

העם דורש צדק פיסקאלי

מחלקת מחקר
972 (3) 777 4560

נדב צלר
אנליסט

משה קלמפנר
ראש מחלקת מחקר

שנה נוספת הגיעה לסיימה - שנה שבמבט לאחור ייתכן ותוכתר כאחת השנים הקריטיות והתנודתיות ביותר שהביאה את המשקיעים לשקול מחדש את רמת הסיכון המובנית בנכסים שעד עתה נתפסו כחסרי סיכון.

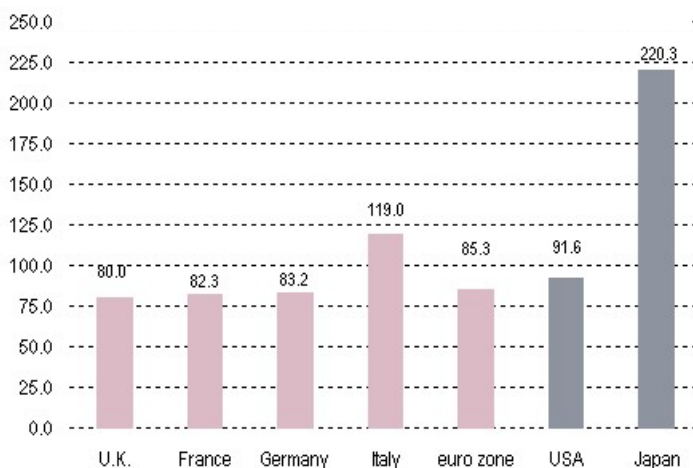
דוגמא מובהקת לכך היתה הורדת הדירוג ההיסטורית של סוכנות S&P לאגרות החוב הממשלתיות של ארה"ב אשר רבים הטילו ספק בבסיסה אך העניין הובהר כשמש-מדינה שתפגין חוסר תפקוד פוליטי תיענש.

השנה תיזכר כחזרתה של הסוגיה הפוליטית כאחד הסיכונים המהותיים ביותר עבור המשקיעים כאשר אירועי החודשים האחרונים ממחישים כי ללא מנהיגות פוליטית איתנה ומאוחדת כללי המסחר והתמחור נשברים.

העלייה בתשואות והורדות הדירוג של איגרות החוב של מדינות גוש האירו מאיימות על השווקים והמצב נשאר שברירי כאשר בתחילת 2012 על המדינות והבנקים לגייס סכומים נכבדים ופתרונות לטווח הארוך כרגע לא בנמצא בעוד לרוב המדינות המפותחות יחסי חוב כ-10% מהתל"ג חריגים. (ראה גרף).

יחד עם זאת, בהסתכלות אחורה ובהתחשבות בגורמים נוספים כגון רעידת האדמה ביפן, רמת מחיר הנפט וההאטה של הקטר הסיני - מרבית המדדים הפגינו עמידות-יחסית עם ירידה של 6% בלבד במדד העולמי, למרות התנודות החדות במהלך השנה.

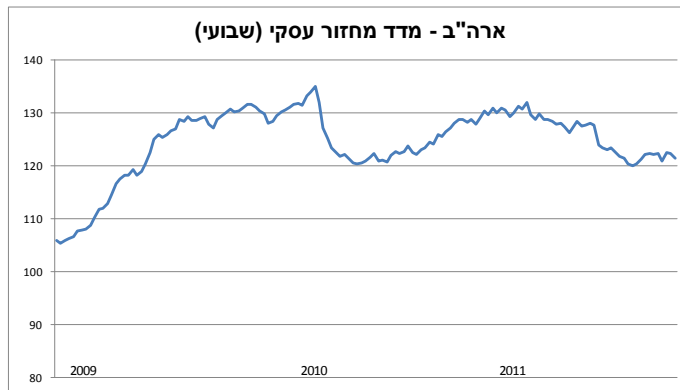
חוב ממשלתי כ-10% מהתל"ג



source: Eurostat, Insee, IMF

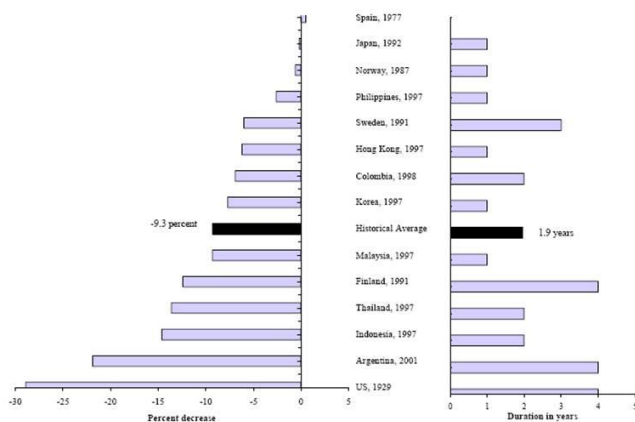
מדדים מובילים

מדד	תשואה 2010	תשואה 2011
S&P 500	15.06%	1.46%
דאו ג'ונס	14.06%	7.80%
נאסד"ק	20.15%	3.18%
יורוסטוקס 50	-1.42%	-15.89%
דאקס	16.06%	-16.19%
פוטסי 100	14.70%	-3.85%
ניקיי	-1.33%	-15.93%
בווספה	1.04%	-18.43%
מדד עולמי	11.88%	-5.92%
זהב	29.52%	9.21%
נפט	15.15%	8.73%



הפעם זה שונה – מחקר השנה של רוגוף וריינהרט

Past Real Per Capita GDP Cycles and Banking Crises: Peak-to-trough
Percent Decline in Real GDP (left panel) and Years Duration of Downturn (right panel)



Sources: Total Economy Database (TED), Historical Statistics of the United States (HSOUS), and authors' calculations.
Notes: Each banking crisis episode is identified by country and the beginning year of the crisis. Only major (systemic) banking crises episodes are included, subject to data limitations. The historical average reported does not include ongoing crises episodes. Total GDP, in millions of 1990 US\$ (converted at Geary Khamis PPPs) divided by midyear population.

