

Moshe Klempner

Camalia Research
+972 3 777 45 60

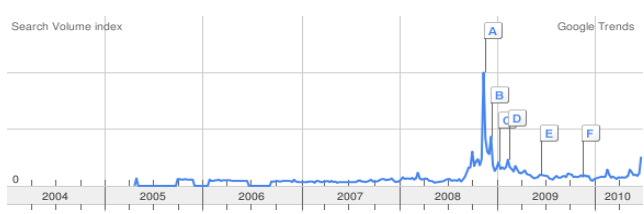
Camalia Trading
+972 3 777 45 00

Camalia Capital Market
Azrieli 1, Round Building
Menahem Begin 132
Tel Aviv 67021

www.camalia.com

דיפלציה ושוק האג"ח

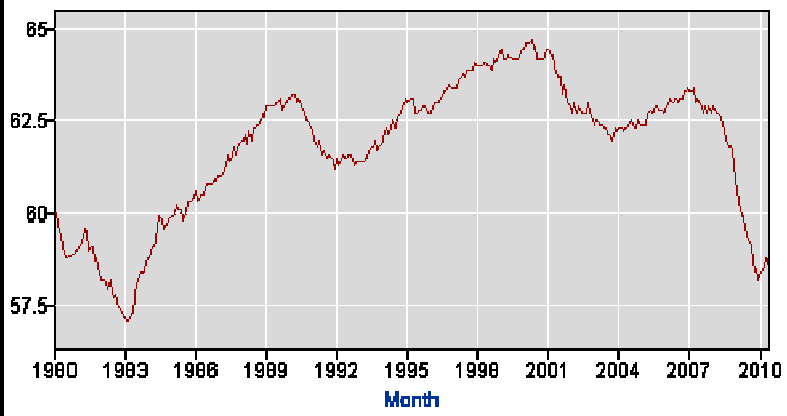
בתקופה האחרונה ירדה התשואה על אג"ח ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים בכאחז, ובשבוע האחרון היא ירדה מתחת לרף של 3%. לאחר שנה של התאוששות שבים המשקיעים לדון בשאלה האם אנו נמצאים בתקופה של דיפלציה, אשר יש בה בכדי להצדיק תשואות כה נמוכות.



אם לשפוט לפי מנוע החיפוש גוגל, הרי שלאחרונה ניכרת התעניינות מחודשת במונח, כפי שניתן לראות בגרף משמאל.

הדיון בשאלת הדיפלציה קשור לפער בין התוצר האופטימאלי של המשק לעומת התוצר בפועל, או בשפה של כלכלנים, ה- Output Gap. כלומר, האם אנו עומדים לפני מצב בו הצמיחה הכלכלית תהיה כה איטית, עד שהיא לא תוכל לספוג את עודפי הייצור הגלובליים.

הנתונים אודות החוב הפרטי והתעסוקה לא תומכים בגידול בביקוש: הצרכן האמריקאי נותר ממונף, ומצב התעסוקה במשק האמריקאי נמצא בשפל, עם רמת אבטלה העומדת על 9.5%. גם ברי המזל שכן מועסקים מוצאים עצמם עובדים במשרות חלקיות תמורת משכורות מופחתות¹.



גם נתון רחב יותר, הבוחן את התעסוקה האזרחית לכלל האוכלוסייה (ולא רק לדורשי עבודה) עומד כעת על רמה של 58.5%, קרוב לשפל של 30 שנה.

