

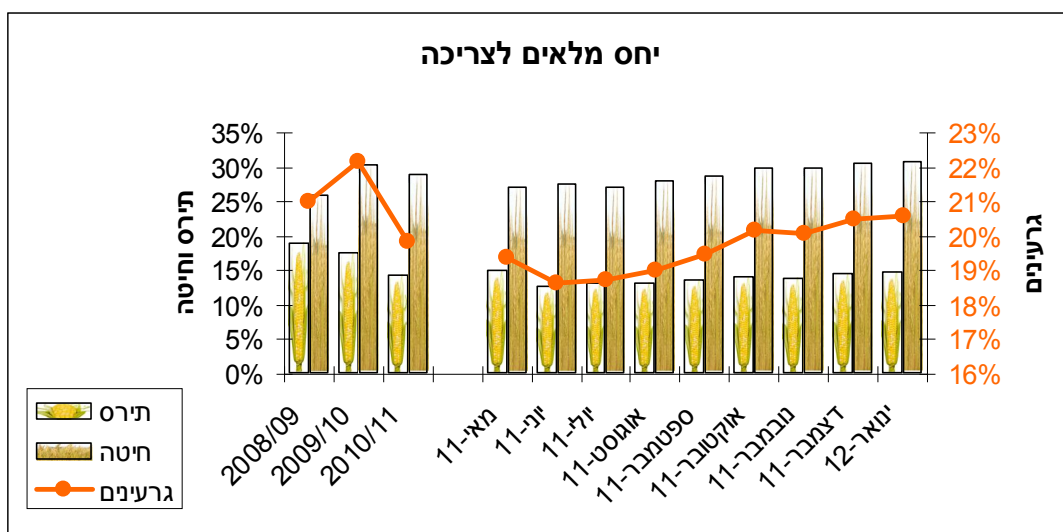
אנליסט: דורון דגול

דו"ח סחורות חקלאיות (WASDE) של ה-12-01-12, USDA

ביום חמישי, ה-12 בינואר פורסם הדו"ח החודשי של ה- USDA על מצב הביקושים, ההיצעים והמלאים של מגוון סחורות חקלאיות. כמדי חודש אנו מתייחסים לממצאיו העיקריים ומעדכנים את הניתוח שלנו לתחום החקלאות.

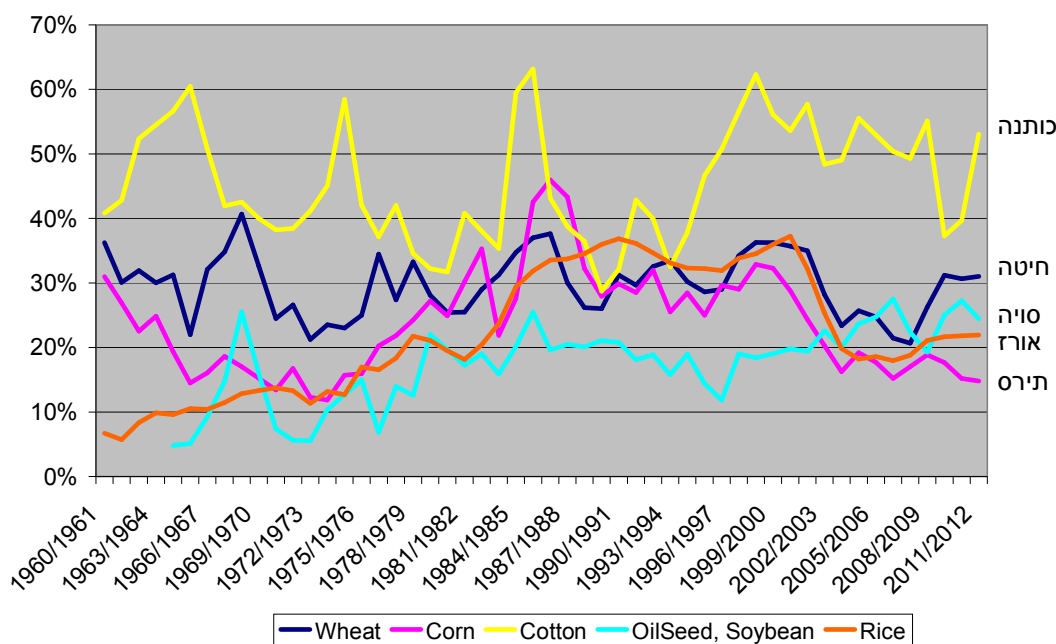
המשך עדכון מעלה למלאי הגרעינים החזוי הוריד בחדות את מחירי התירס והחיטה במסחר לאחר פרסום הדוח. רוב המחירים הממוצעים לחקלאים עודכנו כלפי מטה, אך זה מתבסס על רמות המחירים האחרונות. יובש בדרום אמריקה בחודשיים האחרונים פגע ביבולי התירס והסויה, בעיקר בארגנטינה וברזיל. בתירס זה אמנם פוצה ע"י עליה במלאים בסין ואוקראינה, אבל הגידול במלאי התירס בסין שווה ערך לגידול ביבוא למדינה. מלאי הכותנה ממשיך לגדול ותומך במחירים הנמוכים, לפחות עד שיפורסמו שטחי הזריעה לשנה הבאה בסוף מרץ. בסה"כ תחזיות המלאים ממשיכות להיות טובות, מזג האוויר החם ששרר בדרום אמריקה ופגע ביבולים השתפר לאחרונה וגם המשבר הכלכלי בעולם לא תומך בקפיצה חדה במחירים. עם זאת, אנו נכנסים לתקופות זריעה חדשות ועמוק אל תוך החורף, כך שגם גדלה החשיפה למזג אוויר. לא בטוח שכל ירידות המחירים האחרונות מוצדקות מול המלאים הנוכחיים.

