

13.11.16

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים
הבאים
0.8%

מדד אוקטובר
0.1%

מדד נובמבר
0.1%

מדד דצמבר
0.1%

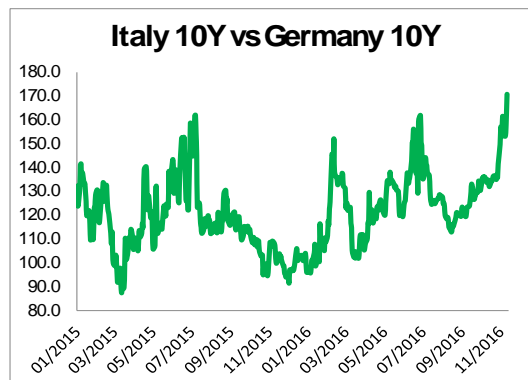
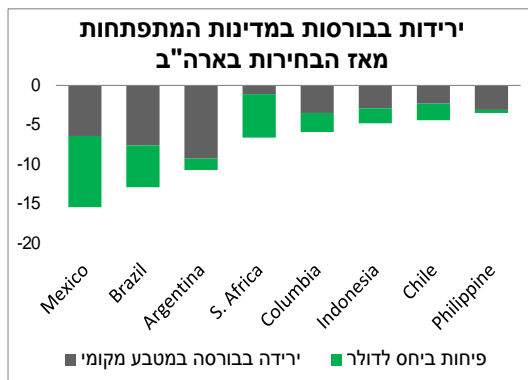
ריבית בנק ישראל צפויה
בעוד 12 חודשים
0.25%

- המציאות הפוליטית והכלכלית החדשה בארה"ב מעלה את אי הוודאות בארה"ב עצמה, באירופה ובמדינות המתפתחות, וצריכה לבוא לידי ביטוי בגישה להשקעות.
- למעט הגבלת הסחר וגירוש המהגרים שיעלו אינפלציה וידכאו צמיחה, המדיניות הכלכלית של הנשיא החדש נראית הגיונית, אך הבעיה הנה במינונים. המשק האמריקאי אכן עשוי לרשום צמיחה מהירה בזכות הורדת המסים בשלב ראשון, אך עלייה חדה בגירעון הממשלתי יובילו להתייקרות עלויות המימון.
- כדי לבצע תוכנית פסקאלית גדולה מבלי להעלות משמעותית את הגירעון נדרשת תוכנית QE או אף שמירה על אי עליית תשואות האג"ח הממשלתיות בסגנון ה-BOJ. הבעיה היא שה-FED דווקא נמצא בכיוון הפוך ועשוי אף לזרז את עליית הריבית אם הגירעון יעלה משמעותית.
- שילוב של עלייה בגירעון, באינפלציה ומכירות האג"ח ע"י הסינים מאיימים על שוק האג"ח. התשואות הנוכחיות כבר מגלמות יישום מוגבל של תוכניות פסקאליות, פעולה שקולה בתחום הסחר וציפיות לזירוז עליית הריבית. יחד עם זאת, יש לזכור שבמהלך ה-Tapering השוק "הגזים" עם עליית התשואות, מה שעשוי לקרות גם כעת.
- התוכנית הכלכלית מאיימת על החברות האמריקאיות הגלובליות, על המדינות המתפתחות, על מניות הדיווידנד ועל המניות של החברות הממונפות.
- עלייה חדה בתשואות הממשלתיות תפגע באפיק הקונצרני בארה"ב, במיוחד בחברות שמצבן הפיננסי חלש.
- למרות הידידות המוצהרת, לא בטוח שהמשק הישראלי ייחנה מהמדיניות הכלכלית החדשה בארה"ב שתפגע בסחר החוץ ובחברות הגלובליות שמחזיקות מרכזי פיתוח בישראל.
- הסיבות שעשויות לזרז את העלייה באינפלציה ובריבית בארה"ב לא כל כך ישפיעו על המשק הישראלי. לכן, לא צפוי זירוז של עליית הריבית ע"י בנק ישראל.

