

05/12/2016

## סקירה חודשית – דצמבר 2016:

שלום רב,

אביב-שגב שמחה להגיש לכם סקירה חודשית. והפעם בסקירה נסקור את התנהגות השווקים לאחר הבחירות בארה"ב, נתייחס להשלכות משאל העם באיטליה ולהשלכות של כל אלה בתיקי ההשקעות הגלובליים והמקומיים, לרבות בחלק הסולידי של רכיב האג"ח. כמו כן, כרגיל, נסקור את נתוני המאקרו וההתפתחויות המרכזיות בשווקים בחודש שחלף (\*)

---

מילים רבות כבר נשפכו על זכייתו של דונלד טראמפ בבחירות לנשיאות ארה"ב. השוק הוכיח ביום שלמחרת פרסום תוצאות הבחירות שלפעמים הוא יודע להפתיע גם לכיוון גם לטובה...

'סערה' קריסה של עשרה אחוזים, אירוע שיכול להתחיל מפולת של ממש בשווקים, זה היה התרחיש שתוארו מרבית הפרשנים והאנליסטים, לגבי התנהגות השווקים בארה"ב במקרה בו טראמפ יזכה בבחירות. השווקים כזכור, התנהגו באופן שונה לחלוטין מהציפיות. עם היוודע תוצאות הבחירות החוזים העתידיים על המדדים העיקריים בארה"ב ואירופה הגיבו בזעזוע שציפו לו והחוזים העתידיים על מדדי ארה"ב הראו ירידות של כ-5%, ירידות אלה התמתנו במהלך הבוקר כאשר יום המסחר הראשון שלאחר הבחירות הסתיים בצבע ירוק במדדים המרכזיים בארה"ב.

בצד של תשואות האג"ח נרשמה הפתעה מסוג שונה. עם היוודע התוצאות האג"ח הגיבו כמצופה: כלומר בתחילה התשואות ירדו והמחירים עלו, בדיוק כפי שהיה אחרי אירוע הברקסיט. ואולם, בהמשך המגמה התהפכה ותשואות האג"ח הממשלתיות ל-10 שנים של ארה"ב זינקו לרמה של 2.07, הרמה הגבוהה ביותר מאז ינואר 2014. והתשואות על האג"ח ל-30 שנה עלו לרמה של 2.86 מעל ל-2% עם עליה של 8 נק'. מגמת הטיפול בתשואות (במיוחד באג"ח מ"מ ארוך) המשיכה גם ביום למחרת באירופה וישראל וליוותה אותנו גם אח"כ.

המצע הכלכלי של טראמפ כולל הרחבה פסיקאלית אגרסיבית הכוללת השקעה בתשתיות, הורדת מיסים, הגדלת שכר העבודה והגדלת החוב, מה שאמור לגרור עלייה באינפלציה ובעקבותיה האצת תהליך עליית הריבית, ולהיטיב עם חברות הפונות בעיקר לשוק האמריקאי ועם סקטור הפיננסים.

**ואכן, בזמן שחלף מאז הבחירות בארה"ב ועוד בטרם נכנס הנשיא הנבחר לכהונתו, נראה שהשוק סימן כבר 'מנצחים' ו'מפסידים' על בסיס הערכות לגבי המדיניות הכלכלית שישם הנשיא הנבחר. מדיניות אשר כוללת השקעה נרחבת בתשתיות. קיצוץ מסים העלאת שכר העבודה שמגלמות עלייה חזקה וחדה יותר באינפלציה ובמטבע הדולר.**

החברות קטנות מהראסל 2000 , סקטור הפיננסים, סקטור התעשייה והתשתיות עלו יפה בעוד חברות הטכנולוגיה הגדולות פיגרו מאחור, והשווקים המתעוררים חטפו בשל התחזקות הדולר.

כלל לא ברור עד כמה מתכוון טראמפ ליישם את כל מה שהצהיר במסגרת מסע הבחירות ועד כמה יוכל ליישם את הכל. גם בהנחה שבית הנבחרים נמצאים תחת שליטה רפובליקנית. ולכן השאלה הגדולה היא האם האופטימיות ששוררת בשוק מאז הבחירות והעליות הנאות במדדי ה S&P והדאו ג'ונס ימשכו גם בחודשים הקרובים? ואם כן לכמה זמן? האם העליות במדדים המרכזיים בארה"ב מוצדקים או שאנו מתחילים לראות נתק בין ביצועי שוק המניות והכלכלה ?