בגרף משמאל: שיעור התעסוקה האזרחית לכלל האוכלוסייה (מקור: BLS)

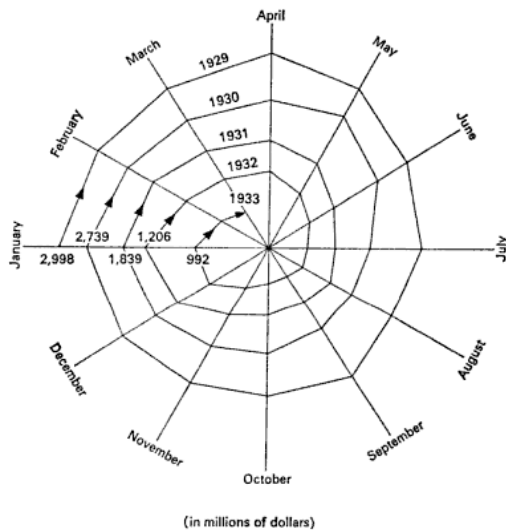
בחודשים האחרונים העידו מספר אינדיקטורים כלכליים על האטה בקצב ההתאוששות הכלכלית העולמית, ואף על רגרסיה.



אחד מהנתונים הבולטים הוא מדד מחירי ההובלה הימית Baltic Dry Index, המופיע בגרף משמאל. מדד זה התרסק לרמה של 2,216 נק', קרוב לרמת השפל שלו, אשר נרשמה בשיא המשבר. הצניחה במדד מעידה על האטה משמעותית בפעילות הכלכלית העולמית.

¹ See "Average Hours Worked" and "Personal Income"; see Economist May 7th 2009 "The Greater of Two Evils, Inflation is bad but deflation is worse"

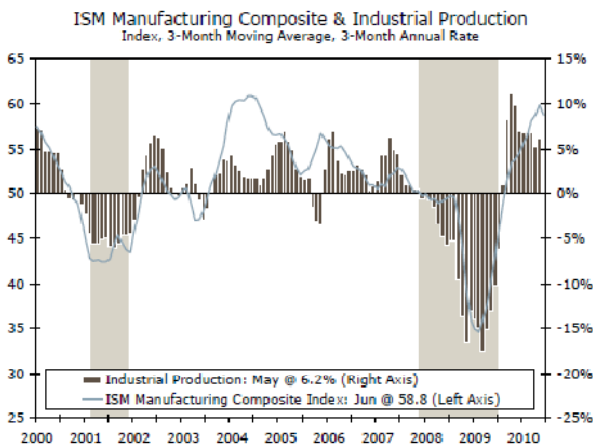
Figure 10. The contracting spiral of world trade, January 1929–March 1933: Total imports of 75 countries (monthly values in terms of old U.S. gold dollars [millions]).



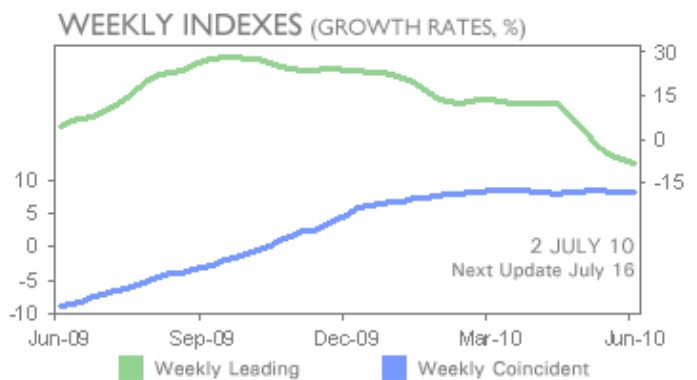
נזכיר כי בשנותיו הראשונות של המיתון הגדול, בשנות ה-30 של המאה הקודמת, ירד המסחר העולמי בכ- 70%, כפי שניתן לראות בתרשים המפורסם של הכלכלן קינדלברגר המופיע מצד שמאל. תרשים זה מתאחר את הצימצום במסחר העולמי בשנים 1929-1933.

אם נפנה את מבטנו לכלכלת ארה"ב, הרי שגם שם ניתן לזהות שינוי במגמת נתוני המאקרו בחודשים האחרונים. מדד ה-ISM, הנמנה על המדדים החשובים ביותר לבחינת רמת פעילות המשק, ירד בחודש יוני לרמה של 56.2 נקודות, לעומת 59.1 נק' במאי ו- 60.4 באפריל. גם מדד ה-ECRI Leading Indicator, הנחשב על ידי רבים כמדד אמין המצביע על שינוי במחזור הכלכלי במשק האמריקאי, שינה כיוון למגמה שלילית, והגיע לשפל של 13 חודשים.

