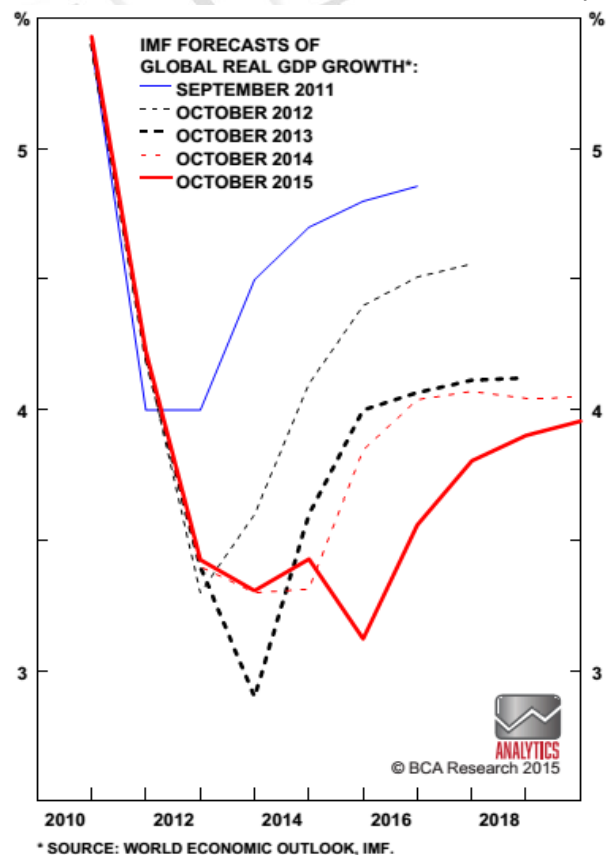


סיכוני מאקרו

גלובאלי

- ❖ הממשל בסין נוקט בצעדים נמרצים כדי להרגיע את שוק המניות. הממשל גם נוקט צעדים שמטרתם מעודדי צמיחה, ובהם הקטנת שיעור הלימות ההון של הבנקים, הורדת ריבית, פיחות במטבע היואן ועוד. התערבות זו מעידה על חשש ממשבר כלכלי במדינה שאת השפעותיו אנו רואים כבר מספר חודשים (כתבנו על חשש זה בסקירתנו הקודמת).
- ❖ ההאטה כבר כאן ובעוצמה - עדות לכך ניתן לקבל מקריסטין לגארד יו"ר קרן המטבע שהינה פסימית וטענה לאחרונה כי הצמיחה הגלובאלית ב-2015-2016 תהיה נמוכה משמעותית ממה שחשבנו.

גרף שינוי תחזית ה-IMF לצמיחה עולמית בתוצר :

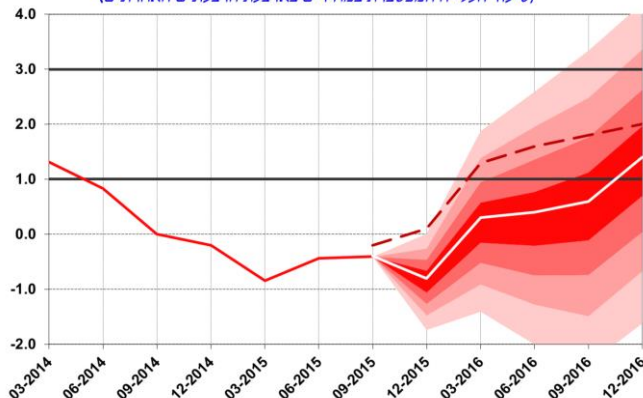


- ❖ כניסתה של רוסיה למלחמה כנגד דאע"ש ובניית בסיסים בצפון סוריה ממש מול טורקיה וברית נאטו יכולה לעורר מהומות ולא צריך לעיתים יותר מידי שמן למדורה שגם ככה קיימת תמידיה במזרח התיכון.

ישראל

- ❖ תחזית הצמיחה במשק צפויה לעמוד על 2.6% בלבד לשנת 2015. המשמעות, מסתמנת מגמת האטה (נמשכת 5 רבעונים). הפחתת המע"מ ב 1% צפויה לסייע אך נראה כי בשיעור לא מהותי.

האינפלציה בפועל ומניפה לאינפלציה הצפויה (שיעור העלייה המצטברת במחירים בארבעת הרבעונים האחרונים)



הערות: מרכז המניפה מבוסס על הערכת חטיבת המחקר בבנק ישראל. רוחב המניפה מבוסס על מודל ה-DSGE המורחב של חטיבת המחקר. מלוא מוטת המניפה מכסה 66% מההתפלגות הצפויה. הקו המרוסק מייצג את תחזית חטיבת המחקר מהרבעון הקודם

המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.

