

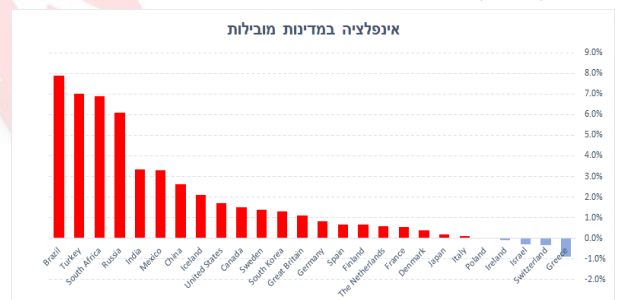
סיכונים מאקרו כלכליים

ארה"ב

תחזיות האינפלציה: איש (ברבור) השנה - דונלד טראמפ (הרפובליקני) זכה בנשיאות ארה"ב על אף שהסבירות לכך הייתה נמוכה ורבים הגדירו אותו כסיכון מהותי (בשל הפחד מאי היציבות של מדינות). התגובה הייתה בעליה בציפיות לאינפלציה והריבית, שכן אם יממש חלק מהצהרותיו לבוחר האמריקני שהם הפחתת מיסים, הקשחת מדיניות ההגירה, שינוי הסכמי הסחר ובעיקר מול סין (רצונו במכסים ושחרור היואן הסיני למסחר), הפחתת הרגולציה על מנת שהבנקים יוציאו יותר אשראי החוצה לצרכנים ולעסקים, והשקעה בתשתיות בתוך ארה"ב צפויים לגדיל את האינפלציה שגם ככה אינה נמוכה והינה כ-1.6% (והליבה 2.1%).

הפעילות הריאלית בארה"ב המשיכה השנה בהתאוששות איטית ובמגמה החיובית בה נמצא המשק האמריקאי בסוף השנה. עם זאת תחזית הצמיחה לשנת 2017 של ארה"ב היא רק 2.2% ומדיניות טראמפ (לפי הבטחותיו) להגדיל את הגרעון בכדי להשקיע בתשתיות ובכך להאריך את המחזור הכלכלי שנמשך כבר מעל 7 שנים היא אתגר נוסף לכלכלה ובנוסף הדולר שהתחזק מהותית בשנים האחרונות.

המדיניות המוניטרית: הפד העלה את הריבית לחודש דצמבר ב-0.25% לאחר שלא השתנתה מאז דצמבר בשנה שעברה. הסיבות העיקריות הם ההתאוששות בפעילות הכלכלית והעליה בציפיות האינפלציוניות. תשואות האג"ח בארה"ב הגיבו בצורה חדה ברבעון האחרון והעצימו לאחר בחירת טראמפ עד ל-2.6% לאחר שהיו ב-1.4% בסוף חודש יוני. לאור העלאת הריבית הדולר ממשיך להתחזק מול מרבית המטבעות בעולם.



אירופה

הפעילות הריאלית: מרבית הכלכלנים סבורים כי הצמיחה בשנה הקרובה בגוש האירו תהיה בין 1.5%-2% וקצב האינפלציה צפוי להגיע עד 2%. באיטליה העם דחה את הרפורמות שהיו אמורות להיות כחלק מתוכנית האיחוד האירופי ש"נכפתה" על איטליה וראש הממשלה התפטר.

המדיניות המוניטרית: ה-ECB

ימשיך להיות גורם דומיננטי וצפוי להגדיל את ההרחבות הכמותיות, תוך שמירה על מדיניות ריבית אפס, למרות שכלכלנים רבים באירופה סבורים כי מהלכים אלו כבר קרובים למיצוי. בנוסף לאור האירועים הפוליטיים שהתרחשו ויתרחשו השנה פרמיית הסיכון של המדינות השונות עלתה בחודשים האחרונים, יחד עם זאת מעורבותו הגבוהה של הבנק המרכזי האירופאי ממתנת את עוצמת העלייה בפרמיית הסיכון בצד המוניטארי

שאר העולם

ההאטה בכלכלת סין - ממשיכה להדאיג ולהוות איום לגבי יציבות המערכת הפיננסית בסין וגם לכלכלה הגלובלית. שלושה גורמים השנה העיבו על הכלכלה והצמיחה בסין: (1) השקעה בנכסים כבר לא הגיעה מהמגזר הפרטי. (2) עודף כושר ייצור שהפך לנטל על הממשלה. (3) סקטור שירותים אינו תחרותי כדי לפצות על אובדן צמיחה.