US ISM Index (Source: WFS)

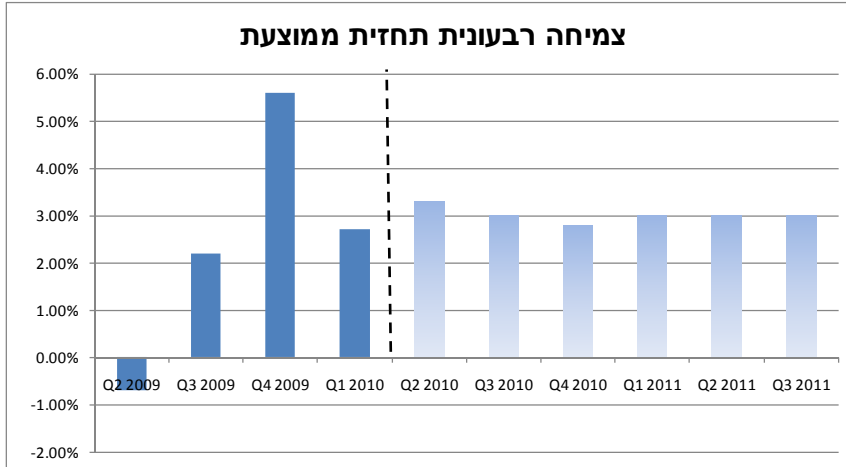


ECRI Weekly Leading Index (Source: ECRI)



נתונים אלו הביאו ליצירת מחנה גדול של כלכלנים ופרשנים המתייחסים להתאוששות שנרשמה בשנה האחרונה כתופעה זמנית ואפילו מלאכותית. לטענתם היציאה מהמשבר התבססה על תמיכה מאסיבית של הממשלה במשק באמצעות תוכניות שונות בצד הפיסקאלי, לצד הזרמת מזילות אגרסיבית על ידי הפד באמצעות ריבית אפסית, רכישת אגרות חוב ללא אבחנה, והצלת בנקים רבים. בנוסף קיבל המשק דחיפה זמנית נוספת כתוצאה מחידוש מלאי על ידי החברות.

כלכלנים אלו מעריכים כי המשק האמריקאי עלול להיקלע להאטה שנייה ("Double Dip") לקראת 2011, זאת עקב סיום מחזור חידוש המלאי, מצב שוק התעסוקה, גל שני של ירידות בשוק הדיור², העלאה הכרחית של נטל המס (עקב הכורח לפעול לצמצום הגירעון), וצמצום בהיקפי האשראי שמעמידה המערכת הבנקאית.



למרות הפסימיות בנוגע ל-2011, הרי שהתחזיות למחצית השנייה של השנה הנוכחית עדיין גבוהות, אך לאחרונה גם הן לובשות גוון אפור. לדוגמא: בעדכון האחרון של גולדמן זקס מעריכים כלכלני הבנק כי המשק יצמח בקצב של 1.5% בלבד.

קיימת סבירות לא קטנה לעדכון תחזיות הצמיחה כלפי מטה וליצירת לחץ דיפלציוני על המשק. בניטרול תמריצי הממשלה למיניהם, מגלים שהמשק 'סולו' סובל מדיפלציה, כפי שהיה בשנת 2009. התל"ג בשנת 2011 יכול להיפגע בכ- 2% בעקבות סיום התוכנית לעידוד פעילות המשק הנמצאת כבר בשלביה האחרונים³, קיצוצים בתקציבי המדינות ואי חידושן של הטבות מס.