בשנת 2012, למרות הנתונים החיוביים האחרונים עדיין קיים סיכון למיתון חוזר בארה"ב. הגירעון הממשלתי מעיק על הצמיחה והסנטימנט הצרכני חלש, כאשר ההכנסות והנכסים עומדים במקום במונחים ריאליים. לפי ה-ECRI קיימת הסתברות גבוהה של מיתון בארה"ב בשנת 2012.

משבר החוב באירופה עלול להתפשט למדינות נוספות מלבד מדינות ה-PIIGS כאשר צעדי החירום למיניהם מאבדים את האפקטיביות שלהם והמשקיעים מפתחים חוסר סבלנות ללווים בעייתיים. בסין נתוני הנדל"ן והתעשייה מראים התכווצות, בועת הנדל"ן והתשתיות שבעצם גם היא תופעת מדיניות ממשלתית לקויה הגורמת ללחצים כבדים במערכת הפיננסית המקומית. ביפן הדפלציה ממשיכה להרים את ראשה ועם השינויים הדמוגרפיים מועד הקץ לביקוש המקומי לגלגול איגרות חוב של המדינה קרוב מתמיד.

כתוצאה, נושא הדגל של שנת 2011 הוא התמחור מחדש של הסיכון הפוליטי והחזרה לתודעת המשקיעים שאכן מדינות מסוגלות לפשוט את הרגל. כמו כן המחקר אולי המצוטט ביותר היה של רוגוף וריינהרט, הבוחן את ההיסטוריה של מדינות שנכשלו עם קביעת פרמטרים שימושיים למדידת מאפייני מדינות מסוכנות וההשלכות הכלכליות. לפי ניתוח משברים קודמים, בממוצע, לאחר משבר יורד התל"ג בכ- 9% והמיתון נמשך כשנתיים.

מנהיגי העולם מנסים למנוע בכל מחיר פשיטת רגל ומספקים אמצעי נזילות בהיקפים ענקיים (ראה מאזני הפד וה- ECB בסוף העבודה) ללא התייחסות מספקת ליכולת ההחזר העתידית של הלווים. האתגר של הרשויות הוא למתן את משברי האמון ולהרגיע את המשקיעים בתקווה שהמחזור הכלכלי הבא יחלף את המערכת.

יחד עם זאת, למרות הפחדים והחששות ממצב המאקרו – חשוב לציין שבכל מצב שוק יש הזדמנויות. המטרה של כל משקיע לטווח הארוך היא למצוא את אותן הזדמנויות בקור רוח, לא להיבהל מהערפל התקשורתי והסלוגנים המפוצצים ולזכור תמיד - הסנטימנט בשווקים משתנה במהירות.

“Individuals who cannot master their emotions are ill-suited to profit from the investment process.”
Benjamin Graham

בשנת 2011 הנושא המאקרו-פוליטי שלט והכתיב את התשואות לכל אפיקי ההשקעה. בשנת 2012 באופן טבעי הרגש אומר להמשיך באותו מסלול חשיבה. אנחנו ננסה להתעלם מהרעש וברוח של גראהם ריכזנו בעמודים הבאים מספר רעיונות השקעה לקראת 2012 למשקיעים בעלי קור רוח.

בין הנכסים הנ"ל אנחנו מוצאים לנכון לציין את שוק הדיור האמריקאי, החברות האיכותיות בארה"ב הנמצאות במחירי סוף עונה, השווקים המתעוררים – מניות וחוב וכן את הזהב.

התאוששות שוק הנדל"ן האמריקאי – עניין של זמן

עיקולי בתים בירידה



שוק הנדל"ן האמריקאי מספק למשקיעי טווח ארוך יחס סיכוי/סיכון מועדף. הענף נמצא הרחק מתשומת ליבם של מרבית המשקיעים כאשר פסימיות רבה עדיין שוררת בענף. לדוגמה מניות של חברות הבניה נסחרות במכפיל הון ממוצע של 1.0 בלבד כאשר רוב המחיקות כבר נעשו בשנים הקודמות.

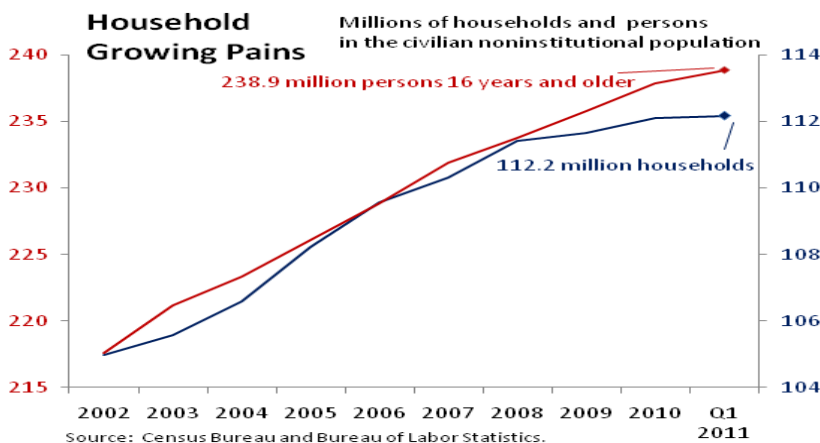
שיעור הנכסים הריקים



הקונצנזוס בשוק הינו ששוק הנדל"ן האמריקאי יתאושש, לבסוף, אך שזה ייקח מס' שנים כאשר הדוברים רואים מול עיניהם את הרמות הגבוהות של הבתים המעוקלים עם צפי לגל חדש ב-2012 ואת שיעור הנכסים הריקים כגורמים היוצרים עודף היצע.

יחד עם זאת, בניגוד לתפיסה הרווחת, הביקוש לבתים חדשים בארה"ב מונע בעיקר על ידי יצירת משקי בית חדשים, שמצידם, מונעים כתוצאה מגידול טבעי באוכלוסיה, מגמות דמוגרפיות ותנאים כלכליים כגון אבטלה ובטחון הצרכנים.