הגרף הבא נותן מושג כללי על התפתחות התחזיות למלאי הגרעינים ולתירס וחיטה בנפרד ובסה"כ רואים שיפור מתמשך בתחזיות המלאים:



מבט ארוך טווח מעודכן על מצב המלאים לעומת הצריכה בסחורות נבחרות יכול גם הוא להעיד על מצבן של הסחורות השונות. למרות שלכל סחורה יש את רמת המלאים האופטימלית עבורה, הגרף הבא מצליב גם את יחס המלאים לצריכה וגם את המגמה של היחס הזה. ככל שהיחס גבוה יותר וככל שהוא במגמה עולה כך מצב המלאים טוב יותר והמחירים יכולים לרדת. להיפך אם היחס נמוך ומגמתו יורדת:

יחס מלאי לצריכה בסחורות נבחרות

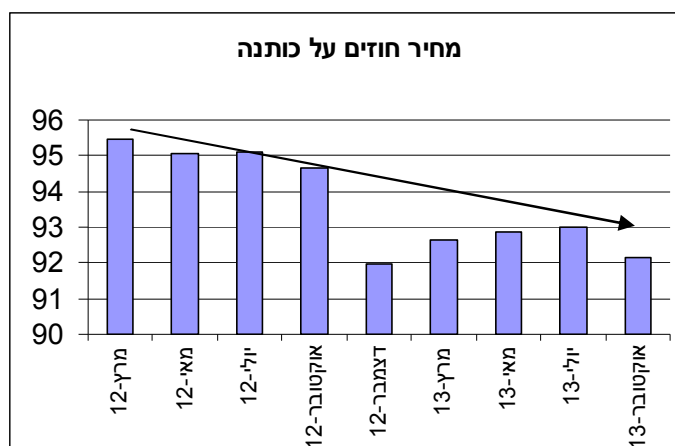


לאורך ההסטוריה ה**כותנה** שמרה על יחס גבוה של מלאי לשימוש לעומת סחורות אחרות, אך בשנה האחרונה היחס גבוה הן לעומת סחורות אחרות והן לעומת עצמה. לכאורה לא צפויה ירידה חדה במלאים או עליה במחירים בקרוב, אולם התנודתיות הגבוהה במלאים לאורך השנים יחד עם העובדה כי מחירי הכותנה קרסו בעשרות אחוזים עלולים לסמן שינוי מגמה בקרוב, במידה ויתברר כי החקלאים יפחיתו משמעותית את שטחי הזריעה לשנה הבאה בשל המחיר הנמוך של כותנה. דוח זריעה לשנה הבאה צפוי להיות מפורסם בסוף מרץ.