כמה מילים על דיפלציה

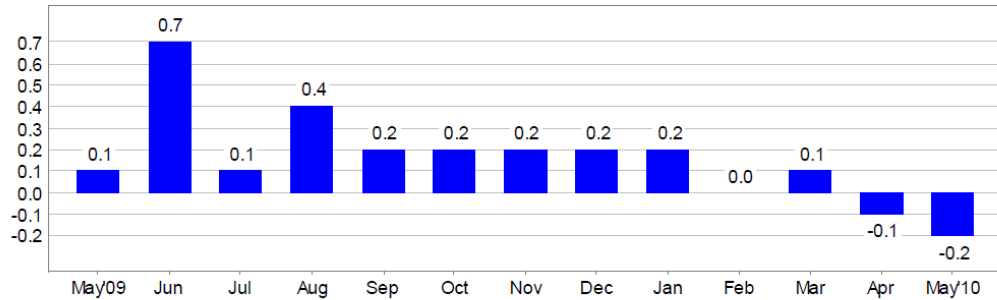
ההגדרה הכלכלית למונח דיפלציה היא תקופה של ירידת מחירים כללית במשק, כאשר הדגש הוא על המילה "כללית", להבדיל מירידת מחירים בענף או במוצר מסוים. הסיבה העיקרית לדיפלציה היא ירידה חדה בביקוש הכללי, המביאה ללחץ על היצרנים להוריד מחירים בצורה מתמדת כדי למשוך קונים. הדיפלציה המפורסמת בהיסטוריה הייתה במיתון הגדול בשנים 1930-33, כאשר המחירים ירדו בקצב שנתי של 10%. הבעייה העיקרית בדיפלציה היא היותה תופעה המזינה את עצמה – מעגל של דיפלציה מתחיל עם ירידה בצריכה עקב משבר פיננסי, ציפייה לירידת מחירים או חששות לגבי העתיד. הירידה בביקוש גורמת לעודף בכוח הייצור אשר מביא בתורו לירידת מחירים, המחירים הנמוכים גורמים לירידה בהכנסות והמעגל נסגר לאחר שההכנסות הנמוכות פוגעות בביקוש, וחוזר חלילה. הירידה בפעילות המשק פוגעת ברווחי החברות וכתוצאה מכך שוק המניות נחלש. במקביל עוברים המשקיעים לחוב ממשלתי, פעולה המחריפה את מצוקת המזילות של החברות והצרכנים. כתוצאה מכך התשואות על אג"ח ממשלתי יורדות בתקופות של דיפלציה, כאשר משקיעים מחפשים נכסים השומרים על ערכם.

² ראו גם עבודה שלנו מיום 5 ביולי, תחת הכותרת "נדל"ן למגורים בארה"ב: האם אנו בשקט שלפני הסערה?"
³ עלות התוכנית הגיעה ל- 862 מיליארד ד' במקום 787 מיליארד ד', אקונומיסט 1/7/2010

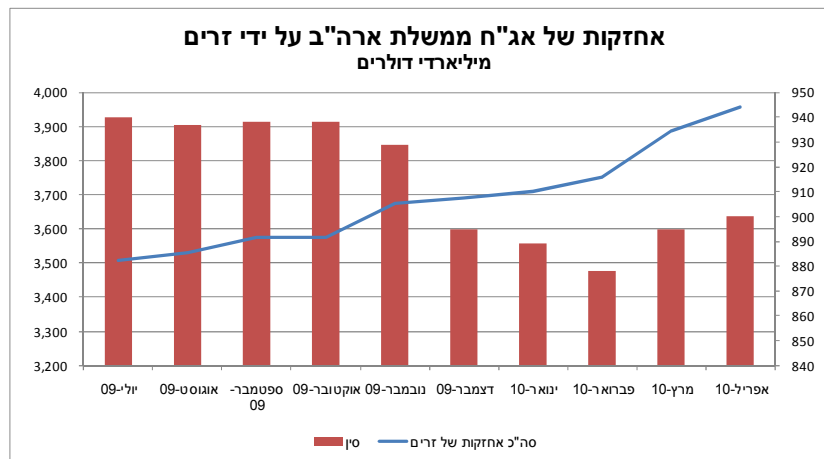
בטווח הקצר התשואות ישמרו על רמות נמוכות

- ◆ **הדיפלציה כבר כאן – במהלך 2010 ירד קצב האינפלציה, ובחודשים האחרונים רואים דיפלציה.**