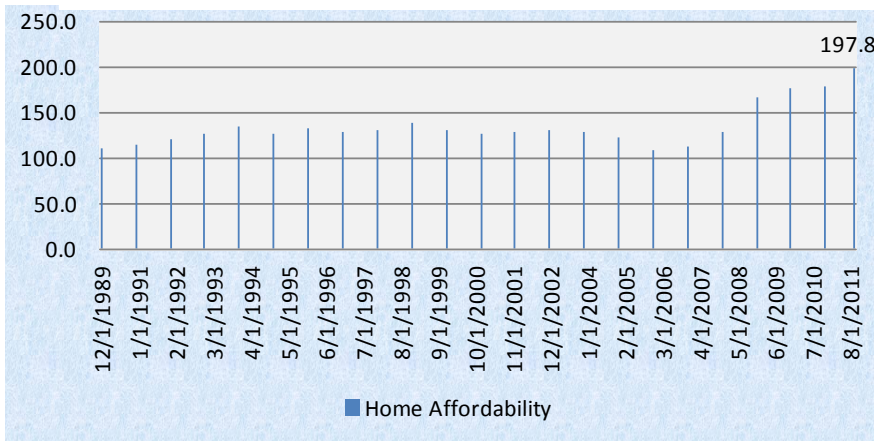
מספר משקי בית



בקצב הנוכחי של צמיחת משקי הבית בארה"ב, ~1.3 מיליון בתים בשנה צריכים להיבנות, בין אם זה בתים פרטיים או דירות. מאז המשבר בשנת 2008 הגידול במספר בתי האב נעצר ונוצר ואקום שצפוי לגרום לקפיצה בביקושים לבתים.

הערפל הכבד ביותר כיום על הצרכן האמריקאי הינו הדממת שוק הנדל"ן האמריקאי כך שישנה ממש לולאה סגורה קלאסית – ברגע שהלולאה תותר, תיווצר לולאה הפוכה שתוביל לזרימת ביקושים חזקים לשוק הדיור.

מדד יכולת רכישה בית



ב-5 השנים האחרונות התחלות הבתים נעו סביב 550 א' בתים בשנה כך שהפיגור בבניית הבתים מסתכם בכ-4 מ' בתים לתקופה.

לעומת זאת, ההערכות מעידות כי מ-2000-2006, עודף ההיצע בארה"ב נע סביב ה-3.5 מ' בתים כך שמרבית מעודף ההיצע של ימי הבועה נספג בשוק.

שפל בריבית למשכנתאות ל-30 שנה



טיעון נוסף של הדוברים זה שהצרכן האמריקאי כבר לא יכול להרשות לעצמו לקנות בית. לפי הנתונים יכולת הרכישה של האזרח האמריקאי נמצאת בשיוויון - ראה גרף. המדד מחושב לפי ההכנסה החציונית למשק בית חלקי עלות המימון הממוצעת לרכישת בית לפי חציון מחירי הבתים. כמשתמע מכך, הירידה במחירי הבתים בשילוב עם הריבית הנמוכה ל-30 שנה על משכנתאות (ותודה לברננקו) הנמצאת בשפל אין פלא כי יכולת הרכישה של הצרכנים גבוהה.

לסיכום, שוק הנדל"ן האמריקאי מראה סימני התמתנות, להערכותינו, זה עניין של זמן בלבד עד שהענפים הקשורים לענף באופן ישיר (קבלנים) או עקיף (חברות חומרי בנייה, צמ"ה) יחלו להראות סימני חזרה לחיים מאחת התקופות השנואות ביותר לענף בהיסטוריה של ארה"ב. אנו ממליצים כעת על תעודת הסל ה-ITB iShares Dow Jones US Home Construction המורכבת מ-62% חברות בנייה.

מניה	חברה	מחיר אחרון	שווי שוק במ' \$	מכפיל הון	קונצנזוס (5-1, =קנייה)
TOL	TOLL Brothers	\$19.85	3,300	1.27	3.60
DHI	DR Horton	\$12.20	3,860	1.47	3.91
LEN	Lennar Corp	\$18.98	3,420	1.33	3.87
NVR	NVR	\$666.13	3,310	2.48	3.84
MHK	Mohawk Ind	\$60.50	4,160	1.22	3.53
MAS	Masco Corp	\$9.87	3,530	2.71	2.76

אמריקה התאגידית – מבצע סוף עונה

השאלה העיקרית שעוברת בראשי משקיעים רבים בתקופה האחרונה זה האם אמריקה התאוששה מהמיתון של 2008?

לדעתנו, בתנאי שוק של היום, למשקיע הסבלני בעל טווח ההשקעה הארוך האפשרות לקנות עסקים המסוגלים להשיא תשואות גבוהות על ההון ובעלי אפשרויות צמיחה נרחבות להמשיך ולהשקיע את ההון בתשואות אטרקטיביות הינה יקרה מפז – בייחוד, אם העסקים הללו ניתנים לך בעבור חופן דולרים.

סימול	חברה	שווי שוק במ' \$	מכפיל רווח 2012	מכפיל הון	תשואת דיווידנד	EV/ EBITDA 2012	תשואה ממוצעת על ההון המושקע 5 שנים	EV/ EBITDA ממוצע 5 שנים	מכפיל רווח ממוצע 5 שנים
MMM	3M	57,841	13.09	3.41	2.67	7.64	20.74	9.19	15.61
MSFT	Microsoft	219,558	8.50	3.70	3.07	5.13	40.50	8.43	13.74
XOM	Exxon Mobil	408,285	10.25	2.62	2.21	4.85	18.89	6.66	12.56
IBM	IBM Corp	218,763	12.51	9.81	1.62	8.60	20.23	8.31	13.28
KO	Coca-Cola	159,009	16.91	4.79	2.69	12.26	19.20	14.83	18.98
JNJ	Johnson&Johnson	180,400	12.63	2.93	3.45	7.59	24.67	9.69	14.77
BA	Boeing	55,326	15.24	9.26	2.37	7.54	25.90	9.29	18.46
MRK	Merck	115,151	9.83	2.09	4.45	6.29	14.70	11.30	13.24
MCD	McDonald's	103,028	17.60	7.72	2.78	10.89	17.02	10.25	17.42
UTX	United Technologies	67,105	12.83	2.97	2.59	7.07	18.10	8.96	15.29
CSCO	Cisco	100,152	9.59	2.12	1.29	4.97	15.38	10.40	17.40
DD	Du Pont	42,805	10.89	3.78	3.54	7.74	10.04	11.62	14.25
INTC	Intel	125,671	10.14	2.74	3.40	4.87	15.19	7.73	16.73
HPQ	Hewlett-Packard	51,228	5.76	1.33	1.86	4.26	14.74	7.14	11.47
WMT	Wal-Mart	205,037	12.20	3.06	2.44	7.18	13.88	7.98	14.92
PG	P&G	184,201	14.66	2.88	3.14	10.09	10.78	10.89	17.01
PFE	Pfizer	167,653	9.44	1.86	4.04	5.76	13.69	6.68	9.45
VZ	Verizon	113,215	15.64	2.90	5.00	5.36	8.29	5.89	25.94
DIS	Disney	67,747	11.34	1.82	1.59	6.81	8.88	8.39	15.07
KFT	Kraft	66,730	14.95	2.06	3.07	9.75	8.49	11.04	18.22