מקרה דומה קרה ב**חטיה** שב-2008 המלאים שלה היו בשפל היסטורי ומחירה בשיא. זה הוביל לגידול חד בשטחי הזריעה שהקפיצו את התפוקה והורידו בחדות את המחירים. המחירים לא חזרו לרמתם ב-2008 מאז אולם במחצית השניה של 2010 תיקנו חלק נכבד מהירידות בשל בעיות מזג אוויר והגבלות יצוא ברוסיה (גורמים אקסוגניים). כשירדה השפעת הגורמים הללו חזר המחיר לרדת.

בחזרה לכותנה, היא אינה צפויה אם כן לתקן את כל הירידה במחיר, אך יתכן שבקרוב נשמע על הפחתת שטחי זריעה שתוביל לירידה במלאים ובתורה לעליה קלה במחיר. לפי שעה, החוזים העתידיים על הכותנה עוד לא מתמחרים את זה, מה שמשאיר את ההשקעה בכותנה לספקולנטים שרוצים ללכת נגד המגמה שכרגע נראית לעין, אך מכיוון שכשמשיקיעים בסחורה למעשה קונים

את העקום קדימה, מספיק שהמחירים יטפסו מעט מעל לתחזית כרגע כדי ליצור רווחים. **השקעה בכותנה ניתן לעשות בחו"ל דרך תעודת סל BAL.**
חוזים עתידיים על כותנה:

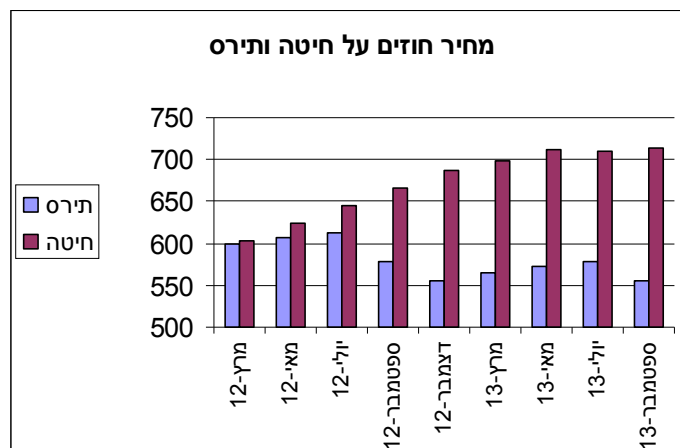


קריאה של דוח המלאים לגבי כותנה מראה שגם אם הולכים על השקעה בכותנה, אין כנראה מה למהר. בארה"ב המלאים החזויים טיפסו החודש ל- 3.7 מיליון בלות (בלה = 217.72 ק"ג) שזה כרבע מכמות הביקושים שם וזה עוד כלום לעומת המלאים העולמיים של כותנה המהווים כ- 53% מהביקושים – מעל למומצע ה- 5 וה- 10 שנת. בסין גדלו המלאים, אבל זה כחלק מתכנון של המדינה לצבור מלאי כותנה ולא דווקא לשימושים סופיים. צבירת המלאים בסין מעודדת את המטוויות להשתמש בכותנה לאריגת הבדים ותומכת במחירים.

חיטה: אחרי קפיצת המלאים בדוח דצמבר, החיטה עושה עוד צעד קטן לגידול המלאים ויחס המלאי לשימוש גדל בעוד 0.1% לרמה של 30.8%. זאת לעומת 30.6% בשנה הקודמת ולעומת 31.1% ב- 2009 שבה קפץ היחס בחדות (כפי שראינו בגרף המלאים לעיל). התפוקות גדלו בקזחסטן שזכתה למזג אוויר מושלם, בברזיל וברוסיה. בסה"כ המגמה ממשיכה להיות לטובת המלאים, התפוקה עולה והביקושים יורדים. עליות במחיר יכולות לנבוע לאורך זמן בעיקר כדי לחזור לפערים היסטוריים מול התירס. אחרי ירידות מחירים בחיטה ובתירס בחודש האחרון מחיר החיטה חזר למקומו מעל מחיר התירס. בסופו של דבר **תירס** אמנם סחורה הרבה יותר מבוקשת, נצרכת ובמצוקת מלאים, אבל בטווח הארוך שתי הסחורות נסחרות במגמות דומות.