Chart 1. One-month percent change in CPI for All Urban Consumers (CPI-U), seasonally adjusted, May 2009 - May 2010
Percent change



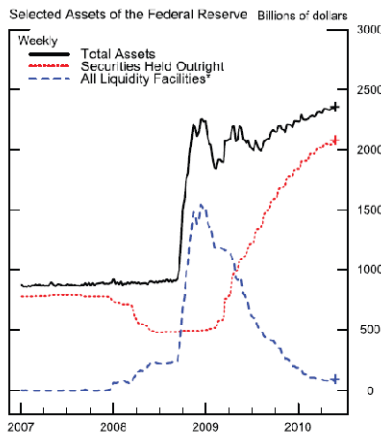
- ◆ **חולשה בצריכה הפרטית –** לאחר סיום תוכניות התמריצים של השנה שעברה קשה לראות גידול בביקוש לבתים, רכבים או מוצרי ערך אחרים מצד הצרכן האמריקאי (למעט אייפונים...).
- ◆ **ריסון פייסקאלי –** בעקבות פסגת ה-G20 הסכימה ממשלת ארה"ב לקצץ בתקציבה, אך קיצוץ זה עלול לפגוע בצמיחה עתידית. חשוב לציין שהקיצוץ אמור להתבצע בכל רמות הממשל, כלומר פדראלית, מדינות וערים.
- ◆ **ירידה בהיצע איגרות החוב –** בהנחה שהממשל אכן יקצץ בתקציב, הדבר יביא לירידה בהיקף גיוס החוב בעתיד. נזכיר כי למרות החשש מבעיה בשוק האג"ח, בהנפקות האחרונות נרשמו ביקושי יתר. באופן כללי ניתן לומר שהיקף החוב המיצרפי של הלוויים הטובים יירד, התפתחות שתגרום לירידת התשואות באג"ח של אותם לוויים, אך בד בבד תיצור מחנק אשראי עבור שאר הלוויים.
- ◆ **הזרים חוזרים לרכוש אג"ח של ממשלת ארה"ב –** בעקבות המשבר באירופה, חל שינוי בהעדפות המטבע של משקיעים ובנקים מרכזיים, ואלו חזרו לדולרים ולאגרות חוב של ממשלת ארה"ב.



- ◆ **הרפורמה הפיננסית –** המגבלות החדשות שהוטלו על המערכת הפיננסית יגרמו לירידה בפעילות הבנקאית ולקיטון באשראי לציבור.

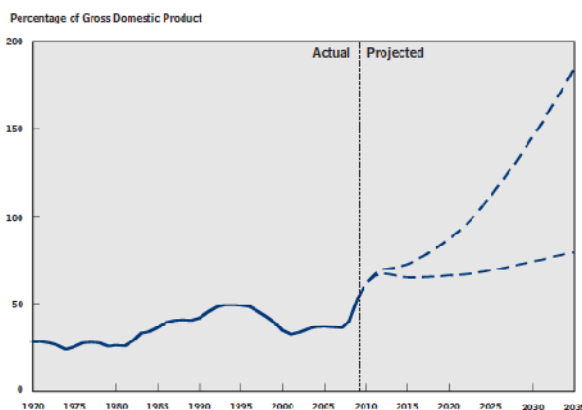
♦ **ירידה בכמות הכסף** – למרות שנתוני הפד מצביעים על גידול של 1.7% בכמות הכסף (M2) במהלך 12 החודשים האחרונים, מעריכים כי הנתון הרחב יותר (M3), שפרסומו הופסק ע"י הפד ב- 2006, ירד בקצב של 9.6%, ככל הנראה עקב צמצום באשראי מצד הבנקים.⁴

למה התשואות עלולות לעלות בטווח הארוך?



