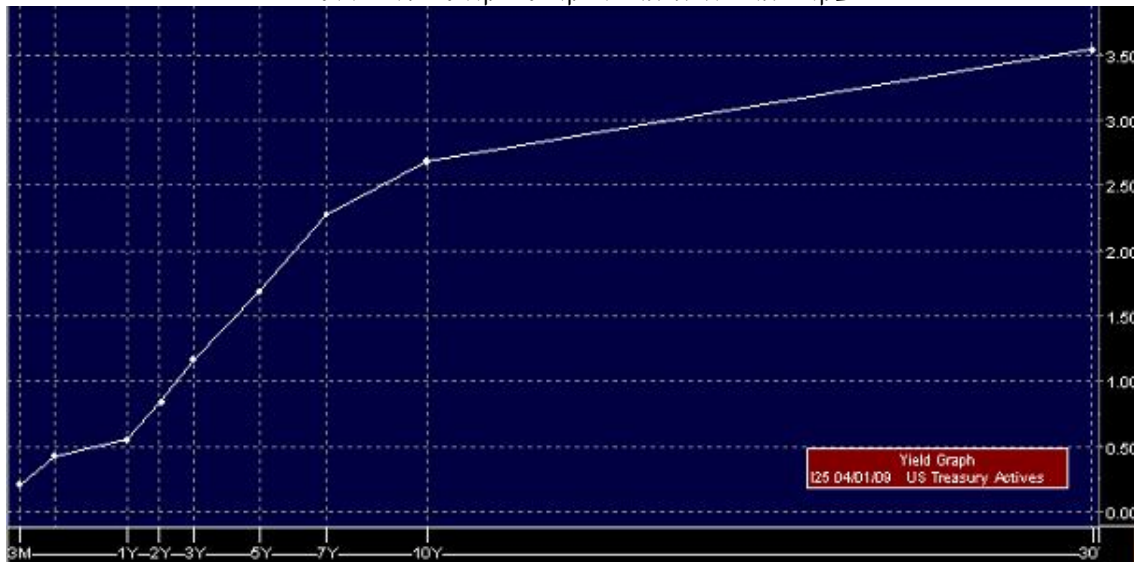


02 אפריל 2009

שורט אג"ח ממשלתי (T-Bills) או לונג Tips, מה עדיף?

עקום התשואות של אגרות החוב הממשלתיות האמריקאיות (להלן: TBs) נמצא מתחת לרמתו הממוצעת באופן משמעותי בפרספקטיבה היסטורית. התשואות לאורך כל העקום נמוכות במונחים אבסולוטיים. אם מניחים כי האינפלציה בשנה הקרובה תתכנס לכיוון הגבול התחתון של טווח יעד האינפלציה של הבנק הפדראלי בארה"ב (טווח: 1%-3%), אזי התשואות הריאליות המתקבלות בחלק הקצר של העקום יהיו שליליות (עד מח"מ שנתיים) – ראו גרף 1.

עקום התשואה האמריקאי. מקור: בלומברג.



כוחות מנוגדים המשפיעים על מגמות הביקוש-היצע בשוק האג"ח הממשלתי:

צד הביקוש:

- רמות שנאת הסיכון גבוהות – משקיעים מעדיפים להתבצר בהשקעה ב-TBs.
- הערכות לאינפלציה שלילית או נמוכה מאד.
- הותרת הריבית ברמת האפס לאורך זמן.
- ה-TBs מהווה מקלט השקעה גם עבור משקיעים זרים וממשלות זרות בעולם.
- התערבות ממשלתית בשוק האג"ח לצורך הורדת התשואות הבינוניות והארוכות.

ב-18 במרץ הודיע הבנק המרכזי בארה"ב על כוונתו לרכוש TBs "ארוכות" בהיקף של 300 מיליארד דולר בחצי השנה הקרובה. בתגובה, ירדו התשואות של האג"ח ל-10 שנים ב-51 נקודות בסיס לרמה של 2.51% (השיא ב-18 בדצמבר: 2.04%), אולם הראלי בשוק המניות והאג"ח הקונצרני, יחד עם ביקושי חסר בהנפקות ממשלתיות באירופה, החזירו את התשואות בתוך שבוע לרמה של 2.81%. האג"ח נסחר נכון למועד העבודה בתשואה לפדיון של 2.68%.

10 T-Bill שנים. מקור - בלומברג



להערכתנו, הגורם המשפיע ביותר על שוק האג"ח הממשלתיות בארה"ב בצד הביקוש הוא ההתערבות של הבנק הפדראלי שסופג את היצע היתר של משרד האוצר האמריקני (יש לציין כי לפסיכולוגיה יש השפעה מהותית) – אחזור למשמעות של הערכה זו בהמשך. בטבלה הבאה מוצגים הרכישות של הבנק הפדראלי בשוק האשראי אשר צפויים להסתכם ב-2.2 טריליון דולר בסיבוב הנוכחי, כאשר ע"פ התחזיות מאזן הבנק יתנפח עוד השנה לרמה של 3.5 טריליון דולר.