בניגוד לכותנה, ניתן לראות כי הסוחרים לא מהססים להעלות את מחיר החוזים הארוכים יותר של חיטה. שתי הסיבות העיקריות הן כי בטווח הארוך המשבר האירופי ירגע, ניוזכר שהעולם צריך לאכול ושהחיטה מתומחרת נמוך יחסית לעלויות ההפקה שלה וביחס לתירס ולכן מחיר החוזים הארוכים יותר יקרים יותר. כמשקיע, על מנת ליצור רווחים בחיטה, אני צריך שהמחירים יעלו יותר ממה שהעקום מגלם כרגע. זה עשוי לקרות בעיקר אם יתרחשו בחודשים הקרובים נזקי מזג אוויר חמורים, שהחקלאים יחליטו להפחית את שטחי הזריעה של חיטה (וכרגע אין להם הרבה

תמריץ לעשות זאת, אם לשפוט על פי החוזים המתמחרים עליית מחיר עם הזמן) או שהמשבר יגמר והשוק בכללותו יחזור לעליות.



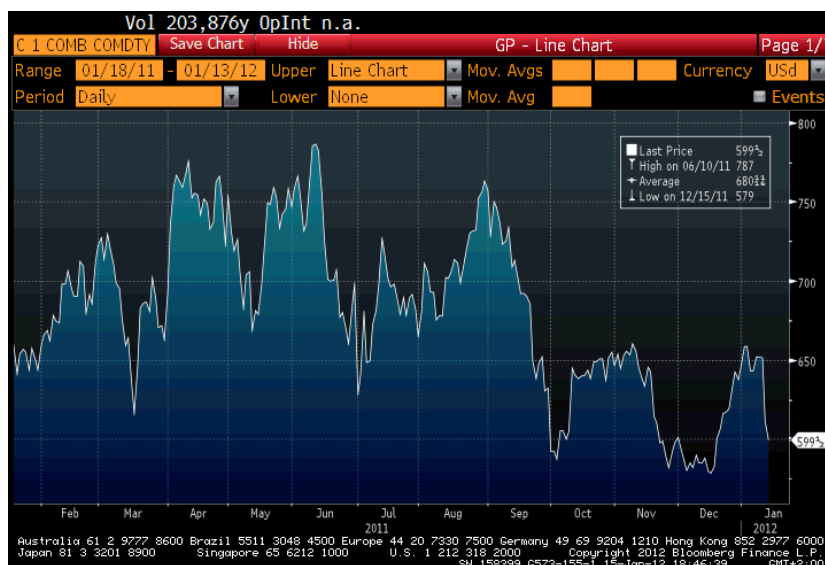
הגרף הזה שמראה את הפער שצפוי לחזור ולהיפתח בין מחיר החיטה לתיירס מוביל אותנו לסקירת התיירס בדוח משרד החקלאות. סקירה שלאחריה צנחו מחירי התיירס והחיטה בחדות. אם נתחיל בשורה התחתונה, מלאי התיירס העולמי אכן עלה, ולא זו בלבד, אלא שהצריכה הצפויה ירדה החודש. זה הוביל לשיפור ביחס מלאי לשימוש החזוי לסוף השנה החקלאית מ-14.6% בדצמבר ל-14.8% בינואר. זה עדין מתחת ל-15.2% אשתקד. אז נכון שבחודשים האחרונים ישנה מגמה של שיפור במלאי התיירס באופן שתומך בירידה מסוימת במחירים, אך האם המחיר צריך לרדת בצורה חדה כל כך אחרי הדוח הנוכחי? לא בטוח. אם נחזור לגרף של יחס המלאי לשימוש בסחורות השונות, נראה כי בתיירס היחס הוא הנמוך ביותר מבין הסחורות שנבדקו. לא רק שהוא הנמוך ביותר, אלא שהוא במגמת ירידה שנתית (אפילו שהתקרבו קצת למה שהיה אשתקד). לא רק שמלאי התיירס נמוך ביותר כרגע ביחס לצריכה שלו, אלא המרחק בין מה שהיחס הזה שווה היום מול היחס המקסימלי או היחס הממוצע מאז 1960 הוא הגבוה ביותר מבין חמשת הסחורות שנבדקו (ראה טבלה):

פער מלאי לצריכה היום מתוך שיא מלאי לצריכה	פער מלאי לצריכה היום מתוך מלאי ממוצע	
76.3%	104.2%	חיטה
32.2%	62.3%	תיירס
84.0%	116.5%	כותנה
88.9%	140.2%	סויה
58.9%	98.7%	אורז

כלומר, שיחס המלאים לצריכה בתיירס הוא רק 32.2% מהשיא (המצב הטוב ביותר) שהיו בו המלאים מאז 1960 והוא 62.3% בלבד מהיחס הממוצע של מלאי תירס לצריכה שלו מאז 1960. אלה היחסים הנמוכים ביותר מבין חמשת הסחורות שבטבלה.