התשובה נמצאת בנאום של בן ברננקי משנת 2002.⁵ לטענתו, כאשר יש מטבע ללא גיבוי (fiat), ממשלה יכולה להגדיל את הצריכה (ולהעלות את האינפלציה הנומינלית), אפילו אם הריבית עומדת על אפס, וזאת באמצעות הדפסת כסף. לאחר נאום זה כונה הנגיד "helicopter ben", ומבקריו ציירו אותו זורק שטרות כסף ממסוק כדי להניע את הכלכלה. בינואר 2010 ברננקי מונה לקדנציה שנייה בת 4 שנים כנגיד הפד, ומאז הוא עובד לפי הספר: הריבית נמצאת על האפס, ולפי החוים והתחזיות היא תישאר ללא שינוי לפחות עד 2011. במקביל הממשלה מדפיסה כסף באמצעות תוכניות ההאצה השונות, אשר מזרימות מזילות למערכת הפיננסית, כך שמאזן הפד תפח ל- 2.5 טריליון דולר (ראו הגרף משמאל).

בפברואר 2009 אישרה ממשלת ארה"ב תוכנית שלישית לעידוד הכלכלה,⁶ תוכנית אשר עוצבה בהשראת משנתו של הכלכלן המפורסם קינס, אשר טען שהאחריות לסגירת פער הייצור ("output gap") מוטלת על הממשלה. לפי הערכות של ה- Congressional Budget Office (CBO), מעל 2 מיליון משרות נוצרו הודות לתוכנית זו, והשפעתה תמשיך לחלחל במהלך 2010. עם זאת, לאור המצב הכלכלי השברירי, כפי שהוא בא לידי ביטוי בנתונים הכלכליים האחרונים, ולקראת הבחירות לקונגרס בנובמבר, ייתכן שתגובש תוכנית חדשה. יתר על כן, יש הסבורים כי התוכנית הקיימת (בהיקף תקציבי של כ- 862 מיליארד \$) קטנה מידי, וצריך להגדיל אותה בצורה משמעותית.⁷



Federal Debt Held by the Public Under Two Budget Scenarios

אנו סבורים כי ממשלת ארה"ב תעודד את הצמיחה בכל מחיר, ותפעיל את כל התחמושת הפיסקאלית והמוניטארית שיש ברשותה בכדי להימנע מקריסה חדשה של המשק.

מכאן ניתן להסיק כי בועת החוב חייה וקיימת, ושיעור החוב לתל"ג צפוי לפי כל הדעות רק לעלות בשנים הבאות – ראו משמאל את הגרף של ה- CBO מיוני 2010, המתאר את התפתחות החוב הפדרלי המוחזק בידי הציבור תחת שני תרחישים של תקציב. ניתן לראות כי בכל תרחיש היקף החוב הפדרלי יעלה בטווח הקצר. הימנעות מגידול נוסף בחוב מותנית בקיצוץ עמוק בתקציב, אשר כפי שהסברנו לא עולה בקנה אחד עם ההשקפות של קובעי המדיניות הנוכחיים.

⁴ <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/7769126/US-money-supply-plunges-at-1930s-pace-as-Obama-eyes-fresh-stimulus.html>

⁵ Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here, Federal Reserve Board, Ben Bernanke Nov 21, 2002

⁶ Economic Stimulus Act of 2008, Emergency Economic Stabilization Act of 2008/TARP

⁷ Paul Krugman argues \$2 trillion stimulus needed, http://www.huffingtonpost.com/2009/02/17/paul-krugman-stimulus-too_n_167721.html

הפתרון ההיסטורי לחוב ממשלתי גדול הוא אינפלציה. מבחינה פוליטית אינפלציה אטרקטיבית מכיוון שהיא מאפשרת חלוקה ריאלית של הון המדינה מהמלווים (קרי: העשירים) ללווים. אלמלא המיתון והורדת המינוף של המגזר העסקי והפרטי, היו הצעדים שננקטו על ידי הפד עד כה יוצרים אינפלציה גבוהה.