	Current Holdings	Target Holdings	Additional Purchases To Come	Total Outstanding	Additional Purchases As A % Of Total Outstanding
Treasury Notes & Bonds	456	756	300	4,020	7.5%
GSE Debt	48	200	152	3,225	4.7%
Agency-Backed MBS	236	1,250	1,014	4,965	20.4%
Total Securities Held	740	2,206	1,466	12,210	12.0%

כמובן שגם למוסדיים זרים וממשלות זרות יש השפעה ניכרת על הביקושים. אולם, גם השפעה זו מתמתנת לאור התגברות הסיכונים באפיק זה, ולאור הבעיות שממשלות אלה חוות בכלכלות שלהן. לדוגמא, ראו ערך סין, אשר משדרת פסימיות רבה לגבי תשואות האג"ח והדולר.

צד ההיצע:

ישנם מספר כוחות אשר עשויים להטות את הכף בעוצמה ולגרור למשקיעים הפסדי הון גבוהים. בנוסף, משקיעים המחזיקים אג"ח במח"מ קצר עד לפדיון ככל הנראה ירשמו תשואה ריאלית שלילית.

להלן מספר נתונים עיקריים:

- ע"פ בלומברג, ממשלת ארה"ב והבנק הפדראלי הוציאו כבר סכום כולל של 12.8 טריליון דולר – סכום המתקרב לתמ"ג של ארה"ב העומד על 14.3 טריליון דולר.
- ממוצע התחזיות של הגירעון התקציבי ל-2010 עומד על 1.4 טריליון דולר – כ-10% מהתמ"ג. ראו גרף למטה.
- משרד האוצר צפוי לבצע הנפקות אג"ח בהיקף של 2.5 טריליון דולר השנה – פי 3 לעומת שנה רגילה!
- מכרזי החוב הבאים ייערכו בין ה-7 ועד ה-9 באפריל וזאת לאחר שבשבוע שעבר הונפקו אג"ח בהיקף של 98 מיליארד דולר.

מגמת הגירעון (בסגול) וצפי החזאים (תכלת), % תמ"ג. מקור: בלומברג.



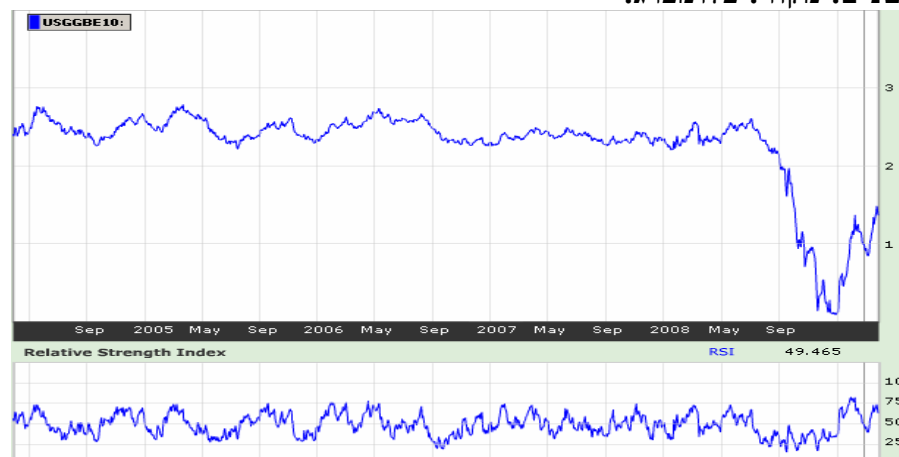
גרף זה מעיד על העלייה חדה בכמות המזומנים במשק האמריקני כחלק ממדיניות ה-Quantitative Easing (הקלה כמותית, QA) של הבנק הפדראלי - גורם המלבה אינפלציה.



הנתונים שהוזכרו למעלה הינם חלק מהתהליכים הכלכליים בארה"ב הכוללים הגדלת היצע הכסף וזינוק חד בגרעון התקציבי. תהליכים אלה הינם אינפלציוניים, ואני מאד מקווה שלא היפר-אינפלציוניים, אך זה לדיון אחר. כתוצאה מחששות אלה חלה עלייה משמעותית בציפיות האינפלציוניות המגולמות ב-TIPS (צמודי מדד) ברבעון האחרון.

נכון למועד כתיבת שורות אלה, ציפיות האינפלציה משקפות דפלציה בטווחים הקצרים ואינפלציה נמוכה במח"מים ארוכים: -0.40% בטווח הקצר ו-1.38% בטווח הארוך (2.32% לפני שנה). ב-5 השנים האחרונות ממוצע האינפלציה עמד על 2.25%.

להלן גרף המתאר את ציפיות האינפלציה הנגזרות משוק האג"ח הממשלתי האמריקני. 5 שנים. מקור: בלומברג.



אז מדוע כדאי להשקיע בצמודי המדד האמריקאים?