- ❖ בתחום המוניטרי בנק ישראל הותיר את הריבית במשק ללא שינוי (0.1%) למרות ציפיות המשקיעים להפחתה.
- ❖ סך האשראי במשק ממשיך לגדול לאור עלייה מתמדת בחוב של משקי הבית.
- ❖ "פיגועי האווירה" להם אנו עדים בשבועות האחרונים, עלולים להתפתח לכדי אינתיפאדה ולערער את היציבות הכלכלית.

ארה"ב

- ❖ אי עליית הריבית בארה"ב היווה הפתעה ולמעשה מעלה מחדש את העובדה כי אירועי 2008 עדיין מעיבים על הכלכלה האמריקאית וככלל על השווקים הגלובליים.
- ❖ תחזית הפד ביחס לצמיחת המשק לשנתיים הבאות עודכנו כלפי מטה. סיגנל שלילי לצמיחת רווחי החברות, והשפעה ישירה על הירידות בשווקי המניות ברבעון שחלף.

אירופה

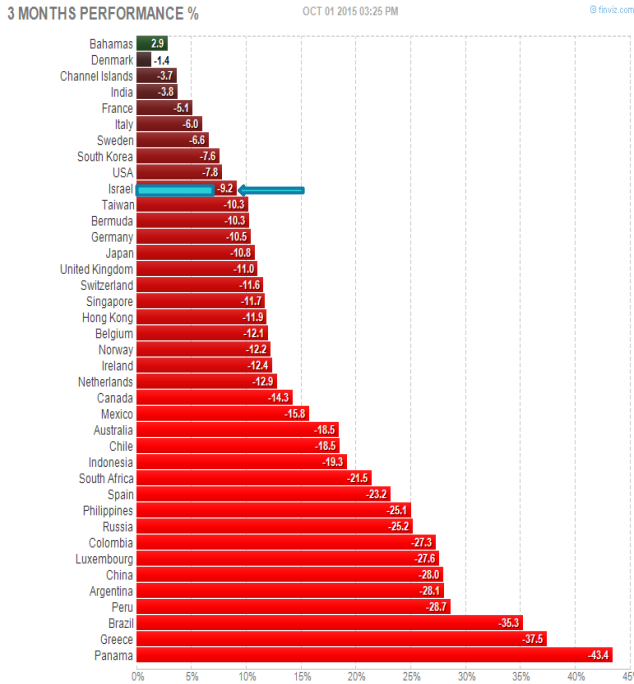
- ❖ פרשת דיזלגייט - סיכון מנפיק (פולקסווגן), סיכון ענפי (רכב), סיכון מדינה (גרמניה) וסיכון מוניטין חברו יחדיו לקראת סוף הרבעון לאירוע קיצוני, בעקבות חשיפת הונאה של חברת הרכב פולקסווגן במבדקי זיהום אוויר של חלק ניכר מרכבי הדיזל המשווקים לעולם.

מבלי לגרוע מהאמור לעיל, הניתוח הכלול בדוח זה הינו למטרות אינפורמציה בלבד ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או אחזקה של נכסי השקעה המתוארים בניתוח. הניתוח אינו מהווה בשום צורה תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. חברת קבוצת אביר ייעוץ בע"מ, עובדיה, נושאי המשרה בה ובעלי מניותיה לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה.

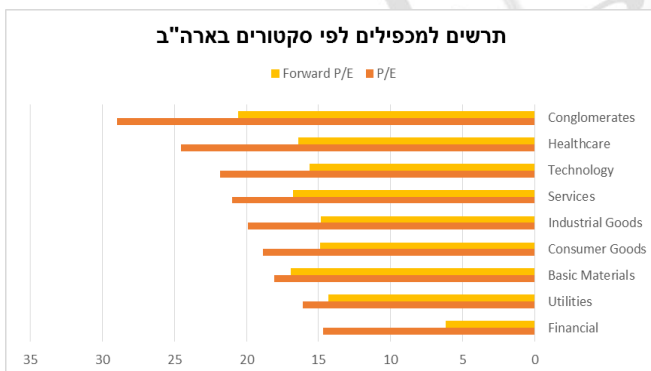
סיכון מניות

❖ הבורסות סוגרות את הרבעון הגרוע ביותר מזה 4 שנים. S&P 500 ירד ב-6.4%. ת"א 100 ירד ב-9.6%.