לדעתנו התמונה מורכבת יותר מכפי שהשווקים סבורים וכפי שהמחירים הנוכחיים של המדדים מגלמים.

לנו נראה כי אם בתחילת 2016 שנפתחה, כזכור, בירידות חדות מאד במרבית המדדים המרכזיים בארה"ב ובעולם, המשקיעים הסתכלו רק על חצי הכוס הריקה נראה שעכשיו הם נוטים להסתכל רק על חצי הכוס המלאה ולהתעלם מעובדות שאינן נוחות להם...

בתחילת 2016 מרבית המומחים הכלכליים, הפרשנים והאנליסטים התחרו ביניהם בתחזיות פסימיות. דובר על חשש כי הכלכלה העולמית עשויה להיקלע למיתון בשל הירידה בצמיחה הכלכלית בסין. מחירי הנפט ירדו בחדות (מישהו זוכר שרבים דיברו על \$20 כמחיר לחבית נפט??), היה חשש כי מחירי האנרגיה הנמוכים יובילו לגל של פשיטות רגל של חברות הנפט מה שיגרור הרעה במצבם של הבנקים שהעניקו אשראי לחברות הללו. ובנוסף, רבים דיברו על כך שאירופה בצרות, מחירי המניות מנופחים, חזרה למשבר של 2008 וכיו"ב... השוק, כזכור, תיקן כחודשיים לאחר מכן את הירידות, ואמנם הייתה זו שנה תנועתית למדי אך נכון לעכשיו מדדי ארה"ב בתשואה חיובית מתחילת השנה. באירופה עדיין מלקקים את הפצעים וחלק מהמדדים המרכזיים בתשואה שלילית עדיין אך שום תרחיש של 'יום הדין' לא התרחש (בינתיים לפחות...).

כעת, כפי שאמרנו, העליות האחרונות והמיני ראלי שבאו לאחר הבחירות נראים לנו מוגזמים מעט. נדגיש ונאמר כי זה לא שאנו סבורים שצפוי לנו תיקון חד למטה או כניסה למשבר אנחנו לא מוצאים בטווח הקרוב, בסביבה המקרקו כלכלית הנוכחית ולנוכח מחירי המניות הסבר משכנע להם.

אנו סבורים, כי המשקיעים מתעלמים מהעובדה כי מרבית היוזמות של טראמפ, גם אם יבואו לידי ביטוי לא יכולות לתת תוצאותיהן והשלכותיהן על השוק לפני 2018. הם גם מתעלמים מהעובדה כי דולר חזק מדי עשוי להכביד על הפירמות הן ברמת הוצאות המימון ולהשפיע לרעה על החברות היצואניות. בנוסף, היחס חוב-תוצר בארה"ב ברמה גבוהה ואין זה דבר של מה בכך לדחוף את הגרעון הלאומי כלפי מעלה. (החודש פורסם כי הגרעון גדל ל-62 מיליארד דולר, בעוד הצפי על פי התחזיות המוקדמות עמד על 59.2 מיליארד דולר). ובנוסף, פתיחה לדיון מחדש של הסכמי סחר של ארה"ב יכולה לפגוע ביצואניות האמריקאיות ולגרור הטלת מיסים ומכס על סחורותיהן בחו"ל ולפגוע בצרכן האמריקאי שהינו אחד המנועים לצמיחת הכלכלה האמריקאית. מאבק בהגירה ובמהגרים עלול להוביל להתייקרות המחירים שישלם הצרכן האמריקאי בעבור מוצרים שונים.

נקודה נוספת שראוי להתעכב עליה נוגעת למדד הפחד ה-VIX. בעוד ה-S&P עלה כבר יותר מ-2.5% מאז הבחירות הדבר לא בא לידי ביטוי במדד הפחד. אשר הראה עוצמה יחסית מאז הבחירות, מה שמעיד שלמרות העליות במדדים המשקיעים די מפחדים ממה שמחכה מעבר לפינה בתקופה הקרובה. בנוסף, מחיר התעודה על הויקס גבוה יחסית ונראה שסטיות התקן עלו משמעותית. שני גורמים שיש בהם להעיד שאלמנט הפחד עדיין נמצא בתמונה למרות העליות של התקופה האחרונה.

