אג"ח הים התיכון | זיו שמש ודרור גילאון

"העניים החדשים" ימתנו את האינפלציה

מחירי הדיור הגבוהים שוחקים את כוח הקנייה של הדור הצעיר וממתנים את האינפלציה, אך הכסף הזול בעולם עשוי לעורר אותה

אם צריך לתת לדו"חות מאכזבים של כמה חב' רוות שוליות כמו גוגל, מיקרוסופט, מקרונל־ד"ס וג'נרל אלקטריק להרוס את החגיגה שהגיעה סוף סוף לישראל? לפי התנהגות השווקים עד לפרסום הדו"חות היה נראה שהמשבר באירופה, התייבשות השוק הקונצרני, יוקר המחיה, ההתמתנות בצמיחה והד־שש מעימות צבאי מול איראן פינו את מקומם לנתון הכלכלי היחידי שבאמת משפיע – הכסף הזול.

רק לפני כמה שנים המחשבה על כך שבנקים מרכזיים בעולם יזרפיזו כסף כדי לסייע בשיפור המצב הכלכלי במ' דינותיהם היתה נחשבת דמיונית ולא מקצועית. אולם בשנים האחרונות, נראה ששיטת הדפסת הכסף עובדת לא רע. יוקר המחיה מגיעים לשיאים חדשים, איגרות החוב בתשואות שפל ואפי' לו מחירי הנדל"ן בארה"ב כבר עולים שישה חודשים ברציפות.

עד מהרה, השילוב של הדפסות כסף עולמיות וריבית נמוכה, ללא עלות שוליית החל לחלחל גם לישראל. בתקופה האחרונה ניתן לראות מגמה של מכירת נכסים דפנסיביים ומעבר לאפיקים בעלי פוטנציאל רווח גבוה יותר כגון אג"ח קונצרניות. מסיכום התוצאות בשוק האג"ח עולה כי אם מבודדים את האג"ח החזקות ביותר מבקבוצת ה־AA, מרבית התשואה הש־נתית בשוק הושגה בחודש האחרון ול־יצועים המרשימים ביותר אחראיות אג"ח בדירוגים הנמוכים יותר.

אולם, התמונה המורכבת שבה המצב הכלכלי הריאלי חלש ושביר, בזמן ששוק ההון עולה כמעט בברירת מחדל, יכולה להימשך רק כל עוד הברברים השחורים שוחים בשקט באגם. תופעה זו אינה מק־ריח. הבנקים המרכזיים מעדיפים להד־פיס כסף ולשמור על ריבית שפל מתוך תפיסה שעדיף להסתכן בהתנפחות מחירי נכסים ואינפלציה מאשר לתת לאירועה ולארה"ב לחזור למשבר קשה שיערער את כלכלת העולם. במקביל, נראה שגם האכזבה מעונת הדו"חות הנוכחית בארה"ב צפויה להשפיע לט־ווח קצר בלבד, כי הרי למשקיעים אין אלטרנטיבות השקעה מספקות, וכסף רב עדיין יושב על הגדר.

אולם, התמונה החיובית עלולה לה־שתנות ברגע שאחת מהסכנות הרבות תתממש ותחזיר את הפחד לשווקים או לחלופין, כשהאינפלציה תרים ראש. ואכן, בתקופה האחרונה אנו שומעים על עליות מחירים חדשות לבקרים. דעיכת המהאה החברתית מאפשרת לחברות להתיר את הרסן ולהעלות מחירים. גם השיפור באוירה בשוק ההון תומך בציפיות אינפלציוניות גבוהות יחסית. בשוקי ההון קיים מתאם חיובי בין ציפיות האינפלציה לבין המ־חירים, שכן בתקופות של ירידות בשוק המשקיעים חוששים מצלילה למיתון, ובשנים האחרונות מגיעות הדפסות הכסף כמענה לפחד זה.