טראמפונומיק.

יכול להיות שנשיאותו של טראמפ תהיה מצוינת, אך עלייה באי הוודאות צריכה להתבטא בשוק יכול להיות שכהונתו של דונלד טראמפ תהיה מצוינת לכלכלה ולשווקים, אבל בשלב זה בחירתו בעיקר מגדילה את אי הוודאות במספר מישורים:

- א. קודם כל בארה"ב עצמה.
- ב. גם באירופה בעקבות נצחונם של טראמפ עלולים להתחזק ואף לנצח הכוחות הבדלניים.
- ג. גם בשווקים המתעוררים ובפרט בסין אי הוודאות גדלה.
- ד. גם האי הוודאות הגיאופוליטית עלתה עם הנשיא החדש במיוחד בהתחשב בתכונותיו האישיות ובעמדות שהביע במהלך החודשים האחרונים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

חלק מהתוכנית הכלכלית של טראמפ נראה הגיוני למעט המינונים

למעט הפרוטקציוניזם בתחום סחר החוץ וגירוש המהגרים, התוכנית הכלכלית של טראמפ נראית הגיונית. הבעיה היא המינונים. לדוגמה, כדי לכסות על אובדן ההכנסות כתוצאה מהורדת המסים וגידול בהוצאות, לפי תוכניתו, נדרש קיצוץ בהוצאות הממשלה בשיעור של כ-20% (Moody's).

המשק האמריקאי אכן עשוי לרשום צמיחה מהירה בזכות הורדת המסים בשלב ראשון, אך עלייה חדה בגירעון הממשלתי יובילו להתייקרות עלויות המימון, כולל למגזר העסקי, ולדחיקתו משוק האג"ח ע"י הממשלה שתגדיל משמעותית את ההנפקות. מכאן, הדרך לדעיכה כלכלית עלולה להיות מהירה.

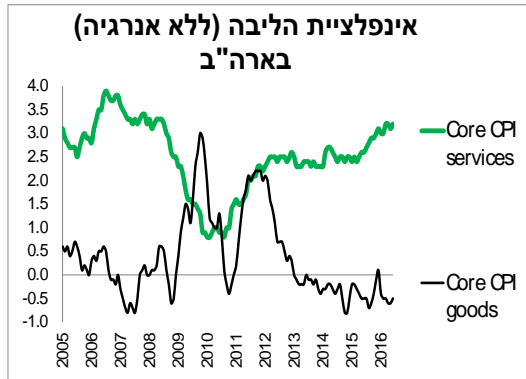
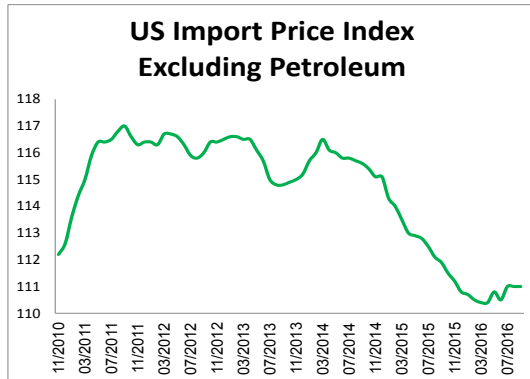
כדי לבצע תוכנית פסקאלית גדולה מבלי להעלות משמעותית את הגירעון נדרשת תוכנית QE או אף שמירה על אי עליית תשואות האג"ח הממשלתיות בסגנון ה-BOJ. הבעיה היא שה-FED דווקא נמצא בכיוון של עליית הריבית ועשוי אף לזרזה אם הגירעון יעלה משמעותית, מה שצפוי להגביר את הלחצים לעליית התשואות.

מגבלה על היבוא וגירוש מהגרים תגרום לזעזוע בצד ההיצע ותעלה אינפלציה

היבוא האמריקאי מסין וממקסיקו ללא מוצרי האנרגיה מהווה כ-35% מסך יבוא הסחורות לארה"ב. רבע מיצוא הסחורות מארה"ב מיועד לסין ולמקסיקו. לכן, לצעדים פזיזים של הגבלות הסחר עלולים להיות השלכות קואבות.