כשחושבים על כך שהתירס הוא הסחורה הגדולה ביותר והנצרכת מביניהן אזי ניתן להבין את המחזור האדיר בסחורה הזו. זוהי רמת מלאים דומה לזו של שנת 1973 כשאוכלוסיית העולם מנתה רק כ- 4 מיליארד איש ולא 7 מיליארד כמו היום. אותם אנשים גם אכלו כל אחד הרבה פחות תירס מה- 7 מיליארד היום, כיוון שרק בעשורים האחרונים הוא פותח להיות בכל מצרך מזון שלנו. מספיק שמשוהו קל ישתבש בעונה החקלאית הקרובה של התירס, כדי לקלקל את השיפור הקל שהושג במלאים ושכל כך הוריד את המחיר ביום חמישי ושישי.

מחיר חוזה גרי קרוב על תירס, בשנה האחרונה:

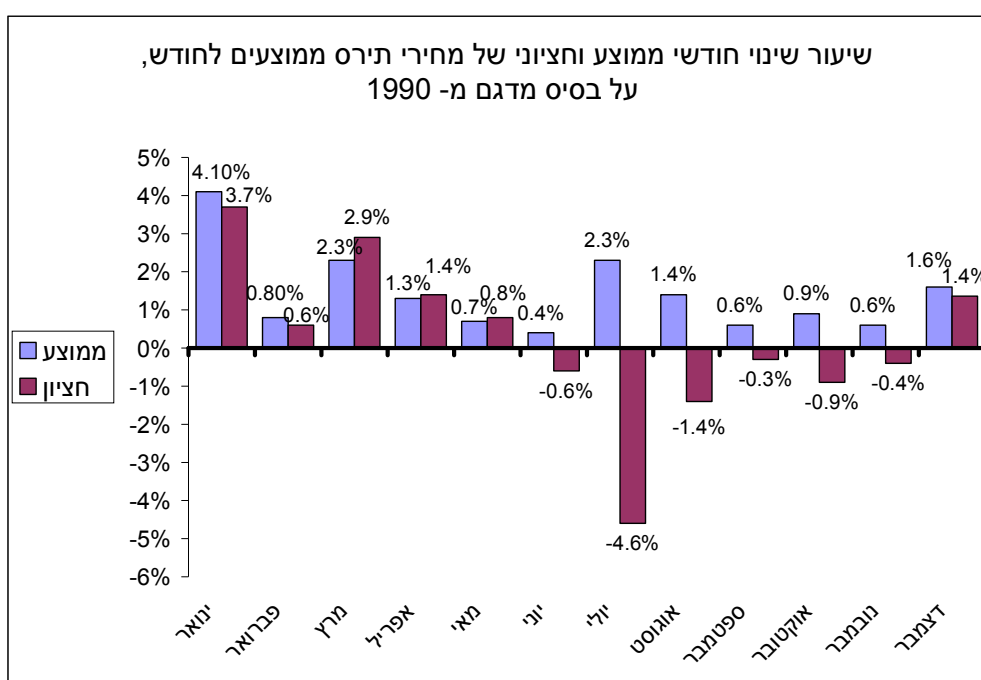


לפני שבועיים נגמר עידן בארה"ב ולאחר 30 שנה בוטלו הסובסידיות לאתנול. הסבסוד, שבמקור נועד לצמצם את תלותה של ארה"ב בנפט מיובא ולסבסד בנזין מעורב באתנול המיוצר מתירס עלה לארה"ב כ- 6 מיליארד דולר בשנה והחזיק מעמד גם בתקופות בהן מחירי התירס והדלק זינקו. לכאורה, הודעה כזו עשויה לפגוע בביקושים לתירס המיועד לאתנול ולהוריד את מחיר התירס. **בפועל, אנו נותנים את תשומת הלב לשני דגשים:** למרות לובי חזק מאד מצד יצרני התירס והאתנול ששנים התנגדו לביטול הסובסידיות, ולמרות שהשנה היא שנת בחירות בארה"ב ביטול הסובסידיה עבר בהצלחה. לא כי מישהו בפוליטיקה שש לאבד קולות בוחרים מצד החקלאים אלא כי אפילו הלוביסטים הגדולים של החקלאים הפנימו שכבר אין ממש טעם בסובסידיה הזו בהינתן מחירי התירס והנפט הנוכחיים. כנראה שגם בהינתן מחירי התירס העתידיים. התירס כבר לא צריך את האתנול כדי להחזיק את המחיר שלו. וזה למעשה האיתות הנכון לטעמנו באשר לאמונה של הגופים המעורבים בתירס לגבי מחירו בעתיד. דבר נוסף שיש להדגיש בהקשר הזה הוא כי ה- USDA כלל לא התיחס בתחזיות שלו לביטול הסובסידיה כגורם ממתן ביקושים.