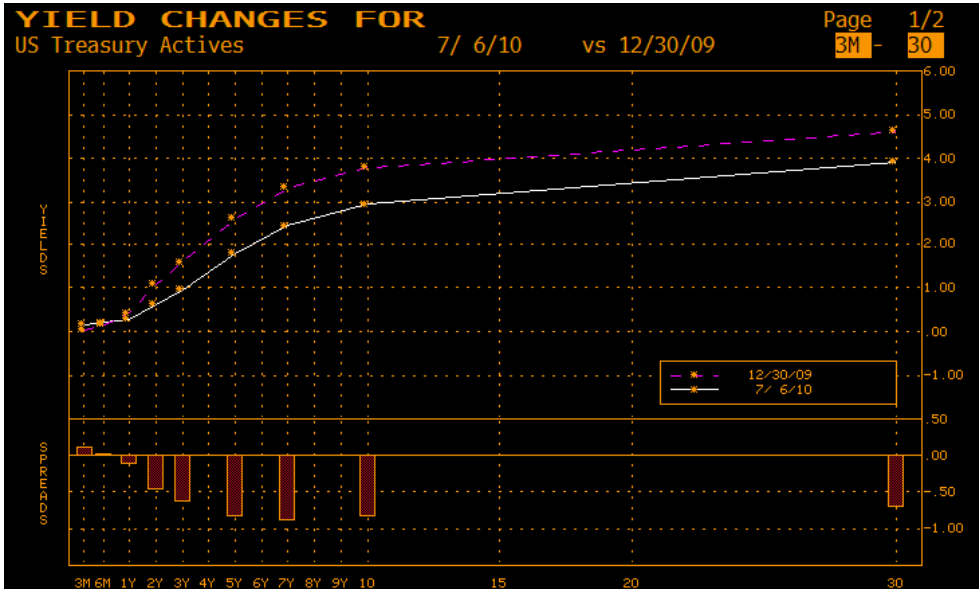
מסקנות לשוק האג"ח

תשואות נמוכות בטווח הקצר

הגרף משמאל מציג את השינוי בעקום התשואות מתחילת השנה.

ניתן לראות כי חלקו הארוך של העקום ירד ב- 50-90 נקודות בסיס.

לאור שינוי המגמה כפי שבא לידי ביטוי בנתונים הכלכליים אנו סבורים שהתשואות יישמרו ברמות נמוכות, כלומר תשואה של מתחת ל- 3.5% על אג"ח ל- 10 שנים, אך מנגד התשואות לא יתרסקו. כלומר אנו לא מסכימים עם



נביאי הזעם, המסתמכים על ההיסטוריה של יפן כמקרה מבחן וצופים ירידת תשואות אל מתחת ל- 2% באג"ח הארוך. אנו צופים נתונים כלכליים חלשים, והכיוון שלנו הוא לתפוס את ירידת התשואות באמצעות פתיחת שורת.

שינוי בשיפוע עקום התשואות

למרות החששות ממיתון, צורת עקום התשואות נמצאת בשיפוע חד חיובי, שיפוע המאפיין בדרך כלל תקופת התאוששות.