ראשית, פגיעה בחברות האמריקאיות היצואניות. שנית, עלייה באינפלציה. אינפלציית השירותים בארה"ב שכוללת מחירי הדיור, החינוך, הבריאות וכו' עומדת מעל 3%. לעומת זאת, מחירי המוצרים המיובאים שירידים בשנים האחרונות עוזרים לאינפלציה הכוללת להיות מתחת ל-2%. גם גירוש המהגרים הלא חוקיים, שמהווים כ-5% מכוח העבודה, עלול לייקר עלויות השכר לחברות רבות ולהעלות מחיר המוצרים והשירותים השונים.

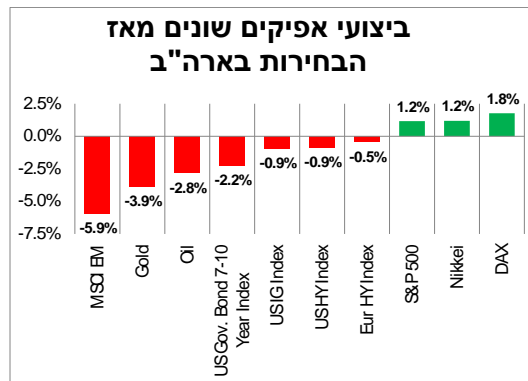
הגדלה משמעותית של הגירעון הממשלתי בשילוב עם מכת התייקרויות לא יטיבו עם הכלכלה האמריקאית.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שווקים.

בינתיים, המפסידים הגדולים מהבחירות בארה"ב היו האג"ח הממשלתיות, הזהב (!) והמניות בשווקים המתעוררים. הרוויחו המניות במדינות המפותחות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

להבדיל משוק המניות, שוק האג"ח מאמין שטרמפ יממש את כל ההאבטחות

אם שוק המניות לקח את הבטחותיו של הנשיא החדש בערבון מוגבל והאמין שהוא לא הולך לממש אותן כלשון, שוק האג"ח התייחס לדבריו ברצינות יותר גדולה. התוכניות עליהן הצהיר במהלך מסע הבחירות אכן מאיימות על משקיעי האג"ח:

1. הרחבת הגירעון הממשלתי.
2. הגבלת סחר החוץ וגירוש המהגרים יעלו אינפלציה.

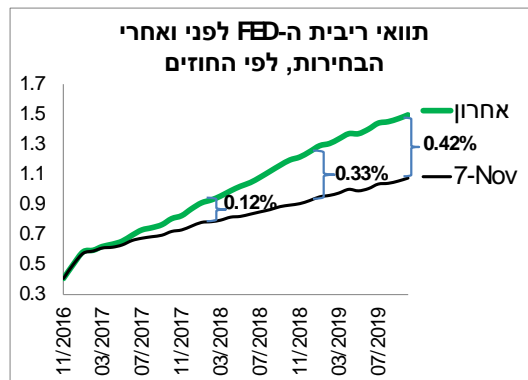
- פגיעה ביצוא הסיני לארה"ב תגביר לחצים לפיחות היואן הסיני ותאיץ מכירות האג"ח האמריקאי ע"י סין, המחזיקה הזרה הגדולה ביותר של האג"ח האמריקאי.
- האיום על האג"ח מגיע גם מכיוון ה-FED. קודם כל מעצם העובדה שגם במהלך עסקים רגיל בתגובה להגדלת הגירעון ועלייה באינפלציה הבנק המרכזי עשוי לזרז את העלאות הריבית. כמו כן, ספק שהנגידה המכהנת של ה-FED תוחלף לפני תום הקדנציה, אך פגיעה בעצמאות הבנק המרכזי לא אהודה בדרך כלל ע"י שוקי האג"ח.

אם נסכם את מכלול הנסיבות, למשקיעי האג"ח שהתרגלו בשנים האחרונות לתשואות נמוכות יש סיבה לדאגה.