לגבי השאלה, האם אמריקה התאוששה מהמשבר של 2008 ותימנע מליפול למיתון נוסף אין לנו תשובה ודאית (למרות שהנתונים האחרונים מראים חזקה יחסית של המשק האמריקאי), אך אנחנו בהחלט יכולים להתנחם בעובדה כי ב-200 השנים האחרונות מכפיל הרווח הממוצע של מדדי המניות נע סביב 15~ – וכיום, חברות חזקות רבות נסחרות במחיר זול. תעודת הסל ה- SPDR Dow Jones Industrials (DIA) נסחרת לפי מכפיל עתידי של 12 ותשואת דיווידנד של 2.63%.

אחת מהחברות הללו, לדעתנו, מהווה הזדמנות מועדפת במיוחד.

בחירה מועדפת - מיקרוסופט

MSFT	סימול
\$25.85	שער מניה
8,433	מס' מניות (מ')
218,806	שווי שוק מ' \$
53,490,200	מחזור 3 חודשים
9.45	מכפיל רווח
9.12	מכפיל רווח עתידי
3.10%	תשואת דיווידנד
29.46	גבוה 52 שבועות
23.32	נמוך 52 שבועות

מיקרוסופט – העשור האבוד

בעשור האחרון, מניית מיקרוסופט מדשדשת במקום כאשר תפיסת החברה משתנה מחברת "צמיחה" לחברת "ערך". בתקופה הזאת טיפס הרווח למניה מ-\$0.66 ל-\$2.10 למניה, קצב צמיחה שנתי של 11%, כאשר באותו הזמן מכפיל הרווח הצטמצם מ-40 ל-10.

כעת מניית Microsoft (**MSFT**) מתמחרת ברמה אטרקטיבית, מכפיל 9.5, עם 45 מיליארד \$ במזומן נטו (\$5.41 למניה!). לחברה נוכחות דומיננטית עם עמדת מונופול בשוקי הפעילות העיקריים (מערכות הפעלה, אופיס ושרתים) עם הכנסות חוזרות מלקוחות "שבויים".

עמדה זאת באה לידי ביטוי בשיעור רווח תפעולי גבוה של כ-37% ותזרים מזומנים חופשי שנתי של כ-24 מיליארד \$. לחברה מדיניות תגמול משקיעים נאה עם דיווידנד שנתי (3.10% כעת) ותוכנית רכישה עצמית של מניות.

מחיר המניה הנמוך משקף את הפסימיזם הרב לגבי עתיד החברה כתוצאה מפריחת השווקים החדשים של סמארטפונים וטאבלטים. להערכתנו הפגיעה או הקניבליזציה לשוק העיקרי של החברה, שוק המחשבים תהיה מוגבלת, נקטה החברה מספר צעדים לשריין את עמדתה.

הסנטימנט השלילי לגבי החברה עלול להשתנות מהודעות החיוביות בתקופה האחרונה סביב הענף, חלונות 8, האקס-בוקס החדש וייתכן אף דיווידנד גדול חד פעמי בעקבות שינוי בתקנות המס.

החברה מהווה הזדמנות השקעה בחברה בעלות יכולת ייצור מזומנים עקבית ויכולת תמחור תודות לדומיננטיות מוצריה, החברה מהווה מקרה "ערך" קלאסי כאשר אנחנו מקבלים חברה המסוגלת לספק תשואות גבוהות במיוחד על ההון בתמחור זול.



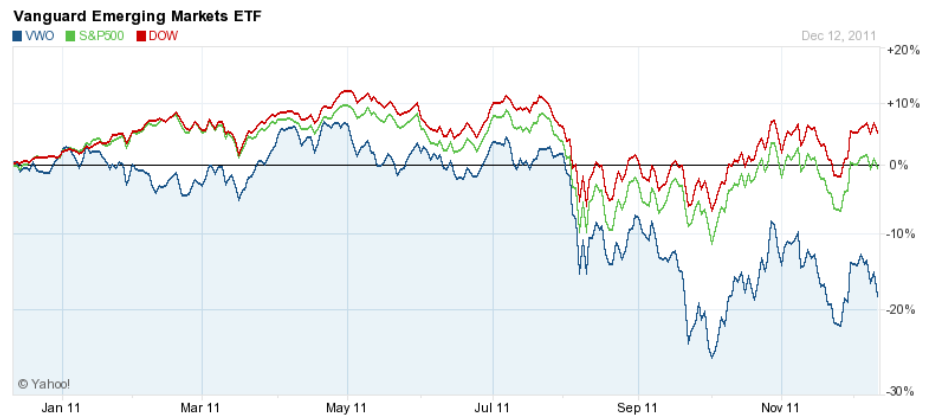
מיקרוסופט – הרווח עולה, אבל המכפיל יורד



שווקים מתעוררים – קריאת השכמה

כאשר בוחנים את השפעת אירועי השנה על השווקים השונים מגלים שלמרות שעין הסערה ממוקדת באירופה - מדדי המניות של המדינות המתפתחות נענשו במיוחד והניבו תשואת חסר משמעותית השנה.