ובינתיים, בבוקר יום שני (05.12) החלו להיוודע התוצאות של משאל העם שנערך באיטליה, כאשר העם דחה את הרפורמות לגבי מבנה הפרלמנט האיטלקי שהציע רנצי, (ושנועדו לחזק את כוחה של הממשלה ולאפשר לו להעביר רפורמות כלכליות משמעותיות). רנצי כבר הודיע כי בכוונתו להתפטר וכי הוא לוקח אחריות מלאה על התבוסה. מטבע היורו הגיב בירידה והתשואות על אג"ח ממשלת איטליה עלו איטליה היא לא בריטניה, חלק ניכר מהבנקים שלה מתמודדים עם נכסים רעילים המהווים כ-18% מתיק ההלוואות של הבנקים באטליה. מזה זמן רב רנצי ניסה בצורה יצירתית לפתור את בעיית החובות של הבנקים בארצו, תוך שמירה על כללי האיחוד האירופי, וניסה להוביל מהלך שיאפשר סיוע לבנק השלישי בגודלו במדינה, מונטה פצ'י די סיינה, על ידי הגדלת ההון של הבנק ומחיקת חובות לא מסופקים שלו.

ומה יקרה עכשיו באיטליה- האם תקום ממשלה טכנוקרטית (ממשלת ביניים) אשר תורכב מאנשי מקצוע ותהיה תחת פיקוח הפרלמנט, כפי שהיה בשיא המשבר של הגוש האירו? ממשלה שכזאת תוכל להוביל את איטליה והבנקים שלה לחוף מבטחים או שמה המדינה תלך לבחירות חדשות, בהם עלול להתחזק קולם של הבדלנים השואפים להתנתק מגוש היורו והמדינה תיסחף למערבולת של אי יציבות. מערבולת היכולה להקרין על מדינות נוספות בגוש וקיים כמובן גם התרחיש (שנראה כרגע פחות סביר) שרנצי יחזור בו ויסכים להנהיג את המדינה עד לבחירות. על כל זה בהרחבה בהמשך הסקירה.

---

## מאקרו בארץ ובעולם:



### ארה"ב:

#### בחינת נתוני המאקרו מראה כי בסך הכל הכלכלה די איתנה:

בסך הכל החודש שעבר התאפיין בכמה נתוני מאקרו חשובים חיוביים שמעלים את הסבירות שהפד סוף סוף יעשה מעשה ויורה על העלאת הריבית בישיבתו בחודש דצמבר למעשה, כפי שהעניינים נראים כעת, רק קטסטרופה בשווקים יכולה להצדיק את דחיית הריבית. סקטור הפיננסים כבר עלה מאז הבחירות בצפייה להעלאת ריבית מהירה ומשמעותית יותר תחת הממשל החדש ולהקלה ברגולציה המכבידה שהוא נתון תחתיה במהלך שנות כהונתו של אובמה. לפי המסתמן, דונלד טראמפ יקדם מהלכים של הרחבה

**פיסיקלית משמעותית, קיצוץ במיסים, השקעה בתשתיות והגדלת הגרעון מי שיצריך העלאת ריבית כדי לרסן את האינפלציה שצפויה להתרומם בצורה משמעותית יותר עקב הצעדים הללו.**

כפי שצינו, בחודש האחרון סקטור הפיננסים, סקטור התעשייה והתשתיות ומניות הראסל 2000 עלו יפה בעוד בחברות הטכנולוגיה הגדולות פיגרו מאחור. אנו מאמינים כי גם בזמן הקרוב נמשיך לראות שונות בין הסקטורים השונים במדד ה-S & P, כאשר מניות טכנולוגיה חברות רב לאומיות עשויות למצוא את הסביבה העסקית מאתגרת. שינויים פוליטיים וכלכליים שהם אנטי גלובליים. מסים ודולר חזק לא יקלו על חברות טכנולוגיה רב לאומיות. חברות בתחומים בעלי פוטנציאל צמיחה כגון אבטחת מידע. ענן והאינטרנט של הדברים יכולים להמשיך לצמוח.