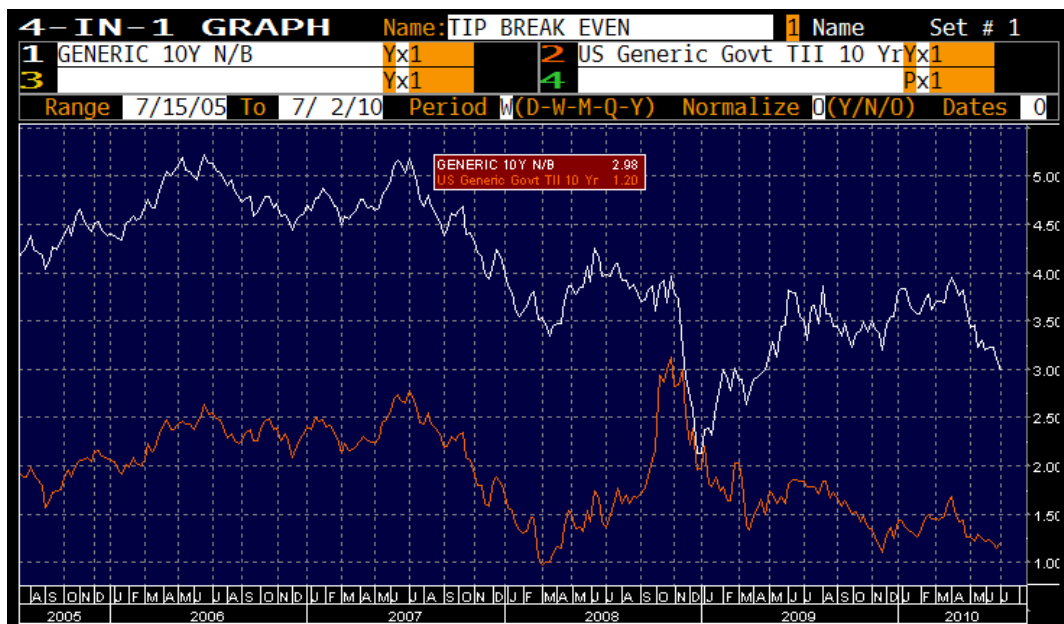
הגרף משמאל מציג את תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב ל- 30 שנים בניכוי תשואת אג"ח ממשלת ארה"ב ל- 10 שנים.

ניתן לראות כי הפער הנוכחי בין תשואות שני האגחים עומד על כ- 96 נקודות בסיס, קרוב לרמות השיא של השנים האחרונות.

בדרך כלל העקום מתהפך לקראת התכווצות כלכלית, כאשר התשואות לטווח ארוך משתוות לתשואה לטווח קצר, ולאחר מכן התשואות על אג"ח ארוכות אף יורדות אל מתחת לתשואה על אג"ח קצרות. אנו סבורים כי עקום התשואות ישתטח, וכנראה יש הזדמנות לרכוש אג"ח בעל מח"מ ארוך ולמכור בחסר אג"ח בעל מח"מ קצר (אסטרטגיית "curve flattening trade").

מכירת אג"ח צמודים (TIPS)

בד בבד עם ירידת התשואות וההאטה הצפויה בפעילות המשק, סביר שנראה ירידה בציפיות האינפלציוניות. בעיתוי הנוכחי סימני הדיפלציה עדיין לא באו לידי ביטוי בתשואות האג"ח הצמודות (TIPS) ל-10 שנים. במידה והתחזית שלנו תתברר כנכונה, הרי שבמוקדם או במאוחר הדיפלציה תבוא לידי ביטוי בתשואות האג"ח הצמודות, ואלו ירדו בערך. תשואת האג"ח הצמודות משקפת צפי לאינפלציה של 1.8%, כאשר האינפלציה נמצאת במגמת ירידה.



בגרף למעלה ניתן לראות את התפתחות התשואות באג"ח צמודות ואג"ח רגילות. בסוף 2008, במהלך משבר האשראי, השתוותה תשואת האג"ח הצמוד ל-10 שנים לתשואת האג"ח הלא צמוד לאותה תקופה. כאשר האינפלציה נמצאת בירידה, התשואה הנדרשת על ידי המשקיעים ב-TIPS תעלה, כך שהמחיר יירד. לפיכך ניתן לשקול מכירה בחסר של האג"ח הצמוד.

ניתן לבנות פוזיציות אלו באופן ישיר בשוק האג"חים או באמצעות תעודות הסל המופיעות בטבלה.

ETF NAME	TICKER	Price	Yield
Barclays TIPS Bond Fund	TIP	105.74	1.20%
iShares Barclays 1-3 Year Treasury Bond Fund	SHY	83.99	1.66%
iShares Barclays 7-10 Year Treasury Bond Fund	IEF	94.66	3.29%
iShares Barclays 20+ Treasury Bond Fund	TLT	99.22	3.95%
ProShares UltraShort Lehman 20+ Year	TBT	36.99	
Ultrashort 7-10 Year Treasury ProShares	PST	44.17	

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 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 לשוקלם 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.