לא צפוי שינוי חד בתוואי הריבית, אך אי הוודאות עלולה להגביר Tapering moment בינתיים הציפיות לעליית ריבית ה-FED שמגולמות בחוזים לא עלו בצורה חדה. לסוף 2017 החוזים צופים ריבית של 0.87%, 0.12% יותר בלבד מאשר לפני הבחירות לנשיאות. אם זה יהיה כל השינוי, האג"ח הארוכות כבר אטרקטיביות להשקעה.

מהו הסיכוי שהריבית תעלה יותר מהר? נראה לנו **שהדבר האחרון שצריך טראמפ זאת ריבית גבוהה שתפגע ביכולתו להפעיל הרחבה פיסקאלית**. לכן, דווקא הנגידיה ילן עם הזהירות שלה מתאימה לו מאוד. כנראה, רק כדי להפגין שליטה ולקיים הבטחות הוא לא יאריך את כהונתה, אך לדעתנו גם מחליפה לא ירוץ להעלות ריבית במהירות.

התשואות יכולות להעלות גם ללא עליית הריבית בגלל עלייה בציפיות האינפלציה ובאינפלציה בפועל. אולם, כדי להגביר את האינפלציה יידרש זמן. לכן, בינתיים, עליית התשואות שכבר התרחשה אמורה להיות מספיקה כדי לשקף את הסיכונים הידועים. אולם, **בסביבת אי וודאות כל כך גבוהה, התשואות עשויות לגלוש הרבה מעבר לרמות שמסתמכות על החישובים, כפי שהיה בתקופת ה-Tapering ב-2013**, במהלכה התשואות טיפסו הרבה מעבר ממה שהתבקש מההתפתחויות בפועל. לכן, אנו ממליצים לנקוט בגישה זהירה ולא למהר לתפוס את "הסכין הנופלת".

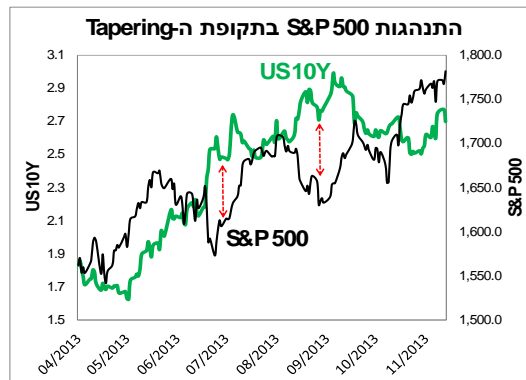
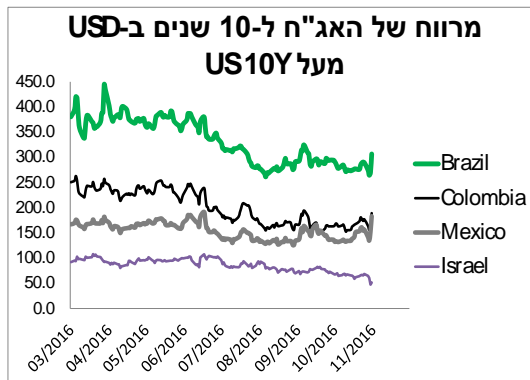


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

מלבד ההזדמנויות, התוכניות של הנשיא החדש טומנות סיכונים רבים לחלק גדול מהמניות עצם העלייה באי הוודאות, עליה כתבנו בתחילת הסקירה, מצדיקה גישה זהירה באפיקי הסיכון. התוכניות להורדת המסים, הגדלת ההשקעות והפחתת הביורוקרטיה הממשלתית עשויות להזריק מרץ לשוק המניות בטווח הקצר, אך בטווח הארוך עולות שאלות רבות:

- צריכים לשים לב שהמצע של טראמפ במהלך הקמפיין התמקד בעובדים במעמד הנמוך והביניים ופחות במגזר העסקי, במיוחד בחברות הגדולות. הוא היה אף ביקורתי מאוד