## **אז מה היה לנו החודש:**

**חודש נובמבר נפתח עם דו"ח תעסוקה חיובי לחודש אוקטובר וגם הסתיים עם דו"ח תעסוקה חיובי (לחודש נובמבר).**

**הדו"ח של חודש אוקטובר הצביע על שיעור האבטלה של 4.9% ועל תוספת משרות של 161 אלף איש, נמוך אמנם מהצפי שדיבר על: 175 אלף משרות ואולם עדיין נתון שמצביע על מגמה חיובית. הדוח הראה עלייה בשכר ממוצע לשעה. שרשם עלייה ממוצעת של 0.4% בשכר לשעה ברמה חודשית, שבשיעור שנתי מסתכם ב-2.8%, הקצב המהיר מאז יוני 2009.**

**הדו"ח של חודש נובמבר שהתפרסם בתחילת דצמבר המשיך את המגמה החיובית. לפי הדו"ח במהלך החודש האחרון נוספו למשק האמריקאי במגזר הלא חקלאי בארה"ב 178 אלף משרות לעומת צפי של 175 אלף משרות. הדו"ח החיובי העלה את הציפיות להעלאת ריבית בקרב משקיעים ופרשנים למאה אחוזים כמעט, והדבר בא לידי ביטוי גם בתשואות על אג"ח ארה"ב. שיעור האבטלה ירד ל-4.6%.**

**מדד מנהלי הרכש במגזר הלא-יצרני (לחודש אוקטובר). ירד יותר מהתחזיות ברבעון האחרון. המדד ירד לרמה מתואמת עונתית של 54.8, מרמה של 57.1 ברבעון הקודם הצפי היה: כי המדד יעמוד על 56.0.**

**נתון המכירות הקמעוניות בארה"ב היה חיובי: המכירות זינקו באוקטובר, והשלימו את העלייה הגבוהה ביותר בששת החודשים האחרונים. רצף החודשיים הטוב ביותר מאז תחילת 2014. המכירות עלו ב-0.8% לאחר עלייה של 1% בספטמבר, לפי נתונים שפרסם הממשל היום. אנליסטים צפו עלייה מתונה יותר של 0.7%. מדד המכירות הקמעונאיות ליבה (בלי רכבים) גם כן עלה ועמד על 0.8% לעומת תחזית של עלייה של 0.5% בלבד... (0.7% הנתון בחודש הקודם).**

**מדד המחירים לצרכן עלה ב 1.6% בהשוואה לחודש המקביל בשנה הקודמת, בהתאם לתחזיות (לאחר עלייה של 1.5% בחודש ספטמבר).**

**ילקראת סוף החודש פרסם כי הגירעון המסחרי של ארה"ב גדל ל-62 מיליארד דולר, הצפי על פי התחזיות המוקדמות עמד על 59.2 מיליארד דולר. כמו כן, מדד מנהלי הרכש**

שפורסם ב 25.11 עלה בשיעור נמוך מהצפוי ועמד על 54.7 נקודות לעומת הצפי של 54.9 נק'.

כמו כן, **המשק האמריקאי צמח ב- 3.2% ברבעון השלישי של השנה** ( מתואם שנתי). אחוז הצמיחה הגבוה יותר שנרשם מ הרבעון ה-2 ב-2024 ומעבר לצפי המוקדם לצמיחה של 3.1%. השקעות העסקים עלו הרבה מעבר לתחזיות - ב 10.1% ותרמו ככל הנראה לעלייה בתוצר.

**הוצאות הצרכנים** עלו ברבעון האחרון ב 2.8 אחוזים לעומת צפי לעלייה של 2.1. הוצאות הצרכנים מהוות פרמטר חשוב מאד להערכת מצב הכלכלה האמריקאית שכן הן מהוות כ- 2/3 מהיקף הפעילות הכלכלית בארה"ב.

**הייצוא** גם הוא עלה באופן מרשים ברבעון האחרון ב 10.1 אחוז. עתה נותר לראות מה יקרה לסעיף זה ברבעון הבא לאור התחזקות הדולר.

## נפט:



בתום ציפייה מתוחה משקיעים ברחבי העולם נשמו לרווחה בתום הפגישה של ראשי אופ"ק בוניה. חברות הארגון הגיעו לראשונה מזה שמונה שנים להסמכה להגבלת תפוקת הנפט במטרה לשמור על יציבות במחירי הנפט. לפי הסיכום שהושג חבות הארגון יקצצו את התפוקה הכוללת ב-1.2 מיליון חביות ליום, והתפוקה הכוללת היומית תעמוד על: 32.5 מיליון חביות. ההסכמה הושגה לאחר ששלוש היצרניות הגדולות סעודיה, איראן ועיראק הצליחו להגיע להסכמה בעניין האופן בו יתנהל הקיצוץ, כאשר הסעודים הסכימו שאיראן תעלה את הייצור שלה לרמה של 3.9 מיליון חביות ביום.