עם זאת, בישראל, בשלב זה, ניצ־ני האינפלציה אינם מהותיים ואינם צפויים לשנות את כיוון הרוח החיובית. מה שכן יכול הוא סיפור אחד, המש־פיע על הכלכלה ועשוי להחליש לחצים אינפלציוניים מקומיים. בעוד שאירופה נאבקת עם שיעור אבטלה גבוה, במיוחד במדינות כגון ספרד ויוון, בישראל קיימת תופעה אחרת שניתן לכנות "מלחמת דורות".

ניתן לחלק את האוכלוסייה בישראל לאלו ש"הספיקו" לרכוש דירה לפני עליות המחירים החדות בשנים האח־רונות לעומת אלו שלא. הדור הצעיר, שאותו ניתן לכנות "העניים החדשים", אמור להתחיל את חייו כשיוקר המחיה משתלב עם שכר התחלתי נמוך שמת־קשה לעלות כל עוד ההאטה בפעילות הריאלית במשק נמשכת. התוצאה ני־כרת בשכבת הגילים 25–34, הכוללת יותר מ־1.1 מיליון. שיעור ההשתתפות בכוח העבודה של שכבת הגיל עומד על 64% – מדובר בכ־720 אלף צעירים שנאלצו, ברובם, לרכוש דירות במחי־רים גבוהים, או להישאר מחוץ למעגל בעלי הדירות ולשלם שכירות יקרה. למרות המספר הגבוה, יש לציין שמ־דובר בכ־10% מהאוכלוסייה בלבד.

מן הצד השני ניצבים רוב הישרא־לים שמחזיקים בדירה אחת לפחות, ולכן נהנים מעליות המחירים. אלא שבכל שנה מגיעים כ־116 אלף ישרא־לים לגיל 25, הגיל שבו, פחות או יותר, מקובל לסיים את הלימודים, למצוא עבודה רצינית ולעזוב את הבית. כלו־מר, בכל שנה כ־1.5% מהאוכלוסייה נכנסים למאבק מול עלות מחיה גבוהה במיוחד ושוק עבודה קשה שמתאפיין בקשיי כניסה ורמות שכר נמוכות.

כתוצאה מכך, המשק הישרא־לי במלכוד. רוב האוכלוסייה, אלה שכבר רכשו דירות, נהנים מתחושת עושר בשל עליית מחירי הנדל"ן בזמן שצעירים ואחרים, שלא הספיקו לר־כוש דירה נשארים מאחור. בינתיים, היכולת של "העניים החדשים" (רוכשי הדירות הפוטנציאליים) לרכוש דירה הולכת ויורדת, ועם הזמן עלולים לה־תקיים אחד משני התרחישים, ששניהם צפויים למתן את האינפלציה: ירידה במחירי הדיור שתפוצץ את תחושת העושר של חלק גדול מהציבור ותד־פוך אותם לעניים יותר, או המשך רמת מחירים גבוהה שתגדיל את אוכלוסיית "העניים" בכ־100 אלף צעירים בשנה.

בשני המקרים מדובר בפגיעה בכוח הצריכה של אחד מהדורות, ולכן הם לא צפויים לייצר עליות מחירים משמעו־תיות. מנגד, הסיכוי המרכזי להיווצרות של אינפלציה קשור להדפסות הכסף בעולם, שעלולות להצית אינפלציה מכיוון מחירי הסחורות. מכאן, שלמ־רות היעדר לחצים אינפלציוניים מקו־מיים, מומלץ לשלב בתיק אג"ח שקלי ממשלתי במח"מ בינוני ואג"ח קונצר־ניות צמודות (בחירה סלקטיבית).