- כלפי החברות הגלובליות שמוציאות משרות לחו"ל, להן משקל גדול במדדי המניות המובילות.
2. מימוש התוכנית להגבלת סחר החוץ יפגע בחברות היצואניות האמריקאיות. קשה לראות שמדד S&P500 מציג ביצועים חיוביים, כאשר החברות היצואניות בו סובלות מפגיעה בשוקי היעד בהתחשב בעובדה שההכנסות מחוץ לארה"ב מהוות כשליש מסך ההכנסות של החברות ב-S&P 500.
 3. המס האפקטיבי שמשלמות החברות במדד S&P500 נמוך משמעותית מהמס השולי אותו הבטיח להוריד טראמפ. לכן, חלק גדול מהחברות הגדולות לא ייהנו מהפחתת המס השולי. ההטבה תגיע בעיקר לחברות קטנות יותר שחלקן הגדול נמצאות מחוץ למדדים המובילים או לא נסחרות בבורסה.
 4. עלייה בהוצאות המימון של החברות בעקבות עליית התשואות ועלייה בהוצאות השכר בגלל פגיעה במהגרים יכבידו על שורת הרווח של החברות.
 5. התגברות הציפיות לעליית הריבית יחזקו את הדולר האמריקאי ויפגעו ברווחיות החברות, בעיקר היצואניות אך גם החברות המתחרות עם היבוא.
 6. קשה לראות מדדי המניות בארה"ב עולים, אם מדיניותו של טראמפ תחולל משבר בשווקים המתעוררים. **בהתחשב בעובדה שאחת הבעיות המרכזיות של המדינות המתפתחות הן החובות הגדולים של המגזר העסקי, חלקו בדולרים, המשך פחות המטבע ועלייה בתשואות עלולים לחולל משבר במדינות המתפתחות שלא יפסח גם על השוק האמריקאי.**



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

סיכון עלה לאפיק הקונצרני בחו"ל

עלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות מהווה אתגר לאפיק האג"ח הקונצרני בארה"ב ומחוץ לה שהיה מאוד פופולרי בשנה האחרונה תוך גידול מאסיבי בגיוסים. בדרך כלל האג"ח בדירוג השקעה מתנהגות בדומה להתנהגות האג"ח הממשלתיות. בעלייה חזקה של התשואות הממשלתיות הפגיעה בהן הייתה גדולה יותר יחסית לרווח בירידת התשואות הממשלתיות באותו השיעור. באג"ח מתחת לדירוג השקעה הקשר השתנה בהתאם לכיוון התשואות הממשלתיות. כשהתשואות הממשלתיות עולות בצורה חדה, שערי האג"ח מתחת לדירוג השקעה נטו לרוב לצד השלילי. ממצא זה לא אמור להפתיע כי עליית התשואות מעלה נטל החוב על החברות ומסוכנת במיוחד לחברות החלשות יותר.

לפיכך, עלייה חדה בתשואות האג"ח הממשלתית עלולה לפגוע לא רק באג"ח בדירוג השקעה אלא גם באג"ח החברות מתחת לדירוג השקעה. בינתיים, המרווחים בשוק הקונצרני, כולל ב-HY ירדו תוך עלייה בתשואות הממשלתיות..

הקונצרני המקומי חסין יותר מאשר בחו"ל למצב של עליית התשואות הממשלתיות

אגב, בשוק הקונצרני המקומי המרווחים בינתיים לא השתנו כמעט בעקבות מהלך עליית התשואות. אם ללמוד מניסיון של Tapering בשנת 2013, ביצועים של מדד תל בונד 60 היו מושפעים מאוד מהתנהגות המניות. המניות כמובן הגיבו לאפיזודות של עלייה חדה בתשואות האג"ח.