עוד בנושא התירס, סין העלתה גם החודש את היבוא שלה ב- 1 מיליון טון. כל הגידול ביבוא הלך לגידול במלאים של המדינה. סין יבואן קטן אך בחודשים האחרונים העלתה את היבוא אליה והרימה אותו מרמה אפסית ל- 4 מיליון טון. המלאים שלה מסתכמים בכ- 58 מיליון טון וסך

היבוא העולמי צפוי להסתכם ב- 91.6 מליון טונות. עוד כמה הגדלות "קטנות" מצדה של סין עשויות להשפיע על המחירים.

לבסוף, העמקנו קצת יותר החודש בשינוי המחיר החודשיים של תירס על פני שנים. לקחנו קבוצת מדגם של החוזה העתידי קרוב של תירס מאז 1990 ובחנו מה היה המחיר הממוצע בכל אחד מהחודשים. אח"כ ערכנו שיעור שינוי חודשי למחיר הממוצע, כל חודש מול החודש שלפניו. לבסוף בדקנו מהם שיעורי השינוי הממוצעים והחציון בכל אחד מ- 12 החודשים בשנה כדי לראות היסטורית איך מתנהגים המחירים על פני השנה (ההבדל ממה שעשינו בסקירה הקודמת, שהפעם ערכנו את הבדיקה על מחיר חודשי ממוצע ולא סוף חודש). התוצאות מרוכזות בגרף הבא:



למרות הירידות האחרונות, חודש ינואר נוטה להיות חיובי למחירי התירס. כך גם דצמבר שדווקא אכזב ב- 2011 וכך גם כל המחצית הראשונה של השנה. מהנתונים עולה כי היסטורית, שיעור השינוי החודשי הממוצע עולה בכל אחד מהחודשים אך כשבוחנים את שיעור השינוי החציוני, אזי במחצית השניה של השנה יש ירידות בד"כ. הסיבה כנראה כי היו מספר שנים עם עליות חדות במחצית השניה שהשפיעו על הממוצע. לעומת זאת, במחצית הראשונה של השנה המחיר מטפס גם כשבדקים את החציון וגם את הממוצע. להערכתנו, ירידות המחירים האחרונות עשויות להתגלות כיוצרות הזדמנות השקעה והעליות פשוט ידחו על פני השנה. הסיבה הכלכלית לעליות מחירים בחלק הראשון של השנה הן כי אז מתקבלות החלטות לגבי שטחי הזריעה, אז גם חלה העונה החקלאית ואז גם הגידולים חשופים לפגעי טבע בלתי צפויים (שמתרבים בשנים האחרונות).

התנהגות המחירים כפי שמתבטאת בגרף היא גם אולי הסיבה שהחוזים קדימה מתמחרים ירידת מחיר במחצית השניה של השנה. אבל ראינו כעת שבדצמבר המחירים אמורים בד"כ לעלות וראינו