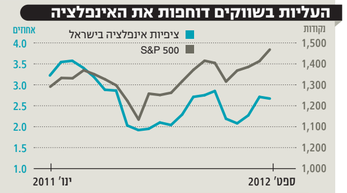
זיו שמש הוא מנכ"ל קרנות הנאמנות במנורה מבטחים. דרור גילאון הוא סמנכ"ל השקעות במנורה מבטחים קרנות נאמנות

השורה התחתונה

אף שהמצב בשוק הנדל"ן פועל למתיחן האינפלציה, המשך הדפסות הכסף בעולם עשוי לעורר אותה ומחייב שילוב רכיבים צמודים בתיק

האינפלציה מרימה ראש, אך מלחמת הדורות ממתנת

העליות בשווקים דוחפות את האינפלציה



הדפסות הכספים בעולם דוחפות לעליות בשווקים הפיננסיים. עליות אלה, שמגיעות גם לשווקים המקומיים, מתואמות עם העלייה בציפיות האינפלציה

"העניים החדשים" עשויים לווסת את הלחצים

1.1 מיליון	0.7 מיליון	116 אלף
צעירים בגילי 25–34 בישראל (14% מהאוכלוסייה)	צעירים בגילי 25–34 משתתפים בכוח העבודה	ייכנסו בשנה הבאה לקבוצת הגיל 25–34 (1% מהאוכלוסייה)

כוח הקנייה של הצעירים שנכנסים מדי שנה למעגל העבודה נפגע לאור התייקרות הנדל"ן. שכבה זו של "עניים חדשים" עיכולתם לקנות דירה נפגעת ממתנת את לחצי האינפלציה

חיסכון לטווח ארוך / קרנות פנסיה וביטוחי מנהלים

השוק המקומי התאושש, והפנסיה כבר ב־8% תשואה מתחילת השנה

הפניקס, שנועלת את טבלת התשואות ב־2012, כבשה את צמרת הדירוג בספטמבר עם תשואה של כ־2.5%. הראל ממשיכה להוביל מתחילת השנה

אסף גילעם

חודש ספטמבר היה חודש חזק לחיסכון הפנסיוני בישראל: קרנות הפנסיה הגדר־לות הציגו בו תשואה ממוצעת של 2.1% והשלימו עליות של 8.2% מתחילת 2012. הפופולריות המשתתפות הוותיקות והחדשות (בי־טוחי המנהלים) רשמו תשואה ממוצעת גבוהה יותר של 2.3% בספטמבר, אך התשואה שלהן מתחילת השנה עד־מורת רק על 7.8%. זאת לאחר שקר־פות הגמל וקרנות ההשתלמות הציגו תשואה ממוצעת של 2.1% בספטמבר ושל 7.5% מתחילת השנה.

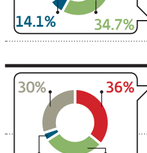
מה שהביא לזינוק במרבית אפיקי החיסכון היו, כמובן, העליות שרשם שוק המניות המקומי, שסגר את הפער לעור־מת מדדי המניות בארה"ב. מדד ת"א־25 עלה בספטמבר בשיעור של 6.1% ומדד ת"א־75 עלה ב־4.5%. באותו הזמן רשמו האפיקים בספטמבר הציגה הפני־שוקי המניות בארה"ב עליות שערים כאשר S&P 500 הוסיף לערכו 3.4%. מה שהגדיל את הפער בין ביצועי המ־ניות בישראל ובארה"ב היה החולשה של הדולר, שאיבד בספטמבר 2.7% מערכו לעומת השקל. במקביל, נרשמה מגמה חיובית בשוק הקונצרני, ומדדי תל בונד זינקו בעד 2.6%. האג"ח הממשלתיות הצמודות עלו בספטמבר ב־1%, אך האג"ח השקליות עלו ב־0.3% בלבד.