מקור: Bloomberg

למרות הידידות לישראל, המשק הישראלי עלול להפסיד מהמדיניות הכלכלית בארה"ב הנשיא החדש מצהיר על גישה ידידותית לישראל. לא בטוח שיש לכך השפעה חיובית על הכלכלה. גם היום ישראל לא סובלת במיוחד מבחינה כלכלית מהיחס העוין כלפיה בעולם. לעומת זאת, מלחמות הסחר שיכולות להחריף בעולם בעקבות המדיניות החדשה בארה"ב עלולות לפגוע במשק הישראלי אשר כמשק פתוח תלוי מאוד ביצוא. גם אם הכלכלה

האמריקאית תהיה חזקה יותר, אך סגורה יותר ליצוא לא בטוח שהחברות הישראליות יוכלו ליהנות מכך.

בנוסף, נשאלת השאלה, האם הפגיעה בחברות האמריקאיות שמוציאות משרות לחו"ל, כפי שאיים הנשיא החדש, לא תפגע גם בפעילות של מרכזי פיתוח של חברות הטכנולוגיה האמריקאיות הרבות בישראל.

הסיבות לעליית התשואות וציפיות האינפלציה בארה"ב כמעט לא קשורות למשק הישראלי
תשואות האג"ח בישראל עלו פחות מאשר המקבילות האמריקאיות בשבוע האחרון ובצדק. שום פעולה שצפויה להיעשות בארה"ב לא אמורה לייצר לחץ לעליית הריבית גם בישראל כל עוד האינפלציה בישראל נמוכה והשקל בשיא מול סל המטבעות.
לפי הערכתנו, גם אם ה-FED ילך בתוואי מהיר יותר של העלאת הריבית, בנק ישראל לא בהכרח יקדים את עליית הריבית אם לא יהיו נסיבות מקומיות מתאימות.
עלייה באינפלציה בארה"ב שתתרחש על רקע הנסיבות הפנימיות (הגדלת הביקושים בעקבות התוכנית הפיסקאלית וגידול בצריכה ו/או בעקבות התייקרות היבוא) לא אמורה להשפיע על האינפלציה בישראל. הקורלציה בין אינפלציית הליבה בישראל (ללא האנרגיה והמזון) לבין אינפלציית הליבה בארה"ב הייתה בכלל שלילית בשנתיים האחרונות. לכן, עלייה בציפיות האינפלציה שנרשמת לא רק בארה"ב, אלא גם במדינות האחרות ובפרט בישראל צפויה להיות מוגבלת.



עד 2 שנים	5-2	10-6	מעל 10
-----------	-----	------	--------

שנים	
אג"ח ממשלתיות	
+	+
-	-
<ul style="list-style-type: none"> • שקליות • צמודות • ריבית משתנה 	
אג"ח קונצרניות	
+	+
<ul style="list-style-type: none"> • דירוג AA- ומעלה • דירוג A+/A • דירוג A- ומטה 	
<p>סימן +/- מייצג תשואת עודף/חסר ביחס למדד. לגבי אג"ח ממשלתיות המדד להשוואה הוא מדד אג"ח ממשלתי. לגבי אג"ח קונצרניות המדד להשוואה הוא מדד אג"ח קונצרניות כללי.</p>	

פרטי מכין האנליזה

אלכס זבז'ינסקי, ת.ז. 304456437.
 מרחוב ששת הימים 30, בני ברק
 בעל רישיון משווק השקעות מספר 5411
 השכלה- כלכלן
 תואר ראשון בכלכלה וניהול – טכניון, חיפה.
 תואר שני במנהל עסקים, – אוניברסיטת חיפה.
 ניסיון תעסוקתי – 2010 ואילך: כלכלן ראשי- מיטב דש השקעות
 2002-2009: אנליסט – בנק לאומי לישראל

פרטי התאגיד המורשה מטעמו פועל מכין האנליזה

מיטב דש ברוקראז' בע"מ.
 מרחוב ששת הימים 30, בני ברק. טלפון 03-7903784; פקס: 03-7903818

גילוי נאות מטעם מכין האנליזה

למכין האנליזה לא ידוע על ניגוד עניינים במועד פרסום האנליזה.