הנושא של קיצוץ התפוקה על ידי איראן שטרם חזרה לכושר ייצור מלא מאז הוסרו ממנה הסנקציות, היה אחד מאבני המחלוקת שאיימו לפגוע בניסיון להגיע להסכמה של חברות אופ"ק. הנפט כצפוי עלה במסחר בימים שלאחר ההסכם וגם מניותיהם של יצרניות ומפיקות הנפט הגדולות.

סקטור האנרגיה בארה"ב שידע הרבה עליות ומורדות ב-2016 על רקע משבר מחירי הנפט, צפוי לקבל רוח גבית לאחר ההסכם ולאור מדיניות פסיקלית מרחיבה ומעודדת צמיחה שהממשל החדש ברשותו של דונלד טראמפ צפוי לנקוט.



**אירופה:**

## גרמניה ואירופה:

מצד אחד העניינים פחות או יותר כרגיל באירופה, בעיקר מבחינת נתוני המאקרו, כאשר היו מספר נתונים חיוביים למדי הנוגעים לכלכלת הגוש. עיקר הסכנות לזעזועים באירופה בטווח הקרוב קשורים להתפתחויות הפוליטיות ביבשת ובראשן: משאל העם באיטליה שמתוכנן בדצמבר והבחירות הצפויות בשנת 2017 בצרפת, בגרמניה ובהולנד.

משאל העם באיטליה התקיים ב-4 לדצמבר. המשאל היה בעניין רפורמה של ראש הממשלה רנצי לצמצם את כוחו של הסנאט ולהעברת סמכויות מהמחוזות לממשלה באופן שיאפשר לו להעביר רפורמות כלכליות נרחבות במדינה. בפועל משאל העם הפך למעין הצבעת אמון בממשלה כאשר רנצי הודיע מראש, כי יתפטר במידה ויפסיד במשאל. בעת כתיבת שורות אלה ידוע כי האיטלקים אמרו 'לא' לרפורמות ורנצי הפסיד במשאל וכבר הודיע על כוונתו להתפטר מרשות הממשלה. בינתיים נכון ליום כתיבת הסקירה השווקים באירופה מצויים במגמת עלייה, למעט בורסת מילאנו ומניות הבנקים המרכזיים באיטליה אשר מצויים במגמת ירידה. האם השוק סבור כי תוצאות המשאל פחות דרמטיות מכפי שחלק מהפרשנים סבורים וכי איטליה אינה הולכת בינתיים לבחירות? ייתכן, כמו כן ייתכן ותקום באמת ממשלת טכנוקרטיים אשר תוביל את איטליה בתקופה הקרובה. עם זאת אי אפשר להתעלם מההשלכות שיש לאפשרות של הקדמת הבחירות ולהתחזקות מפלגות ימין כמו מפלגת "חמשת הכוכבים" אשר דוגלות באג'נדה בדלנית ביחס לגוש האירו. מפלגת חמשת הכוכבים ומפלגות ימין נוספות הובילו את ההתנגדות להצעותיו של רנצי ולכן רואות בתוצאות המשאל כניצחון שלהן. מה שברור הוא, כי לטווח הרחוק יותר, המגמה שהסתמנה באיטליה במשאל העם אינה תורמת ליציבות המדינה שמתמודדת עם קיפאון כלכלי, אבטלה גבוהה וזרם של מהגרים. ייתכן ושוב נחזה במגמה של הרחבת הפער בתשואות של המדינות החלשות יותר בגוש – ספרד, איטליה ופורטוגל מול המדינות החזקות כמו גרמניה וצרפת וכן בירידות בסקטור הפיננסים ובמיוחד בבנקים האיטלקים. מנגד אין צורך להיכנס לתרחישים פסימיים ונמהרים מדי על פירוק גוש האירו, מאחר ואנו סבורים שמנהיגיו יפעלו כדי לשמר את יציבות הגוש כולו.

אין להתעלם מכך שההפסד של רנצי עשוי ליצור אפקט דומינו, לפחות ברמה הפסיכולוגית, ולחזק את הכוחות הלאומניים הבדלניים בארצות השכנות. אותן כוחות אשר מתנגדים לגבולות פתוחים ומדיניות הגירה ליברלית.