גרף תשואות רבעוניות של המניות לפי מדינות:



❖ נפילת מחירי הנפט, התחזקות הדולר וההאטה בביקוש העולמי הביאו את האנליסטים להנמיך ציפיות באופן משמעותי לקראת דו"חות הרבעון השלישי (להלן גרף מכפילים עתידי למול נוכחי, ענפים בארה"ב):



❖ פרופ' רוברט שילר שהתבטא ברבעון שעבר על הסיכונים הגלומים בשוקי המניות הראה כי מכפיל הרווח שלו עמד בסוף הרבעון השני על 26 (ציינו זאת בסקירתנו הקודמת), הרבה מעל לממוצע ארוך הטווח שלו שעומד על 17. רמות שבעבר בישרו על תיקון משמעותי בשוק. לפני הודעה על הריבית האחרונה בארה"ב התבטא שוב פרופ' שילר כי והזהיר במאמר ל"פייננשל טיימס" שהתיקון בשווקים טרם הסתיים.

גרף מניית פולקסוואגן:



❖ פולקסוואגן היא חברה מובילה ומשפיעה מאוד בתעשייה הגרמנית וכלל בתעשיית הרכב בעולם. על כן לסיכון שהתממש השפעות בינלאומיות הן כלכלית והן מדינית. נראה שעוצמת הסיכון יכול להיות מהותי לכלכלת גרמניה (1 מכל 7 עובדים קשור לענף הרכב).

❖ האינדיקטורים הכלכליים מצביעים כי אירופה עדיין במיתון והדרך להתאוששות עוד ארוכה. גוש האירו עבר לדיפלציה כאשר המדד ירד ב-0.1% בספטמבר, לעומת 0.1% באוגוסט. בתוך כך, שער האבטלה בגוש האירו נותר באוגוסט ללא שינוי, ברמה של 11%.

❖ ההגירה לאירופה של הפליטים מהמזרח התיכון הייתה נושא מרכזי הרבעון. בשלב זה קשה להעריך את השפעות הכלכליות והסיכונים הצפויים מעבר לסיכון הגיאוגרפי הקיים כעת.

סיכום סיכונים המאקרו בארץ ובעולם

❖ בישראל סיכון הריבית נמוך בגלל סביבת האינפלציה הנמוכה, ההאטה בארץ ובעולם וגם בגלל בהתפתחות שער החליפין בתקופה האחרונה.

❖ הסיכון הביטחוני בישראל גדל הרבעון לאור ההתפתחויות האחרונות.

❖ השילוב של סיכון הריבית וסיכון הביטחוני בארץ מזכיר את השתלשלות האירועים בימי אוקטובר 2000. אנו מקווים שהנ"ל לא מייצר לנו תרחיש קיצון כפי שהתממש ב-2002, לו היו גם מאפיינים נוספים (לדוגמא: שיעור אבטלה גבוה).

❖ האטה בסין עלולה להוביל למיתון כלל עולמי, אם כי קשה להעריך את ההסתברות להתממשות תרחיש שכזה.

❖ אי-העלאת הריבית בארה"ב לפי ציפיות המשקיעים הגדילה את האי-וודאות בשווקי המניות.

❖ המיתון הקיים באירופה צפוי לעודד פעולות של הרחבה כמותית שיכולות להוביל לעליות בשווקי המניות.

❖ הסיכון הביטחוני שנובע מכניסתה של רוסיה לסוריה הוא התפתחות של "מלחמה קרה". הצפי ממלחמה זו, התפתחויות כלכליות שליליות.

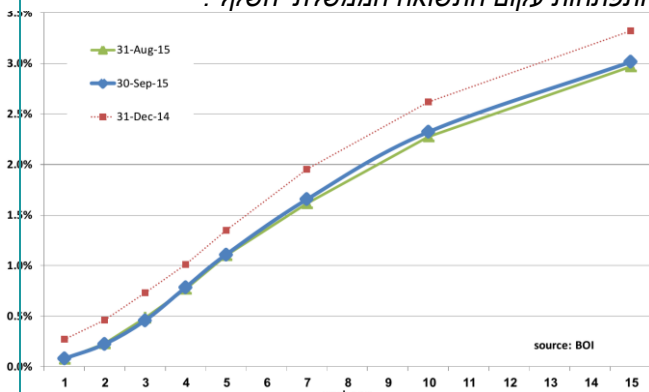
מבלי לגרוע מהאמור לעיל, הניתוח הכלכלי בדוח זה הינו למטרות אינפורמציה בלבד ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או אחזקה של נכסי השקעה המתוארים בניתוח. הניתוח אינו מהווה בשום צורה תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. חברת קבוצת אביר ייעוץ בע"מ, עובדיה, נושאי המשרה בה ובעלי מניותיה לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה.