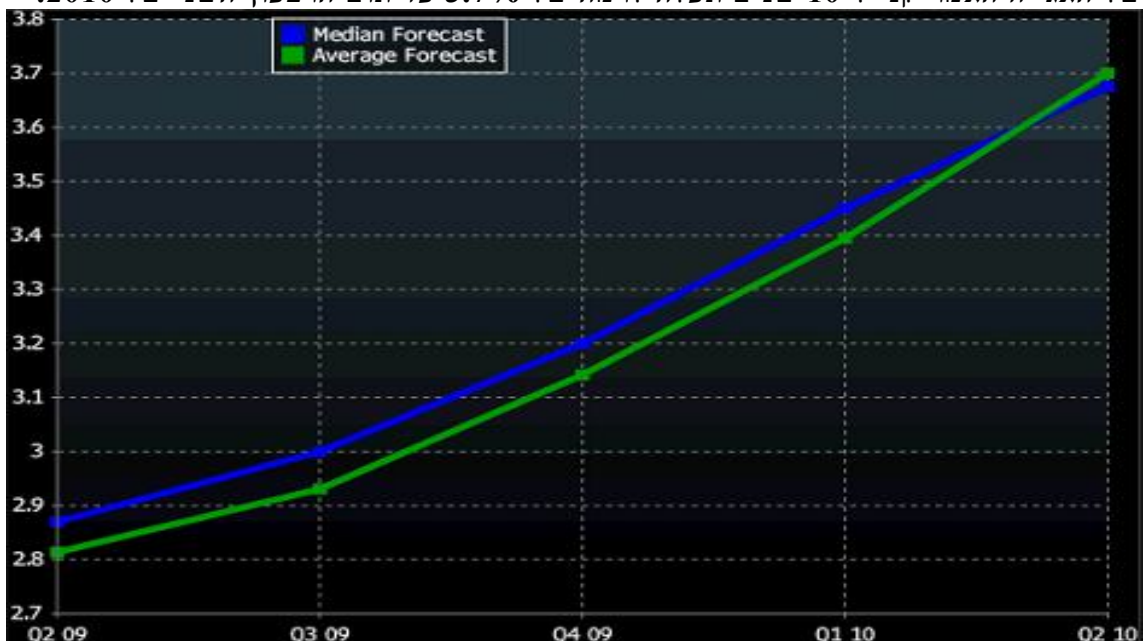
מכיוון שאני מעריך שהאינפלציה בטווח הבינוני-ארוך תהיה לפחות גבוהה יותר ביחס לממוצע ב-5 השנים האחרונות, השקעה בצמודי מדד האמריקנים הינה השקעה טובה בתקופה זו. אני נותן עדיפות למח"מ בטווחים הבינוניים ומעלה, לאור הסיכון בהשקעה בחלק הקצר של העקום. הסיכון נובע מסבירות למדדים שליליים נוספים בחודשים הקרובים אשר עשויים לגרום לעליית תשואות והפסדי הון למשקיעים הפועלים לתקופות קצרות טווח.

אג"ח לא-צמוד:

להערכת, האופק של שוק האג"ח הממשלתי באפיק הלא צמוד, בראייה של שנה עד שלוש שנים קדימה, שלילי מאד!

ברגע שתחול התייצבות כלכלית, הבנק הפדראלי יהיה חייב לכווץ את המאזן שלו אשר התנפח למימדים עצומים. הבנק יאלץ לספוג את נזילות היתר אשר ייצר ע"י מכירה של אגרות החוב הממשלתיות ונכסים פיננסיים אחרים של הסקטור הפרטי. תהליך זה ככל הנראה יחפוף לעלייה בביקושים לאשראי – דבר אשר גם עשוי לתמוך במכירות יתר באפיק הממשלתי, ולדחוף את האג"ח הממשלתי ל-10 שנים לפחות לכיוון השווי ההוגן שלו (Fair Value) העומד על כ-5.2%.

בגרף הבא ניתן לראות את תחזיות אנליסטים מגופים בינלאומיים אשר צופים כי התשואה של האג"ח האמריקני ל-10 שנים תעלה לרמה של 3.7% עד תום הרבעון השני של 2010.



"To Make a Long Story Short": להערכתך, השקעה בתעודות סל שורט העוקבות אחר האג"ח הממשלתי האמריקני הינה השקעה מושכלת לטווח הבינוני-ארוך. אני צופה כי בטווח הקצר הבנק הפדראלי ימשיך להיות אגרסיבי במדיניות ה-QE ואף עשוי להגדיל את היקף הרכישות של האג"ח הממשלתי בעתיד (כידוע, גם רכישות של אג"ח קונצרניות ונכסי השקעה נוספים על הפרק) – דבר אשר עשוי לתמוך בירידת תשואות והפסדי הון למשקיעים בפוזיציות שורט על האג"ח הממשלתי.

אני מעריך כי להשפעות המאקרו ולהתפתחויות העתידיות בשוק האג"ח הממשלתי בארה"ב יהיו השלכות ישירות הן על כלכלת ישראל והן השוק האג"ח המקומי. ולכן להערכתך, עליית תשואות באגרות החוב הממשלתיות בארה"ב תגרור גם עליית תשואות באפיק הלא צמוד בשוק האג"ח המקומי.

אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את הניירות ערך המוכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. פיננסים-המכון לבעלי תפקידים בשוק ההון בע"מ לא יהיה אחראי לכל נזק שיגרם, אם יגרם כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה.