

25.8.08

# אפסילון מבזק השקעות סקירה שבועית

ניהול תיקי השקעות • ניהול קרנות נאמנות • ניהול קופות גמל, פיצויים והשתלמות • בנקאות להשקעה • חיתום והנפקות

## מצב השוק

למזלם של האמריקאים (ובעצם של העולם כולו), בראש משרד האוצר עומדת כיום אישיות כלכלית שבעברה הלא רחוק ניהלה את "גולדמן זקס" ולא פונקציונר פוליטי. מפני שאם זה לא היה כך, אפשר להניח שאת המשבר של פאני ופרדי היו פותרים בדרך הקלה של הזרמה אדירה של כספי ציבור לתוך המערכות הכושלות הללו וכפי שקורה לעיתים, היו זורקים כסף טוב אחרי כסף רע.

מי שמעוניין לדעת מה הם כיוונם העתידיים של המרווחים על אגרות החוב הקונצרניות בעולם, מוטב שיעקוב אחר הסיפור של פאני ופרדי. לפתרון הבעיה של פרדי ופאני יש חשיבות עצומה מאחר ואגרות החוב של החברות האלו הן סמן ימני לכל שוק החוב העולמי בשל הגיבוי הממשלתי שהן מקבלות שבגיננו הן זוכות למעשה להתייחסות כאילו היו אגרות של ממשלת ארה"ב. בשל כך, לעליית המרווחים על אגרות החוב של פאני ופרדי יש השלכה על כל שווקי אגרות החוב בעולם. עלייה במרווחים מסמנת עלייה בפרמיות הסיכון על כל נכס אחר בעולם. לכן, יש חשיבות רבה לפתרון הבעיה ויש חשיבות לא פחותה לאופן שבו תיפתר הבעיה הזו. פתרון ראוי יכול להוות נקודת ציון מהותית בדרך ליציאה מהמשבר הנוכחי.

לפני שנדבר בשבחו של שר האוצר האמריקאי והפתרון הצפוי לדעתנו, מן הראוי להזכיר שוב את תפקידן של שתי החברות הללו למערכת הכלכלית בארה"ב. פאני ופרדי הוקמו בשנות השלושים והשבעים בהתאמה ביוזמת הממשל מתוך מטרה לספק נזילות לשווקי הדיור בארה"ב. אספקת הנזילות מתבצעת על ידי רכישה של משכנתאות על ידיהן מידי הבנקים המסחריים, אריזתן של המשכנתאות ומכירתן כאגרות חוב שמגובות באותן משכנתאות. את המשכנתאות רוכשות פאני ופרדי באמצעות כספים שהן מגייסות בשוק. מקור הרווחיות שלהן הוא על כן, המרווח שבין הריבית על אגרות החוב מגובות המשכנתאות שהן מוכרות בשוק לריבית שהן משלמות על אגרות החוב שלהן.



הנבחרת של אפסילון

**אפסילון (\*00)  
שקלים**

מספר נייר 5101480

**אפסילון (\*00)  
אג"ח מדינה  
צמוד מדד**

מספר נייר 5105958

מחיר קנייה  
=  
מחיר פדיון

**אפסילון (\*00)  
תל בונד\*\***

מספר נייר 5100540

מחיר קנייה  
=  
מחיר פדיון

**אפסילון (\*00)  
אג"ח מדינה ארוך**

מספר נייר 5105960

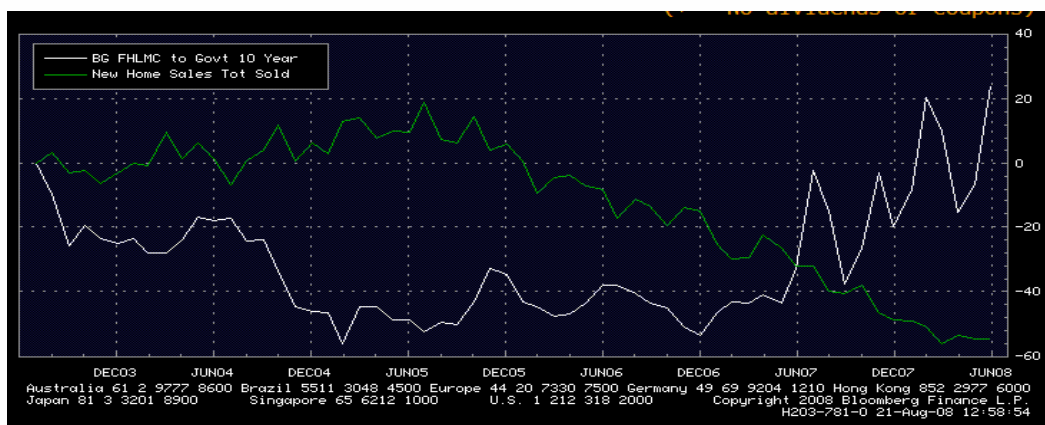


25.8.08

# אפסילון מבזק השקעות סקירה שבועית

ניהול תיקי השקעות • ניהול קרנות נאמנות • ניהול קופות גמל, פיצויים והשתלמות • בנקאות להשקעה • חיתום והנפקות

מאחר והתשואה על אגרות החוב של פאני ופרדי עלתה באופן חד בחודשים האחרונים (על אף גיבוי ממשלתי), נוצרה מצוקת נזילות בשוק המשכנתאות. הגרף שמצורף למטה יכול לספר היטב את סיפור המשבר. הגרף מתאר את היחס שבין המרווח שבין אגרות החוב של פאני ופרדי לאג"ח ממשלתי לעשר שנים למכירות בתים חדשים בחמש השנים האחרונות. לא זו בלבד ששוק הנדל"ן בארה"ב סובל מעודפי היצע גדולים, גם אלו שמעוניינים לקנות נדל"ן נתקלים בקשיים בהשגת מימון מאחר והשוק סובל ממצוקת נזילות בשל הירידה החדה ביכולתן של פאני ופרדי לספק את המימון הנדרש.



בשורה התחתונה, השלב החשוב בהוצאת ענף הנדל"ן בארה"ב מהמצב בו הוא נמצא צריך להיות פתרון לבעיה של שתי החברות הסוררות הללו. אחד הדברים שמרגיזים היום את המשקיעים "בעלי המצפון" הוא האפשרות שהועלתה לאחרונה, לפיה הפד ירכוש מניות בשתי החברות, יזרים להן הון ובכך יאפשר את המשך פעילותן. פעולה שכזו נוגדת למעשה את יחסי הגומלין הבסיסיים שבין בעלי המניות לחברות שלפיהן בעלי המניות זכאים ליהנות מרווחיה של החברה בה הם משקיעים, אך במקביל הם גם חשופים להפסדים במידה שהחברה כושלת בעסקיה. התערבות של הפד מפירה למעשה את מערכת היחסים הזו בכך שהיא מעניקה רשת ביטחון במקרה של הפסדים. בקיצור, לא יתכן מצב של סיכוי ללא סיכון.

אבל משהו כן צריך לעשות מפני שפאני ופרדי אחראיים לכמחצית משוק המשכנתאות האמריקאי, ובמידה ולא יינתן מענה אפקטיבי לבעיה, שוק הנדל"ן ימשיך לסבול ועימו כל השווקים הנגזרים.



25.8.08

## אפסילון מבזק השקעות סקירה שבועית

ניהול תיקי השקעות • ניהול קרנות נאמנות • ניהול קופות גמל, פיצויים והשתלמות • בנקאות להשקעה • חיתום והנפקות

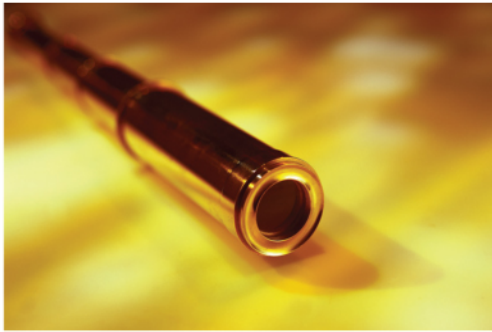
מאחר וכפי שצוין בתחילת הסקירה, שר האוצר האמריקאי, הנרי פולסון, הוא איש כלכלה אמיתי, קשה להניח שהוא ייתן ידו לחנינה של בעלי המניות על חשבון משלמי המיסים. אם באופן די מפתיע, דעתו תשתבש עליו והוא כן ינקוט בפעולה שכזו, סביר להניח ששוק ההון יביע את דעתו השלילית על כך.

אבל, הרבה יותר הגיוני ששתי החברות הללו יולאמו, מניותיהן ימחקו ואגרות החוב שלהן ייהפכו למעשה לאגרות חוב של ממשלת ארה"ב. פעולה כזו תבטל את המרווח שקיים כיום בין אגרות החוב של פאני ופרדי לאגרות החוב של ממשלת ארה"ב, יקטין את עלויות המימון של החברות ובמקביל את אלו של מקבלי המשכנתאות, כאשר התוצאה הסופית של כל המהלך הזה תהיה למעשה עירוי שכה נדרש לשוק הנדל"ן האמריקאי.

מתנגדי ההלאמה טוענים שמהלך שכזה יכפיל את היקף החוב של ממשלת ארה"ב שגם ככה צריכה להתמודד עם גרעונות קשים אחרים. לא מדויק. הרי ממשלת ארה"ב ערבה גם כך לאגרות החוב של פאני ופרדי והמשמעות האמיתית של הלאמתן היא הכנסת הערבויות (שהן למעשה התחייבות) האלו למאזנה של ארה"ב מאחר והיום הערבויות האלו הן למעשה פריט off balance sheet.

כפי שצויין בתחילת הסקירה, פתרון ראוי לבעיה הנדונה יכול להוות שלב חשוב לקראת יציאה מהמשבר הנוכחי וחזרה של רגיעה לשווקי האג"ח בעולם, בעיקר השווקים הקונצרניים. הסרת העננה הזו תפחית את רמת האי ודאות בשווקים ותאפשר את תחילתו של תהליך צמצום מרווחים בשווקי החוב העולמיים. עד אז, המרווחים הגבוהים על אגרות החוב הבטוחות (???) בעולם נמצאים יחסמו כל ניסיון ירידה בעלויות המימון של הפירמות על כל ההשלכות השליליות של מצב שכזה.

נכתב ע"י עידן אזולאי.



25.8.08

# אפסילון מבזק השקעות סקירה שבועית

ניהול תיקי השקעות • ניהול קרנות נאמנות • ניהול קופות גמל, פיצויים והשתלמות • בנקאות להשקעה • חיתום והנפקות

**מדורג 5**  
 בבנק דיסקונט  
 \*\*\*\*

**מדורג 10**  
 בבנק הפועלים  
 \*\*\*\*

הקרן שמכה  
 את מדד מניות  
 כללי 5 שנים  
 ברציפות

**קרן אפסילון (\*4A) 36**  
 מס' נייר 5126800

הרכב הקרן נכון ליום 24.8.08



שיעור האחזקה בתיק (%)	ני"ע
8.9	לאומי
8.5	טבע
6.5	חברה לישראל
5.4	כי"ל
5.1	פיבי
5	בזק
4.9	דלק רכב
4.8	סלקום
4.7	פז נפט
4.1	קרדן או.י
3.9	דלק קבוצה
3.1	כלל תעשיות
3	אלוני חץ
2.6	אלביט מערכות
2.5	גזית גלוב
2.2	FRANCE TELECOM
1.9	GENERAL ELECTRIC
1.8	APPLE COMP
1.8	אי.בי.אי בית השקעות
1.5	J.P MORGAN CHASE
1.5	פטרונמיים
1.3	ALON US
1.2	כלל ביטוח
1.2	פניקס
1.2	הוט
1.1	אפריקה נכסים
1	מיטרוניקס
0.7	בינלאומי 1
0.6	מלאנוקס
0.6	MERRILL LYNCH
0.5	כלל ביטכנולוגיה

ביצועי הקרן

**1.1.03-31.7.08**  
**תשואה מצטברת**  
**174.3%**

## אפסילון - בשבילך

אפסילון לרשותך בכל שאלה. צור קשר עוד היום:

