מכסיקו, הודו, סין האיחוד האירופי, כל אחת בתורה חוותה החלשות דרמטית של המטבע שגרר אחריו בד"כ העלאת ריבית ע"מ לשמור על חרבות המט"ח של המדינה. מגמה זו עתידה להימשך ולהתחזק ביתר שאת. אפילו השקל פוחת ב-7% ברבעון השני.

אם התנהגות הפד נתפסת כרציונאלית וכצפויה, הרי שה"קאובוי" החדש שהגיע לעיר ויורה מהמותן לכל עבר, ובינתיים פוגע, הינו בלתי צפוי לחלוטין. השווקים אינם אוהבים אי וודאות, ובוודאי שאינם אוהבים מלחמות סחר. מלחמת הסחר עלולה לגלוש במהרה למלחמת מטבעות, ריביות, ולהידרדרות גלובלית של כל השווקים.

שותף נכבד – ישנם לא מעט עננים שחורים מעל האופק, מאידך, קשה להבחין בגורמים שימשיכו להניע את השווקים הפיננסיים במעלה ההר. במצב של ריביות עולות, צמצום המזילות ע"י הבנקים, ומלחמות סחר, יש לרדת למקלט עד יעבור זעם.

אנחנו כבר נמצאים במקלט, נקווה שהשהות הארוכה בו – תשתלם במהרה.

בברכה,

רועי מאיר



נייר ערך	% בתיק	שיעור חשיפה	פרופיל חשיפה	אפיק השקעה
אג"ח ממשלת ארה"ב (ל- 30 שנה) – בחסר	282	282	אג"ח	תעודת סל
סה"כ חשיפה ב- שורט	-	282	-	-
סה"כ חשיפה ב- לונג	-	102	-	-
סה"כ ניליות	8	8	-	-
סה"כ חשיפה למניות / סחורות	-	-	-	-
סה"כ חשיפה לאג"ח	-	282	-	-
סה"כ חשיפה למט"ח	-	8	-	-
סה"כ כללי	-	291	-	-