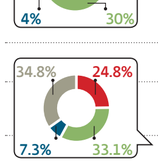
כל המספרים של החיסכון ארוך־הטווח תשואה נומינלית ברוטו

● אג"ח ממשלתיות וגמולן ● אג"ח קונצרניות בדירוג גבוה (BBB ומעלה) ● אג"ח קונצרניות בדירוג נמוך (-BBB ומטה) ● מניות

קרנות פנסיה חדשות

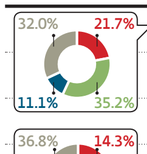
שם הקרן	תשואה ספט'	תשואה 2012	תשואה שלוש שנים	היקף נכסים במיליארדי שקלים	רמת סיכון	מדד עקביות 36 חודשים	השקעות בחו"ל
הפניקס פנסיה מקיפה	2.5%	7.7%	23.9%	4.2	32.2	52.8%	15.6%
כלל מיטבית – עתודות	2.2%	8.3%	24.9%	20.0	41.3	58.3%	26.8%
מנורה מבטחים החדשה	2.1%	8.4%	22.9%	39.4	40.1	52.8%	25.1%
הראל גילעד פנסיה	2.1%	9.1%	26.1%	15.8	35.0	58.3%	21.0%
מגדל – מקפת אישית	1.7%	7.6%	25.4%	29.3	37.3	50%	26%

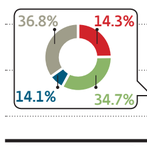




ביטוחי מנהלים

שם קופה	תשואה ספט'	תשואה 2012	תשואה שלוש שנים	היקף נכסים במיליארדי שקלים	רמת סיכון	מדד עקביות 36 חודשים	השקעות בחו"ל
פוליסות ותיקות שהונפקו בשנים 1992–2003							
הפניקס – קרן י'	2.8%	6.9%	17.0%	17.2	50.3	41.7%	24.3%
כלל – קרן י'	2.5%	7.3%	19.6%	23.0	56.3	55.6%	32.5%
מנורה – קרן י'	2.4%	8.2%	20.1%	8.7	52.3	58.3%	29.4%
הראל – קרן י'	2.0%	8.5%	21.4%	14.1	47.5	58.3%	24.8%
מגדל – קרן י'	1.7%	8.1%	23.0%	42.7	57.1	61.1%	38.1%
פוליסות חדשות שהונפקו החל מ־2004							
הפניקס – מסלול השקעה כללי 1	2.4%	6.8%	16.9%	3.46	42.1	52.8%	19.2%
מנורה – קרן י' חדשה	2.4%	8.2%	20.1%	2.83	52.3	55.6%	29.4%
כלל – כללי 3	2.3%	7.5%	19.3%	2.43	49.1	63.9%	29.2%
הראל – מסלול כללי 1	2.2%	8.8%	21.5%	3.75	45.0	66.7%	23.8%
מגדל–קרן י' חדשה	1.7%	7.7%	20.6%	9.53	49.8	61.1%	35.1%





את התשואות הגבוהות ביותר בכל האפיקים בספטמבר הציגה הפני־קס שבשליטת יצחק תשובה: קרן י' של הפניקס רשמה תשואה של 2.8% בחודש שעבר, הפוליסה החדשה של הפניקס רשמה תשואה של 2.4% וקרן הפנסיה של החברה כיכבה עם תשואה של 2.45%. אך מבט על טבלת הת־שואות מתחילת השנה מגלה תמונה הפוכה, כאשר הפניקס נמצאת בת־חתית טבלת הדירוג וחברת הביטוח הראל שומרת בכל האפיקים על מקו־מה בראש הטבלה.

קרן הפנסיה של הראל, גילעד פנ־סיה, רשמה מתחילת השנה תשואה של 9.1%, לאחר שבספטמבר עלתה ב־2.1%. הקרן מובילה את טבלת התשואות גם בשלוש השנים האחרונות עם תשואה של 26.1%. בתחום ביטוחי המנהלים הציגה הפוליסה המשתתפת הישנה של הראל תשואה של 8.5% מתחילת השנה, כ־0.7% מעל לממוצע, והפוליסה החד־שה של הראל עלתה ב־8.9% – 1% יותר מהתשואה הממוצעת.

בקלי הסדרים פנסיוניים מציינים לטובה את העקביות בביצועים של הראל. כך, לדוגמה, הראל מחזיקה בציון הגבוה ביותר במדד העקביות מבין פר־יסות ביטוחי המנהלים החדשות, עם ציון של 66.7% כלומר, ב־24 מתוך 36 החודשים האחרונים היכתה הראל את ממוצע התשואות של הקרנות שבאותה רמת סיכון.