בצרפת נבחר החודש פרנסואה פילון כמועמד הרפובליקנים. פילון נחשב למי שמציע שינוי העמדת השלטון הנוכחי. מציע להכניס מכסות להגירה. צעדים כלכליים ובהם הארכת שבוע העבודה מ-35 שעות, מתן הטבות ועידוד לעסקים (ובהן הפחתת מיסים), רפורמות ושיתוף פעולה הדוק עם מנהיגות גוש האירו. פילון בהחלט נחשב כמי שאמור להוות אלטרנטיבה לשלטון הנוכחי ובחירתו עשויה להחליש את מרי לה-פן אשר בוחרים ימניים יחסית אשר רוצים לראות שינוי פוליטי במדינה יעדיפו להצביע לפילון ולא ללה-פן...

\*\*היחלשות של מטבע היורו צפויה להטיב עם חברות יוצאניות ולשפר את כושר התחרות שלהן.

## עוד נתונים מגוש האירו:

מדד הייצור התעשייתי של הגוש נפל פחות מהמצופה בחודש האחרון . המדד ירד לרמה מתואמת של  $-0.8\%$  -  $-1.8\%$  בחודש הקודם. לעומת זאת מאזן הסחר של הגוש עלה יותר מהציפיות ברבעון האחרון. הנתון עומד על 26.5 מיליארד לעומת צפי ל-22.5 מיליארד, עלייה מרמה של 18.4 מיליארד ברבעון הקודם.

מדד מנהלי הרכש של המגזר היצרני בגרמניה היה נמוך מעט מהתחזית ועמד על 54.4 (לעומת קריאה של 55 בחודש הקודם וצפי של 54.8) אולם עדיין הנתון מצביע על מגמת התרחבות של הכלכלה.

נתון ה-GDP של גרמניה לרבעון האחרון הצביע על ירידה של  $0.2\%$  לעומת הרבעון הקודם לעומת צפי לעלייה של  $0.3\%$  (ברבעון הקודם עמד הנתון על  $0.4\%$ ).

מדד הסנטימנט הכלכלי של ZEW עלה ב-13.8 נקודות לעומת צפי לעלייה של  $8.1\%$  מה שמעיד על שיפור מסוים במצב הרוח של והציפיות של המגזר העסקי במדינה.

מדד מנהלי הרכש המשולב של גוש האירו שפורסם בנובמבר עמד על 54.1 מעבר לתחזית שצפתה כי המדד יעמוד על 53.3 כמו בחודש שעבר.



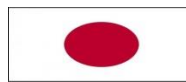
## • בריטניה:

• מתי אנגליה תתחיל את הדיונים על יציאתה מהאיחוד האירופי? לא ברור כעת. בית המשפט העליון במדינה קבע החודש כי הממשלה תהיה חייבת את אישור הפרלמנט במקרה של הפעלת סעיף 50 ובכל הסכם שהיא תשיג לתנאי הפרישה של המדינה מהאיחוד האירופי. כעת עולה השאלה האם ההכרעה של בית המשפט תגרור דחייה נוספת בברקזיט? לפי החלטת בית המשפט, כל הפרלמנט יהיה חייב להצביע בנוגע לשאלה האם המדינה יכולה לפתוח בתהליך הפרישה מהאיחוד האירופי. ההחלטה של ביהמ"ש מקשה עוד יותר על תרזה מיי, שהודיעה בעבר כי הסמכות להפעיל את סעיף 50 באמנת ליסבון, שמאפשר להתחיל את הליך פרישת בריטניה מהאיחוד, מצויה בידי הממשלה בלבד. כתוצאה מההחלטה הנ"ל הלי"שט התחזקה מול הדולר בכמעט  $3\%$  הממשלה מתכוונת לערער מול בית המשפט העליון והתוצאות צפויות להגיע בדצמבר. עד אז, אי-וודאות בנוגע לברקסיט תישאר וייתכן שהפעלתו של הסעיף לא תתקיים ברבעון הראשון 2017 .

• מלבד זאת, הבנק המרכזי החליט החודש להותיר את הריבית ללא שינוי ברמה של  $0.25\%$ . הבנק אף עדכן כלפי מעלה את תחזית האינפלציה לשנת 2017 לשיעור של  $2.7\%$  לעומת  $2\%$  בתחזית מחודש אוגוסט. חלק מהעלייה באינפלציה מוסבר

על ידי השחיקה החזקה במטבע הליש"ט שחלה מאז הברקסיט. החשש מפני אינפלציה מוריד את האפשרות להורדת ריבית בטווח הקרוב, אם כי הבנק המרכזי אמר כי כל הכלים עומדים בפנים (העלאת/הורשת ריבית) בהתאם לצורך.