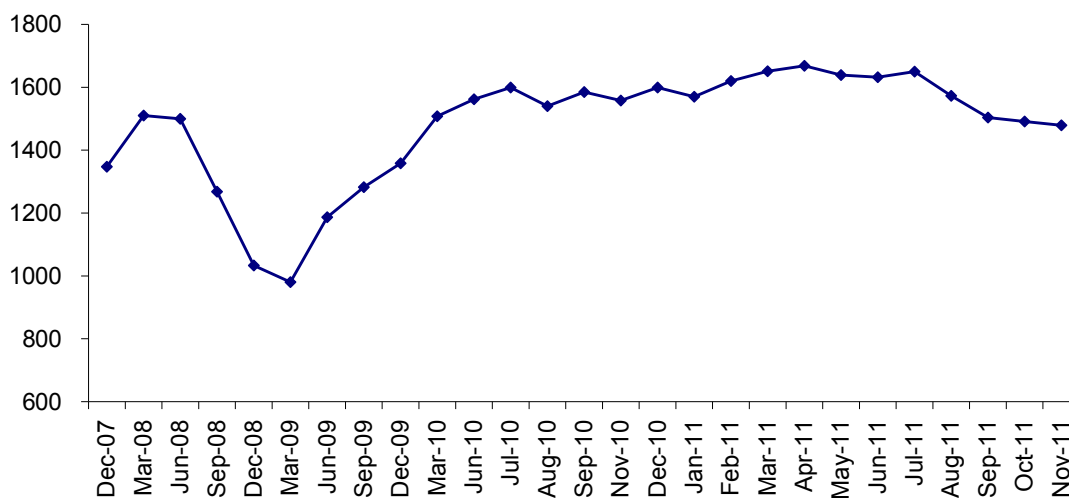
קודם את המחסור האדיר בסחורה. מכיוון שבסחורות אנו קונים את העקום ופחות את הכיוון אנו סבורים כי החוזים מתמחרים מחירים נמוכים מדי.
להערכתנו ניתן לנצל את הירידות האחרונות להשקעה בתירס לטווח הארוך. תעודת סל אופציונלית לעזות כן היא CORN.

נחתום בכמה מילים על הסויה: החודש התמתנו המלאים וירד יחס מלאי לשימוש. יחס מלאי לשימוש העולמי נמוך כעת מאשתקד ומלפני שנתיים. הירידה בתפוקה הייתה בין היתר מהיובש בארגנטינה וברזיל שהזכרנו קודם לכן. למרות זאת המחירים ירדו. על אף שנראה לכאורה כי הירידה לא כל כך הגיונית (לפחות התזמון שלה) ניכרת בחודשים האחרונים האטה בסחר העולמי בסויה שמשפיע על הסנטימנט. בנוסף, כאשר אנו חוזרים שוב לגרף המלאים בעמוד השני של הסקירה הזו או לטבלה בעמוד 4, ניכר כי יחס מלאי לצריכה של סויה עדיין גבוה יחסית להיסטוריה.

התמתנות נוספת בפוזיציות הלונג בנובמבר

הנתון מגיע כרגיל בפיגור, וכצפוי על פי נתוני ה-CFTC נמשכה בנובמבר ההתמתנות במספר פוזיציות הלונג הפתוחות על סחורות חקלאיות. ניתן לראות כי המגמה היא של ירידה בפוזיציות אך לא התרסקות כמו במשבר 2008. סביר כי בחודשיים הקרובים נמשיך לראות ירידה מסוימת בפוזיציות, אך הרמה עדיין גבוהה יחסית, כך שהתפתחות שלילית מדי במשבר האירופי עלולה עדין לגרום לירידה דרסטית במחירים ומכאן הסיכון בהשקעה.

מס' פוזיציות לונג נטו (באלפים) על סחורות חקלאיות



מס' חוזי לונג נטו על: קפה, קקאו, תירס, חיטה, כותנה, סויה, שמן סויה, חזיר רזה, בקר. מקור: CFTC