עידן אזולאי והדס גייר 03-7450505 @idana@epsilon.co.il @hadasg@epsilon.co.il

לירון קורן 052-2000079 שי שורצקי 052-2000073 איתי מדהלה 052-2000055 אוראל עדני 052-2000054

\* 40-ללא חשיפה למניות וללא חשיפה למס"ח. \* 40-חשיפה של עד 120% למניות ועד 120% חשיפה למס"ח. \* 44-חשיפה של עד 120% למניות ועד 10% למס"ח. \* 30-חשיפה של עד 30% למניות ועד 0% למס"ח. \* 28-חשיפה של עד 30% למניות ועד 30% למס"ח. \* 04-ללא חשיפה למניות וחשיפה של עד 10% למס"ח. \* 40-חשיפה של עד 120% למניות ועד 120% חשיפה למס"ח. \* 25.8.08. \*\* עד לראשית ה-15.1.08 הקרן נקראה אפסילון אנונימי (40) \*\*\*\* מבוסס על 12 חודשים מה-1.8.08. \*\*\*\* מבוסס על 12 חודשים מה-1.8.08. אפסילון בית השקעות בע"מ (אפסילון) מדינת ישראל (08) חשיפה לכולר (00) תל בונד. נכסי הקרן יוראמו למדיניות החדשה עד לראשית 25.8.08. \*\* עד לראשית ה-15.1.08 הקרן נקראה אפסילון אנונימי (40) \*\*\*\* מבוסס על 12 חודשים מה-1.8.08. \*\*\*\* מבוסס על 12 חודשים מה-1.8.08. אפסילון בית השקעות בע"מ (אפסילון) מדינת ישראל (08) חשיפה לכולר המשתמש כי להשקיע במניות ערך ובמכשירים פיננסיים נדרשת תומכת ומקצועיות מיוחדת. הסקירה אינה מהווה חוות דעת המליצה, הצעה לרכישה, לאחזקה או להכירה של יוראמו ו/או של מכשירים פיננסיים כלשהם. אין המלצה מהווה ייעוץ להשקעה והוא אינו בא להחליף את שיקול הדעת העצמאי של הקורא ו/או קבלתו ייעוץ מקצועי. רבות ייעוץ מקצועי על ידי יועץ השקעות מסוּגר. בהתחשב בתנעו ובצרכי המיוחדים של כל אדם, אין הסקירה מתמרת להיות ניות מלא של כל העובדות הנוגעות לחברות, להעשייה בהן ופעילות ולני"ע או למכשירים הפיננסיים נשוא הסקירה, ובכל מקרה המידע המפורט בסקירה נכון למועד הוצאתה בלבד. אפסילון מניחה, כי הסקירה תקרא יחד עם דוחות מתיים אחרים ונחנים נוספים. הדעות והמידע המובאים בסקירה, עשויים להשתנות ללא שום הודעה נוספת. אפסילון אינה מתחייבת כי פעולה בהתאם לסקירה תניב תשואה מסוימת ו/או תשיג תוצאה ברמה כלשהי או תצאה מינימלית. אפסילון מבהירה, כי אחד מבעלי השליטה בה היא כוח עשיתי בע"מ הנמנית על קבוצת ID8 אחזקת בע"מ ו/או היא שוסקת, במישרין ו/או באמצעות חברות בנות ו/או חברות קשורות כנתן שירותו ייעוץ להשקעות, ניהול השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, חיתום וכו' ועל כן עשוי להיות מעט לעת, לחברה, לחברות בנות שלה, לחברות קשורות לחברה, לבעלי ענין במי מהחברות האמורות לעיל או ללקוחותיהם ענין בכירות ערך ו/או במכשירים הפיננסיים המציינים במידע. בהתאם להוראות הד"ר על כל נוף מקורב לאפסילון (בהגדרתו בסעיף 49 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשכ"ד - 1994) להודיע לאפסילון בכוח על רכישת יחידות על-ידי בקרבות הנאמנות. אין בתשואות הקרן בעבר בכדי להבטיח תשואה דומה בעתיד.