אמיר הסל, מנהל חטיבת השקעות בקבוצת הראל, הסביר כי "יש לנו פיזור עם הטיה לחו"ל, אף שבחודש האחרון זה קצת התהפך. המדיניות שלנו היא מאוד עקבית, אנחנו לא הולכים אחרי טרנדים. הבעיה העיקרית של כולם היא להשיג תשואות בעולם של ריביות נמו־כות, שבו תשואות הבסיס נמוכות מאוד. אנחנו מוצאים את האלטרנטיבות שנו־תנות תשואות טובות לאורך זמן בתחו־מים כגון נדל"ן, תשתיות, עסקאות אש־ראי והשקעות בחו"ל. באופן חד־משמעי נמשיך לחפש הזדמנויות בתחומים אלה. זו מגמה ארוכת טווח – אני מחפש את

אמיר הסל, הראל. "מאמין בנדל"ן"

צילום: עמית שעל

המקומות שיניבו לי תשואה גבוהה בסי־כון נמוך לאורך זמן וזה המקום. מעבר לכך גם ישנן גם המניות שהן רכיב חשוב שנסחרות בזול".

החולשה בביצועי הפניקס מתחילת השנה נבעה מכמה סיבות, בהן החשי־פה הגבוהה שלה לאג"ח קבוצת אי־רי. בי שירדו בתחילת השנה, היעדר חשי־פה לאג"ח חו"ל בדירוג נמוך (High Yield), חשיפה שהניבה למתחרותיה תשואה ממוצעת של 12% מתחילת השנה, חשיפת חסר למניות מלאנוקס ופריגו שהיו אחראיות המרכזיות לע־ליות במניות ת"א־25 וההטיה של תיק המניות של הפניקס לשוק המקומי, שביצועיו היו חלשים יותר לעומת שוק המניות בארה"ב. אולם, העליות של השוק המקומי בחודש האחרון והתיקון החד כלפי מעלה שרשמו בספטמבר ובאוקטובר אג"ח אי־רי־בי הפכו את המגמה בספטמבר וצפויים להצביב את הפניקס בצמרת דירוג התשואות גם של חודש אוקטובר.

את המחיר של ביצועיה החלשים של הפניקס מתחילת השנה שילם ירון צ'רנוביץ שניהל את כספי העמיתים בהפניקס ועזב באחרונה כשאת מקומו תפס שי יצחקי, שניהל קודם לכן בהצ־לחה את תיק הנוסטרו של הקבוצה.

השורה התחתונה

קרנות הפנסיה ממשיכות להציג בממוצע את התשואות הגבוהות ביותר מבין אפיקי החיסכון הארוך טווח ב־2012

איך עובד הדירוג של קלי הסדרים פנסיוניים?

מדד סיכון משוקלל

1. מחשבים את התפלגות הנכסים של כל קרן לפי סוג הנכס (מניות, אג"ח וכו')
2. את שיעור הנכסים מכל קבוצה כופלים במכפילים הבאים:
   - ♦ מניות וגנזרים מכפילים ב־1
   - ♦ אג"ח מדורגות BBB ומטה מכפילים ב־0.7
   - ♦ אג"ח מדורגות BBB ומעלה מכפילים ב־0.3
   - ♦ אג"ח ממשלתיות וגמולן – לא כוללים בחישוב
3. הנתון שהתקבל מסווגו את הקרן באחת מ־3 הקטגוריות הבאות*

מדד עקביות

מדד זה בוחן את משך הזמן שבו הושגה תשואה גבוהה מהממוצע. לדוגמה: קרן אשר השיגה ב־18 מתוך 36 חודשים תשואה מעל לממוצע, תקבל ציון 50%

*ישנן עוד קטגוריות קצה שלא נכללו בדוגמה