תשואת חסר משמעותית לתעודת הסל ה-VWO



ניתן להבחין כי מדדי מניות המדינות המתפתחות שימשו כשק אגרוף לעדר שועט של משקיעים הבורחים מסיכון (Risk-off) ומקור לנזילות בימים בהם המשקיעים מחפשים אפשרויות להנזיל את תיקי השקעות בזריזות.

בבדיקת התקופה שהחלה ב-1/1/08 היו 183 ימים בהם הייתה תנודה אבסולוטית של 2% במדד ה-S&P 500 לעומת 292 ימים במדד מדינות המתפתחות ~ פי 1.5.

מדד מדינות מתפתחות	מדד S&P 500	
139	83	ימי מסחר עם עלייה של מעל 2%
153	100	ימי מסחר עם ירידה של מתחת 2%
292	183	סה"כ ימי מסחר
29.2%	18.3%	ב- % ימי מסחר

כמו כן התשואה היומית בימי תנודות אלו הייתה קיצונית, כאשר מדד המדינות המתפתחות רשם עליות וירידות חדות יותר.

ירידה של 2% Risk Off!	עלייה של 2% Risk On!	
-3.42%	+3.48%	שינוי ממוצע במדד S&P 500
-4.15%	+4.31%	שינוי ממוצע במדד מדינות מתפתחות
-1.72%	+1.31%	פער ממוצע

בד בבד ניתן לראות את השפעת מגמה זו בקיטון במספר היחידות בתעודות הסל של מדינות המתפתחות, בייחוד בסין.

אנו תוהים לגבי היקף תשואת החסר של מניות במדינות המתפתחות וסבורים שיייתכן מצב של הענשת יתר למדינות המתפתחות בכלל ולאסיה בפרט.

ראשית, חשוב לציין שהסיבה העיקרית לתנודתיות הרבה היא מחוץ לגבולות מדינות המתפתחות- האירועים באירופה השפיעו על כל העולם והביאו לחיסול כללי של פוזיציות בעלי סיכון גבוה וביניהן השקעות במדינות המתפתחות.

המדינות המפותחות מהוות יעד ייצוא משמעותי בתוצר המדינות הללו אך יחד עם זאת - מדינות כמו ברזיל או הודו, חוות גידול בצריכה המקומית ובמעמד הביניים וצפויות לחוות שנים רבות של ביקושים חזקים לתעשייה המקומית.

בנטרול גורמים כלל עולמיים ניתן לזהות גורם אחד כשלילי וקריטי שכן היה נכון לרשום- האינפלציה הגוברת ועליות הריבית במדינות המתפתחות.

רמת הגידול באינפלציה הביאה להעלאת הריבית כאשר העלייה במחירי הסחורות והאנרגיה וכמובן הנדל"ן הפכו לגורם סיכון כלכלי וגם פוליטי עבור מדינות מתפתחות רבות. יחד עם זאת, להערכותינו, תקופת העלאת הריבית בחלק ממדינות המתפתחות לקראת סיומה וניתן לציין את הצעדים האחרונים במדיניות המוניטארית על ידי מדינות כמו סין, ברזיל, תאילנד ואינדונזיה וניתן לראות שלחצי האינפלציה התמתנו בצורה ניכרת. בנובמבר האינפלציה בסין ירדה לקצב שנתי של 4.2% בלבד.

האינפלציה בסין במגמת ירידה



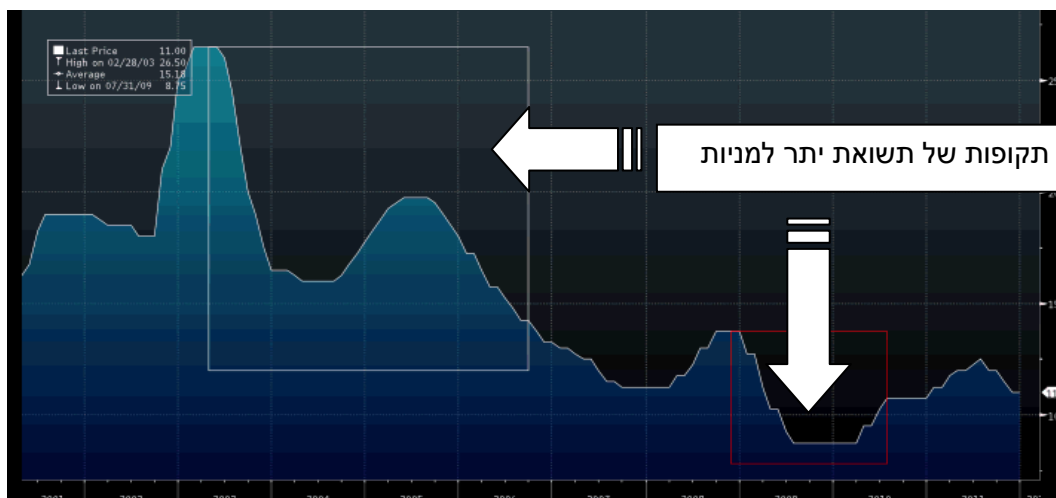
היסטורית, תקופות של הרחבה מוניטארית והפחתת ריבית מטיבה עם שווקי המניות בכלל ובמדינות מתפתחות בפרט. ניתן לראות שבתקופת 2002-05 ובתקופת 2008-10 הריבית הייתה במגמת ירידה והמניות של מדינות המתפתחות הניבו תשואות יתר משמעותית.

בתקופות של הורדת ריבית מדינות המתפתחות מניבות תשואת יתר



ראוי לציין את הריבית במדינת ברזיל העומדת כעת על 11% לאחר הורדה של 0.50% בנובמבר. לפי ההערכות תהיה הורדה נוספת של 0.50% בתחילת ינואר 2012.

ברזיל - ריבית הבנק המרכזי



בהשוואה היסטורית מדינות המתפתחות מתומחרות בחסר גם כן. מכפיל הרווח של מניות החברות במדינות המתפתחות עומד כעת על 9.1 לעומת ממוצע היסטורי של 11.4, ומכפיל ההון עומד על 1.6 לעומת ממוצע היסטורי של 2.0.

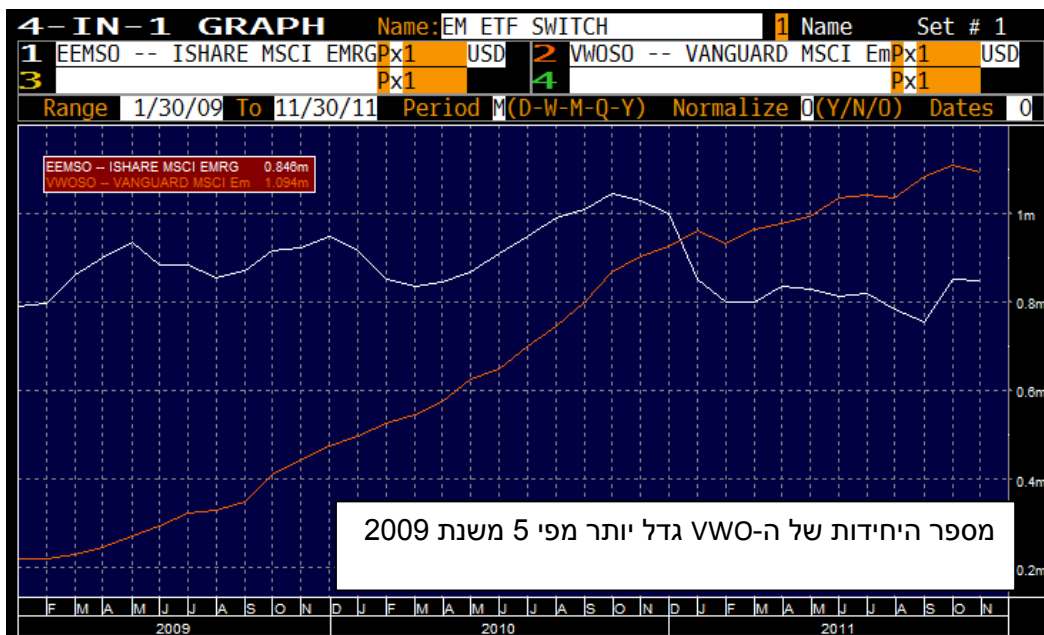
יתר על כך, חשוב לציין את רמת המינוף הנמוכה אצל החברות במדינות המתפתחות. לדוגמה, יחס החוב להון עצמי עבור כלל החברות באסיה ללא יפן עומד על 1.37 בלבד והחוב כ- % מסך הנכסים עומד על 12% בלבד.

חוב/הון עצמי	חוב/סה"כ נכסים	
1.37	12%	אסיה ללא יפן
2.48	32%	ארה"ב
2.08	30%	אירופה
2.10	28%	עולם

אנו סבורים שבשנת 2012 המשקיעים יחזרו למדינות המתפתחות ויבחנו את האזור מחדש על סמך הפרמטרים החיוביים של הצמיחה בשילוב עם התמחור האטרקטיבי. בנוסף, צעדי הנזילות האחרונים לכלכלה העולמית צפויות להיטיב במיוחד עם המדינות המתפתחות המניבות תשואות יתר בתקופות של הורדת ריבית ויובילו נהירת משקיעים לאזורים בעלי צמיחה גבוהה.

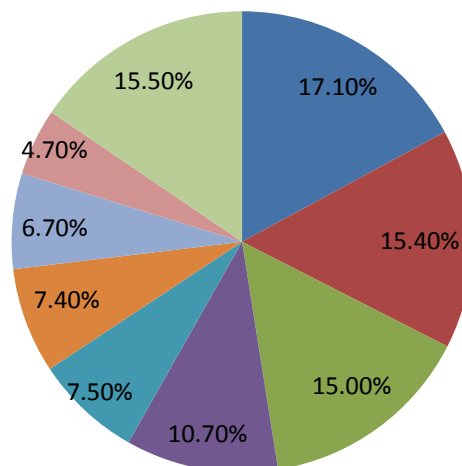
אחת הדרכים להגביר חשיפה לשווקים המתעוררים הינה תעודת הסל ה-VWO המעניקה פיזור רחב ומהווה הדרך הפשוטה והזולה להיחשף למדינות המתפתחות. ניתן לראות שבשנתיים האחרונות תעודה זו עקפה את המוצר הפופולרי של iShares ה-EEM וצברה כ-43 מיליארד \$ בנכסים תודות לדמי הניהול הנמוכים של 0.22% בלבד לעומת 0.68%. לשתי התעודות קורלציה כמעט מלאה ואנו ממליצים על החלפה למחזיקי EEM.

מעבר בתעודת הסל של מדינות המתפתחות - ה-switch מ-ishares ל-Vanguard



VWO – תעודת זהות

אחזקות לפי מדינות



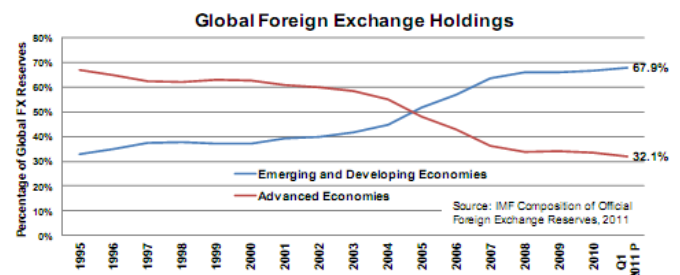
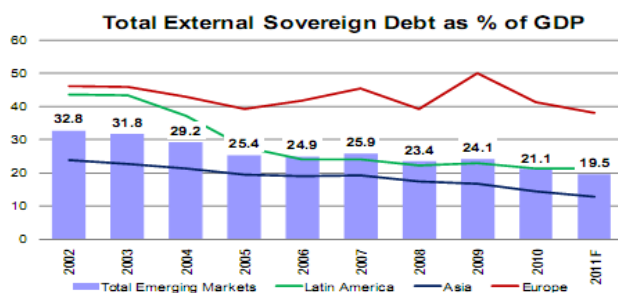
■ מדינות אחרות ■ מקסיקו ■ רוסיה ■ הודו ■ ד.אפריקה ■ טאיוואן ■ ד.קוריאה ■ ברזיל ■ סין

למרות שאנו חוששים מבעת הנדל"ן בסין אנו רואים את הפיזור הרחב של התעודה כחיובי ומאמינים כי ביכולתנו לפצות במידה שיהיה תיקון בסין.