- **המכירות הקמעוניות בבריטניה זינקו בשיעור חד מהצפוי באוקטובר.** המכירות עלו באוקטובר ב-1.9% לעומת ספטמבר, אז נרשמה עליה של 0.1% בלבד, לפי לשכת הסטטיסטיקה הבריטית. את העלייה הובילו מכירות הבגדים, לאחר שמזג האוויר הקריר העלה את המכירות של קולקציות הביגוד לחורף.
- **שיעור האבטלה בבריטניה לחודשים יוני, יולי וספטמבר ירד לרמה של 4.8% - לעומת 4.9% בחודשים שקדמו להם.** מדובר בשפל של 11 שנים. מנגד, מספר האנשים שחותמים על דמי אבטלה קפץ הרבה מעבר למשוער. באוקטובר חתמו 9,800 איש נוספים על דמי אבטלה, ובספטמבר חתמו 5,600 איש נוספים - ולא 700 כפי שדווח תחילה.
- מדד המחירים לצרכן עלה ב-0.9% ביחס לרבעון המקביל אשתקד לעומת צפי של עליה של 1.1% (ברבעון הקודם עמד על 1.0%).



**יפן:**

בסקירה הקודמת כתבנו כי כרגע נראה כי מאמצי הנגיד וראש הממשלה להעלות את האינפלציה אינם נוחלים הצלחה וייתכן כי הבנק יחליט לנקוט בצעדים נוספים בהמשך. ובינתיים מדד הניקיי דווקא עלה יפה החודש האחרון לאחר שקיבל רוח גבית מתהליך היחלשות היין מול הדולר. ככל שהמועד להעלאת ריבית בארה"ב מתקרב (הסבירות שהעלאה אכן תתבצע גבוהה מאד ונראית כמעט וודאית כרגע), וככל שהנשיא הנבחר יראה כי בכוונתו לקדם את המצע הכלכלי עליו התחייב במסע הבחירות שלו, הכולל הרחבה פיסיקאלית משמעותית.

בנוסף, החודש פורסם נתון מאקרו מעודד: **התוצר היפני צמח ברבעון השלישי של השנה ב-0.5% ועומד על רמה מתואמת שנתית של 2.2%.** עלייה בפעילות הייצוא ברבעון האחרון אחראית במידה רבה על הגידול בתוצר. כמו כן, הבנק המרכזי התחיל ליישם את המדיניות עליה הצהיר בישיבתו בחודש ספטמבר, לפיה הוא ירכוש אג"ח ללא הגבלת סכום במחיר שהוא יקבע ועל מנת להשפיע על עקום התשואות ולנסות להחזיר את התשואות על האג"ח הארוך לטריטוריה חיובית.

מדד הניקיי היה בין המדדים שבלטו החודש, בין היתר, בשל החולשה של מטבע היין מול הדולר.

המשך/.....





## ישראל:

נתוני הצמיחה של המשק הישראלי מראים קצב שיפור מרשים. נתוני הרבעון האחרון והשלישי של 2016 שפורסמו במהלך החודש האחרון הראו כי הצמיחה במשק הישראלי עמדה על 3.20%, מה שמהווה שיפור נאה שמיוחס, בעיקר, לגידול בצריכה הפרטית, שגדלה בקצב מהיר ולגידול בקצב ההשקעות.

ניתן לראות גם שבנק ישראל משנה את התייחסותו למשק הישראלי והוא רואה את קצב השיפור בצמיחה באופן חיובי למרות עליית מחירי הדיור שעדיין לא פסקה.

כאשר אנו בוחנים את התפתחות תחזית האינפלציה, נראה כי השווקים צופים שהציפיות האינפלציוניות לטווח הבינוני-ארוך של 5-10 שנים הן של עלייה באינפלציה ואילו בטווח הקצר-בינוני הציפיות האינפלציוניות יורדות. התפתחות חיובית זו תומכת באי העלאת הריבית בטווח הקצר, קרי עד סוף 2017, ולכן אנו ממשיכים להמליץ על מח"מ בינוני-קצר ברכיב האג"ח.

יש לציין כי העלייה בהתפתחויות האינפלציוניות לטווח הארוך היא תוצאה ישירה של עליית התשואות באג"ח ארה"ב לטווחים ארוכים, ולכן אנו מעריכים כי אם וכאשר מגמה זו תיעצר או תשנה כיוון, אנו נמליץ להאריך את המח"מ ברכיב האג"ח.