סיכון ריבית ומרווחי

אשראי

- ❖ לאחר הודעת הפד על אי העלאת הריבית בספטמבר הריבית הארוכה ל-10 שנים בארה"ב ירדה לרמה של 2.1% ובישראל נותרה כמעט ללא שינוי. הציפייה הרווחת שהסיכון לעליית תשואות נמוך.
- ❖ מרווחי האשראי הרבעון נפתחו קלות. הסיכון הגלום בחוב החברות גדל בעיני המשקיעים המבקשים פרמיית סיכון גדולה יותר בהשוואה לרוף הרבעון הקודם.

התפתחות עקום התשואה הממשלתי השקלי:



גרף מרווח ממשלתי צמוד מול תלבווד 20:



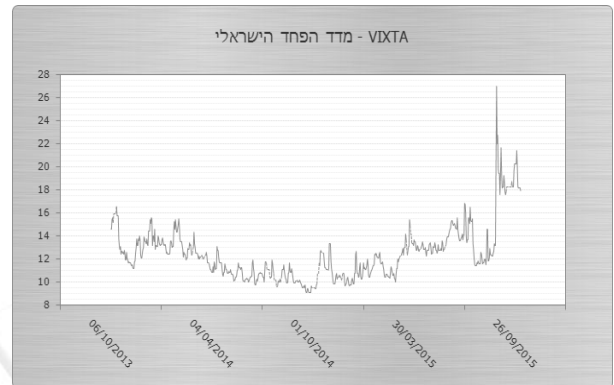
סיכום לסיכונים הריבית והאשראי

- ❖ עקום הריבית הממשלתי בארה"ב צפוי לנוע בטווח -1.8% עד 2.5% עד להערכה מחדש בדצמבר לאור נתוני כלכלה עדכניים.
- ❖ סיכון הריבית בישראל צפוי להישאר ברמות הקיימות בשל האטה בכלכלה וההתפתחויות הביטחוניות. אולם בשלב זה לתואי הריבית בארה"ב תהא השפעה עיקרית לכיוון העקום.
- ❖ מרווח אשראי החברות מממשלתי כ-2%, קרוב מאוד לממוצע ארוך הטווח. על כן הסיכון להשקעה בו גבוה. עלייה במרווחים ללא שינוי בתנאי השוק יכולה לייצר הזדמנות השקעה.

ישראל

- ❖ סטיות התקן הגלומות במדד ת"א 25 הגיעו בסוף הרבעון ל-26%. ערכים אלו גבוהים משמעותית מהתנודתיות הנמוכה ששררה זמן רב. בהחלט יש ציפייה כי התנודתיות תחזור לממוצע.

גרף מדד הפחד בישראל:



מקור: קריית אונ

ארה"ב

- ❖ מדד ה-VIX בארה"ב המגלם את ציפיות המשקיעים על מניות המרכיבות את מדד ה-S&P500, עלה הרבעון לרמה שלא נראתה בשנים האחרונות מעל 30% למרות תנודתיות הזכורה רק מאז ספטמבר 2011 וכמובן 2008.

גרף "מדד הפחד" בארה"ב:



- ❖ הקורלציה בין שווקי המניות עלתה ככל שתנודתיות במניות הייתה גבוהה. כלומר תנודתיות ומתאם פעלו בכיוון אחד – מעלה. לדברי כלכלנים במורגן סטנלי, המתאם בין מחירי המניות היה הגבוה ב-15 השנים האחרונות, הדאו ג'ונס ירד ל-1,089 נקודות ומדד S&P500 נסגר בירידה של 3.9%.

סיכום לסיכון המנייתי

- ❖ ערכי התנודתיות בארה"ב ובישראל גבוהים ולכן ישנה ציפייה לירידה בתנודתיות, זאת בתנאי שוק נורמליים.

מבלי לגרוע מהאמור לעיל, הניתוח הכלול בדוח זה הינו למטרות אינפורמציה בלבד ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או אחזקה של נכסי השקעה המתוארים בניתוח. הניתוח אינו מהווה בשום צורה תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. המידע המופיע בדוח אינו מתיימר לכלול את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר. חברת קבוצת אביר ייעוץ בע"מ, עובדיה, נושאי המשרה בה ובעלי מניותיה לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בניתוח זה.