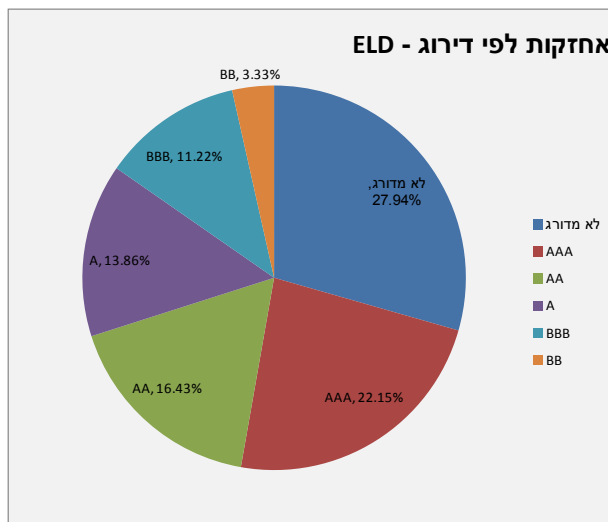
חוב שווקים מתעוררים

בעשורים האחרונים המדינות המערביות התאפיינו במדיניות פיסקאלית מתירנית וגרענות אשר באים לידי ביטוי ברמות חוב תוצר גבוהות במיוחד כיום. לעומתן, המדינות המתפתחות מציגות שיפור מתמשך ביסודות הכלכליים הבסיסיים מה שהופך אותן לסביבת השקעה אטרקטיבית במיוחד למשקיעים.

תעודת ה-ELD מבית WisdomTree מאפשרת למשקיעים לבסס חשיפה רחבה, באגרות חוב ממשלתיות או אגרות חוב של ישויות ממשלתיות. התעודה מעניקה חשיפה תוך צמצום סיכון שוק ספציפי ב-15 מדינות מתעוררות תוך חשיפה מלאה למטבעות המדינות הללו – מטבעות אשר נהנים מפונציאל עליית ערך לטווח הארוך כתוצאה מהגברת תנועות ההון הזר הנכנס למדינות הללו וכן התחזקות המטבע על מנת לשקף את העלייה ב-PPP (Purchasing Power Parity).



לפחות 70% מאחזקות התעודה הינן אג"ח בדירוג השקעה בעלות מח"מ ממוצע הנמוך מ-10 שנים ונכון להיום התעודה שומרת על פיזור רחב עם יותר מ-85 אחזקות שונות. התעודה גובה דמי ניהול בסך 0.55% לשנה ומעניקה תשואה נאה של 5.42% לשנה הקרובה.



אג"ח	אחוז מהתעודה
ברזיל	10.61%
מלזיה	10.32%
מקסיקו	10.27%
אינדונזיה	10.15%
תאילנד	7.02%
דרום קוריאה	6.98%
רוסיה	6.93%
טורקיה	6.83%
דרום אפריקה	6.75%
פולין	6.48%

הזהב ימשיך לספק את הסחורה גם ב-2012

רמת הפסימיות בשבועות האחרונים סביב הזהב מפתיעה בעוצמתה, ה"מומחים" צועקים שהזהב שובר את כל קווי ההתנגדות הקיימים ושהשוק השורי למחיר הזהב קרוב להסתיים.

באופן היסטורי מקור ההשקעה בזהב נבע מ-2 סיבות עיקריות –

1. הזהב נתפס כמקום מבטחים בתקופות של פאניקה.
2. הזהב נחשב כמטבע "קשה" ומספק הגנה מפני הדפסת כספים לא מבוקרת ושחיקת כוח הקנייה.

מסתבר, שמשקיעים רבים כבר שכחו את הפאניקה של אירועי אוגוסט האחרון אשר הובילו עדר משקיעים לברוח מנכסים מסוכנים. להערכתנו הירידות בשבועות האחרונים נובעות ממימושי סוף שנה אצל הקרנות.

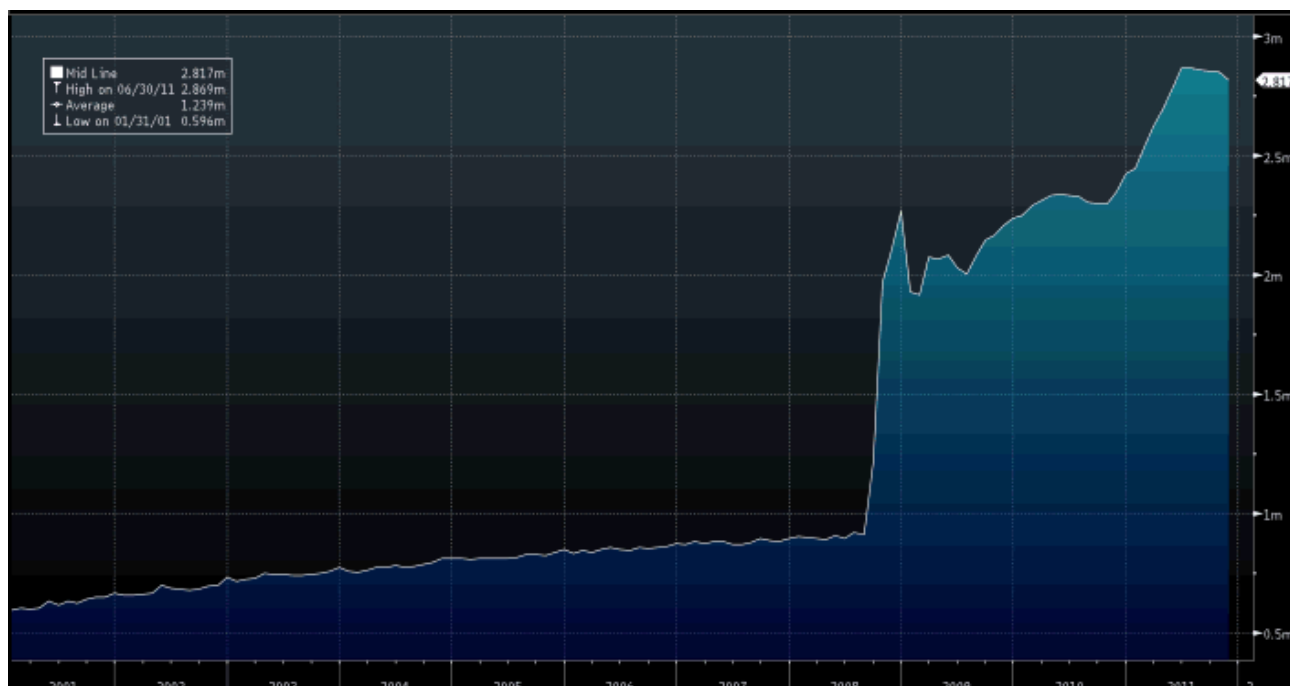
אנו סבורים שמוקדם להצהיר כי הזהב אינו משמש יותר כ'מקום מבטחים' בגלל נסיגה טכנית במחיר הסחורה.