תפוקות ומלאים עולמיים (מליוני טון*) של סחורות חקלאיות:						
מלאי לשימוש	שינוי	מלאי סוף שנה	שימושים	שינוי	תפוקה	סחורה
31.1%		202.14	650.34		685.44	2009/10
30.6%	-1.1%	199.94	653.87	-4.9%	651.68	2010/11
30.7%	4.3%	208.52	680.2	5.7%	688.97	דצמבר
30.8%	5.0%	210.02	681.43	6.1%	691.5	ינואר
17.5%		195.33	1114.39		1115.55	2009/10
14.7%	-15.1%	165.88	1126.86	-1.6%	1097.41	2010/11
14.0%	-3.1%	160.66	1150.71	4.4%	1145.19	דצמבר
14.1%	-2.4%	161.83	1149.61	4.4%	1145.56	ינואר
17.5%		144.08	822.5		819.23	2009/10
15.2%	-11.1%	128.06	843.37	1.0%	827.35	2010/11
14.6%	-0.7%	127.19	868.61	4.9%	867.52	דצמבר
14.8%	0.1%	128.14	867.98	4.9%	868.06	ינואר
21.5%		94.16	437.89		440.52	2009/10
21.7%	3.2%	97.18	447.36	2.2%	450.37	2010/11
21.7%	2.4%	99.51	458.07	2.3%	460.84	דצמבר
21.8%	3.0%	100.07	458.54	2.5%	461.44	ינואר
22.3%		491.63	2202.62		2241.51	2009/10
20.8%	-5.8%	463.00	2228.09	-1.9%	2199.46	2010/11
20.5%	1.2%	468.69	2288.98	4.3%	2295	דצמבר
20.6%	1.9%	471.92	2289.58	4.5%	2298.5	ינואר
37.3%		44.39	119.01		101.68	2009/10
39.7%	2.2%	45.35	114.32	13.4%	115.32	2010/11
51.8%	27.2%	57.67	111.34	7.0%	123.42	דצמבר
53.1%	28.7%	58.35	109.99	6.5%	122.84	ינואר
25.0%		59.61	238.24		260.85	2009/10
27.3%	15.0%	68.58	251.58	1.3%	264.18	2010/11
24.8%	-5.9%	64.54	260.09	-1.9%	259.22	דצמבר
24.5%	-7.5%	63.43	259.3	-2.7%	257	ינואר
4.0%		6.38	160.83		165.24	2009/10
4.8%	27.3%	8.12	170.17	5.4%	174.24	2010/11
4.7%	2.0%	8.28	177.83	3.8%	180.94	דצמבר
4.7%	2.1%	8.29	177.43	3.7%	180.6	ינואר
8.1%		3.09	38.25		38.87	2009/10
7.3%	-2.6%	3.01	41	6.1%	41.23	2010/11
6.1%	-12.3%	2.64	42.97	4.1%	42.91	דצמבר
6.2%	-12.0%	2.65	42.83	3.6%	42.73	ינואר

*אלא אם צויין אחרת.

**שיעור השינוי הינו של התחזית לעומת סוף השנה החקלאית הקודמת. לדוגמה, בדו"ח הנוכחי של ינואר, חוזים כי מלאי החיטה לסוף השנה החקלאית הנוכחית יהיה גבוה ב- 5% לעומת השנה החקלאית הקודמת (2010/11).

למוציא האנליזה אין עניין אישי בניר ערך נשוא האנליזה, האמור באנליזה אינו מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים.

ניתוח זה הוכן ע"י **בנק אגוד לישראל בע"מ**, לשימוש עובדיו ועובדי חברות הבנות שלו ושימוש לקוחות של הבנק בכפוף להסתייגויות הבאות:

הניתוח הינו רכושו הבלעדי של הבנק. המידע ששימש את הבנק בהכנת ניתוח זה, הגם שהינו ממקורות שלפי ידיעת הבנק הינם מהימנים, אינו באחריותו. אין לראות בניתוח זה משום המלצה לביצוע פעולות כלשהן בניירות ערך או כל מצג שניתן על מנת שגורמים מחוץ לבנק יסתמכו עליו. כל הסתמכות על ניתוח זה תעשה על אחריותו של המשקיע בלבד. אין לעשות שימוש כלשהו, למסור, להעביר, להביא לידיעה, להעתיק, לצלם, לשכפל, לצטט, לפרסם, במישרין או בעקיפין, בכל אופן או שיטה בין בדפוס בצילום בהקלטה בהעתקה מכנית או אלקטרונית בתמורה או שלא בתמורה, את ניתוח או חלקים ממנו, לרבות, ממצאים, מסקנות והערכות הכלולות בו, ללא קבלת אישור בכתב מהבנק. הבנק ו/או חברות בנות שלו ו/או חברות הקשורות אליו (להלן: התאגידים) ו/או בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהם, עשויים להחזיק עבור עצמם ו/או עבור מי מלקוחות התאגידים הנ"ל מניות של מי מהחברות, ו/או עשויים להיות בעלי שליטה ו/או בעלי עניין במי מהחברות. כמו כן עשויים מי מהנ"ל לפעול בניירות הערך של מי מהחברות על בסיס יומי או אחרת, לפעול מעת לעת במכירתן ו/או ברכישתן חרף האמור בדוח זה.