גילוי נאות מטעם מיטב דש ברוקראז' בע"מ (להלן: "התאגיד המורשה")

ניתוח זה נועד לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בה חוות דעת, הצעה, המלצה או יעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בה. הסקירה מתבססת על מידע אשר פורסם לציבור, אשר מיטב דש ברוקראז' בע"מ ומיטב דש השקעות בע"מ (לשעבר: דש איפקס הולדינגס בע"מ) מניחים כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לברור מהימנות, דיוק ושלמות המידע. המידע המופיע בסקירה זו אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע פוטנציאלי ואינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו. המידע, הפרטים והניתוח המפורטים, לרבות הדעות המובאות, בסקירה זו, עשויים להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. סקירה זו היא על דעת הכותבים בלבד ומשקפת את הבנתם ליום כתיבתה. סקירה זו אינה מהווה תחליף, בשום צורה שהיא, ליעוץ/שיווק השקעות המתחשב בנתוניו וצרכיו המיוחדים של כל אדם. מיטב דש ברוקראז' בע"מ וחברות בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ, בעלי

מנותיה, עובדיהם ו/או מי מטעמם לא יהיו אחראים, בכל צורה שהיא, לכל נזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בסקירה זו, ככל שייגרם כזה, וכן הם אינם יכולים לערוב ו/או להיות אחראים למהימנות, דיוק ושלמות המידע המפורט בסקירה זו. מיטב דש ברוקראז', הנמנית על קבוצת מיטב דש השקעות בע"מ, מבהירה כי היא וחברות אחרות בקבוצה עוסקות, במישרין או בעקיפין באמצעות חברות קשורות, לרבות החברה האם מיטב דש השקעות בע"מ, חברות אחיות וחברות אחרות בקבוצה, בין היתר, במתן שירותי ניהול השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות פנסיה, חיתום ובנקאות השקעות וכתוצאה מכך, למיטב דש ברוקראז', ולחברות אחיות וחברות אחרות בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ ו/או לבעלי עניין למי מבין החברות המפורטות דלעיל ולקוחותיהם, עשוי להיות עניין בניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנכללים בסקירה זו, ככל שמפורטים כאלה, מעת לעת, לפני פרסום הסקירה, בזמן פרסומה ולאחר פרסומה. מיטב דש ברוקראז' בע"מ אינה מתחייבת ואין בסקירה זו משום התחייבות להשגת תשואה כלשהי או רווח כלשהו כתוצאה מכל סוג של פעולה בהתאם לאמור בסקירה זו.

סקירה זו הינה רכוש הבלעדי של מיטב דש ברוקראז' בע"מ ואין להעביר לצד ג', להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הדוח, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב.

1. מיטב דש השקעות בע"מ ו/או תאגיד קשור לה ניהול הנפקה פרטית / הצעה של ניירות ערך של התאגיד הנסקר במהלך 12 החודשים שקדמו למועד פרסום הסקירה דלעיל.
2. מיטב דש השקעות בע"מ או תאגיד קשור לה קיבלו מהתאגיד הנסקר תמורה מהותית בגין מתן שירותים במהלך 12 החודשים שקדמו למועד הפרסום של הסקירה דלעיל.
3. מיטב דש השקעות בע"מ או תאגיד קשור לה צפויים לקבל תמורה בהיקף מהותי מהתאגיד הנסקר לאחר פרסום הסקירה דלעיל.
4. בעל שליטה בתאגיד הנסקר הינו בעל עניין במיטב דש השקעות בע"מ ו/או חברה קשורה לה.
5. במועד פרסום אנליזה זו, בעל השליטה בתאגיד המורשה מחזיק החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.
6. במועד פרסום עבודת אנליזה זו, או במהלך 30 הימים שקדמו ליום הפרסום, התאגיד המורשה, או למיטב ידיעת התאגיד המורשה, תאגיד קשור לו החזיקו החזקה מהותית, כהגדרתה בחוזר רשות ניירות ערך מיום 18.9.2007, בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.

עצמאות שיקול הדעת

אני, אלכס זבז'ינסקי, בעל רישיון מספר 5411, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות נאמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

זבז'ינסקי אלכס

13-11-2016

תאריך פרסום האנליזה