בשנת 2012 יש הסתברות גבוהה ל-QE3 בארה"ב ופעולות מוניטאריות מסיביות על ידי ה-ECB כאשר התפשטות משבר החוב באירופה למדינות נוספות מלבד מדינות ה-PIIGS מעולם לא היה ממשי יותר. מאזני הפד וה-ECB גדושים איגרות חוב מפוקפקות והתוצאה הבלתי נמנעת היא ירידת ערך של מטבעות "FIAT" ועליית ערכם של מטבעות קשים כמו הזהב.

מאזן ה-ECB 2.7 טריליון אירו!



מאזן ה-FED 2.8 טריליון דולר!



לא ברור עדיין מה טומנת בתוכה 2012, ייתכן והשנה תהיה טובה מהצפוי מבחינת המאקרו אך לאור הדפסות הכספים המאסיביות וכן בהתחשב באפשרות שאנחנו טועים - פוזיציה מסוימת בזהב ממשיכה להיות החלטה נבונה בימים אלה.

נתוני מאקרו עולמיים

שוי שוק	משקל	יחס	ת"ג 2010	גרעון	תשואת	רביית	צמיחה	מדינה
המדינה כאחוז	בשוי שוק	חוב	ת"ג 2010	גרעון	אג"ח ל-10	הבנק	צפויה	
מהתוצר	העולמי	לת"ג	במ' \$	פיסקאלי	שנים	המרכזי	בתוצר 2012	
35.7%	3%	83%	3,486,386	-1%	1.91	1.00	0.65	גרמניה
21.8%	1%	119%	2,123,034	-4%	6.89	1.00	-0.30	איטליה
187.6%	2%	33%	372,585	0%	1.27	1.88	4.05	טאיוואן
37.0%	1%	37%	1,123,059	-3%	6.45	4.50	3.20	מקסיקו
90.1%	2%	23%	1,095,454	0%	3.83	3.25	3.80	ד.קוריאה
78.3%	1%	43%	343,636	-3%	3.20	3.25	4.70	תאילנד
59.2%	7%	200%	5,813,238	-9%	0.98	0.10	1.66	יפן
98.1%	33%	63%	15,404,534	-9%	2.02	0.25	2.10	ארה"ב
112.2%	4%	84%	1,677,532	-2%	1.99	1.00	2.00	קנדה
852.6%	5%	18%	249,257	5%	1.43	0.50	4.00	הונג-קונג
121.7%	3%	29%	981,143	-4%	3.73	4.25	3.70	אוסטרליה
45.9%	7%	16%	6,815,716	-2%	3.47	3.60	8.50	סין
58.1%	0%	75%	235,570	-3%	4.54	2.75	3.15	ישראל
51.4%	2%	51%	2,017,617	-7%	8.47	7.50	8.40	הודו
37.4%	1%	60%	1,459,806	-7%	5.24	1.00	0.25	ספרד
46.7%	2%	9%	1,676,934	0%	8.39	8.00	3.60	רוסיה
52.6%	3%	82%	2,660,784	-6%	2.94	1.00	0.10	צרפת
52.9%	3%	55%	2,284,389	-3%	11.02	11.00	3.40	ברזיל
128.1%	7%	76%	2,363,403	-8%	2.03	0.50	0.70	בריטניה
0.0%	0%	0%	12,674,577	-4%		1.00	-0.20	האיחוד האירופי
48.5%	1%	26%	787,846	-1%	6.11	6.00	6.20	אינדונזיה
111.6%	1%	33%	395,340	-5%	7.94	5.50	3.40	ד.אפריקה

מיאון אחריות

קמליה קפיטל מרקט בע"מ ו/או החברות הקשורות אליה (להלן יחד: "הקבוצה") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עשויות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כיעוץ או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המזכרים בה.

ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים ו/או המטבעות המזכרים בסקירה זו עלולים לא להתאים לכל משקיע. סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים הייחודיים של כל משקיע. על מקבל הסקירה לראותה כשיקול אחד בלבד מתוך מכלול השיקולים שיש לשקלם טרם קבלת החלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו כמקור בלעדי לקבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע ציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני עורכי הסקירה כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בסקירה זו לא אומת, ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע, ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה.

ביצועי העבר של החברות הנסקרות בסקירה זו ו/או של ניירות הערך ו/או המטבעות המזכרים כאן אינם יכולים להעיד על תוצאות העתיד, ואין בסקירה זו משום הבטחה ו/או מצג, מפורש או משתמע, בדבר ביצועי העתיד של החברה ו/או נייר הערך ו/או המטבע, לפי העניין.

כל חוות הדעת ו/או ההמלצות ו/או התחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן וללא הודעה מראש. אנו מסירים כל אחריות מהקבוצה, מעובדי החברות בקבוצה, או מחברי דירקטוריון חברות הקבוצה לגבי תביעה כלשהי שתעלה בהסתמך על הכתוב בסקירה או בהסתמך על מידע כלשהו המופיע בסקירה.

אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, מאת קמליה קפיטל מרקט בע"מ, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו על ידי קמליה במישרין.