בשלב זה החשש מהמשך עליית התשואות באג"ח ממשלת ארה"ב קיים ולכן אנו נשארים בהמלצותינו מחודשים קודמים קרי מח"מ בינוני קצר.

עליית התשואות באג"ח האמריקאי לעשר שניים משקפת אף היא את העלייה בציפיות האינפלציה בארה"ב והיא נובעת בעיקר מהציפייה למימוש המדיניות הכלכלית של טראמפ (הכוללת הרחבה פסיקלית משמעותית), וכן מהציפייה כי לממשל החדש יהיה הרבה יותר אפקטיבי מבחינת היכולת להוציא תכניותיו אל הפועל, בשל הרוב שיש לו בשני בתי הקונגרס.

אג"ח ל-10 שנים בארה"ב נסחר כיום על 2.39%. אג"ח ל-10 שנים בישראל נסחר כיום על 2.23% קרי פער שלילי של 0.16% וזאת בהתאם לתחזית שלנו בסקירה הקודמת. פער שלילי זה יכול בהחלט להתרחב בנסיבות שצינו קודם מהסיבות: עליה בהתפתחות האינפלציונית בטווח הארוך וירידה בהתפתחות האינפלציונית בטווח הקצר בישראל, וזאת לעומת עלייה בהתפתחות האינפלציונית בטווח הארוך והקצר גם יחד בארה"ב. ולכן אנו ממליצים על האפיק השקלי בטווח הקצר ועל האפיק המדדי בטווח הבינוני.

ניתן לבצע זאת כמובן באמצעות אגח מדורג A ומעלה במח"מ קצר של עד 3 שנים באפיק השקלי תוך מתן העדפה לאגרות החוב של הבנקים, ואילו את החלק המדדי אנו ממליצים לבצע באמצעות אג"ח ממשלתי במח"מ של 5 שנים ומעלה. טקטיקה זו נהנית משני האפיקים תוך ניצול הציפיות האינפלציוניות בטווח הקצר ובטווח הארוך בישראל.

ככלל אנו ממליצים לצמצם את החשיפה לאג"ח מחברות הנדל"ן וזאת על רקע הציפיות להעלאת הריביות שתכביד גם על הוצאות המימון הבעייתיות גם כך וכן מצד הביקוש הריבית על המשכנתאות תעלה אף היא .

### החודש שהיה במספרים:

מדינה	מדדים	שינוי חודשי	שינוי מתחילת שנה
ישראל	תל אביב 25	2.87%	-5.42%
ישראל	תל אביב 75	3.87%	15.56%
ישראל	תל אביב 100	2.66%	-3.90%
ארה"ב	Dow Jones	5.41%	9.75%
ארה"ב	S&P 500	3.42%	7.58%
ארה"ב	NASDAQ 100	0.20%	4.74%
ארה"ב	Russell 2000	10.99%	16.41%
אירופה	EUROPE STOXX 600	0.89%	-6.51%
אירופה	EUROSTOX 50	0.89%	-5.43%
סין	FTSE CHINA 50	1.12%	3.41%
סין	CSI 300	6.04%	-5.17%
יפן	NIKKEI 225	5.07%	-3.81%
ברזיל	IBOVESPA	-4.65%	42.81%

ארה"ב	סקטור מצטיין	פינוסים 13.55%
ארה"ב	סקטור מאכזב	צריכה בסיסית -4.32%

ריבית בנק ישראל: 0.10%
מדד המחירים לצרכן: 99.30
תשואת אג"ח 10 שנים לישראל: 2.22%
תשואת אג"ח 10 שנים לארה"ב: 2.41%
המרווח עומד על: -0.19%

(\*הבהרה): המסמך הנ"ל מכיל סקירה אינפורמטיבית בלבד ואין לראות בו ו/או במידע ו/או בדעות ו/או בניתוחים המופיעים בו משום הצעה לביצוע פעולות כלשהן (לרבות פעולות מכירה/קנייה/החזקה) בניירות ערך. אין המסמך הנ"ל והאמור בו בא להוות משום 'ייעוץ בהשקעות' ע"י מי שמורשה לעסוק בכך, המתחשב בנתוניו וצרכיו המיוחדים של כל אדם ואדם. ייתכן ולכותבי המאמר או לאביב-שגב יהיה עניין אישי בנושא/ או שברשותם ני"ע המוזכרים בסקירה.