כלכלת סין לפי תחזית של קרן המטבע צפויה לצמוח ב-6.2% בשנת 2017. אחד הסימנים המדאיגים בכלכלת סין הוא המינוף שהממשלה לקחה בכדי לממן את הצמיחה בטווח הקצר שסך החוב מתקרב כבר ל-300% מהתוצר. מנגד קיימות סיבות מעודדות של המשקיעים היא העלייה במחירים בכל התעשייה הסינית וגם מדד המחירים לצרכן רשם עלייה של 2.3% ביחס לשנה הקודמת בשל עליית מחירי המזון.

הצמיחה העולמית ע"פ ארגון ה OECD תסתכם ב-3.2% בשנת 2017 כאשר הצמיחה הצמיחה בשווקים המתעוררים ובעיקר בסין ובהודו צפויה למשוך את הכלכלה כלפי מעלה. בנוסף המסחר הגלובלי החלש משקף היעדר התקדמות ולפעמים אף נסיגה בפתיחת השוק הגלובלי למסחר בסחורות ובשירותים.

ישראל

תחזיות האינפלציה: הציפיות לשנה הנגזרות משוק ההון והבנקים עומדות על 0.3%. החזאים צופים בממוצע עלייה של 0.7% ב-12 המדדים הקרובים כך ע"פ בנק ישראל. הציפיות לאחר שנודעו תוצאות הבחירות בארה"ב גדלו אף הם לאורך כל העקום והם כ-1.1%.

הפעילות הריאלית: תמונת הפעילות הריאלית מוסיפה להיות חיובית כך עולה מסקירת בנק ישראל: על פי האומדן הראשון לחשבונאות הלאומית ברבעון השלישי, התוצר צמח ב-3.2%, בהובלת ההשקעה והצריכה הפרטית, בעוד יצוא הסחורות התכווץ. הנתונים החיוביים שעודכנו גם לאחר עקביים עם התמונה העולה מזה זמן משוק העבודה, של עלייה מתמשכת בשכר ובתעסוקה.

המדיניות המוניטרית: בנק ישראל הותיר את הריבית על 0.1% מאז חודש מרץ בשנה שעברה. הסיבה ע"פ בנק ישראל

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.

שעשויות להגדיל את אי הודאות בתחום הכלכלי והסחר הגלובאלי עליהם הצבענו.

1 סיכון ריבית בעולם – נותר גבוה, בשל הסכנה במדיניות ריבית אפס ארוכת טווח במדינות רבות עליה הצבענו ברבעונים האחרונים. בארה"ב לעומת זאת התוואי עליו הכריז הפד הוא להידוק מונטרי מאפשר לשווקים להתכונן.

2 כלכלת סין – סיכון להאטה (או מיתון) גבר להערכתנו לאור היבחרו של דונלד טראמפ בשל רצונו במדיניות סחר נוקשה שיכולה להוות מוקש לכלכלה הסינית. הסיכון בהסתברות גם למשבר פיננסי גבר לאור השינויים שעוברת הכלכלה הסינית (מייצור לשירותים וצריכה) תוך עליית השכר, אשראי גבוה ומערכת הבנקאות שביררה.

3 כלכלת אירופה – הסיכונים הכלכליים לגוש האירופי גברו לאור הסיכונים הפוליטיים בעקבות הברקסיט, כישלון משאל העם באיטליה והבחירות הקרובות בהולנד צרפת וגרמניה ואולי גם איטליה, להערכתנו הסיכונים לכלכלת היבשת גברו (רוחות של לאומיות נישאות באוויר) ומעלות את החששות בטווח הבינוני והארוך להגדלת הגירעון של המדינות (עלייה שכבר נראית בסביבת האינפלציה) לקיטון בסחר של אירופה ואף בטווח הארוך לפירוק הגוש האירופי.

4 כלכלת ישראל – הכלכלה מתנהלת באחריות תקציבית, אך אין מן הנמנע כי ברבורים שחורים יגיעו השנה. בין שאר הסיבות ניתן למנות את ההתפתחויות באו"ם בנושא ההתנחלויות (סנקציות נגד המדינה), מחירי הדיור הגבוהים יכולים להוות זרז למחאות והעלאת נושאים חברתיים שוב לראש סדרי העדיפויות וחקירות ראש הממשלה. מנגד אישור התקציב הדו שנתי והגירעון הנמוך מקטינים את הסיכונים הכלכליים.

סיכון מניות וסחורות

מניות בישראל

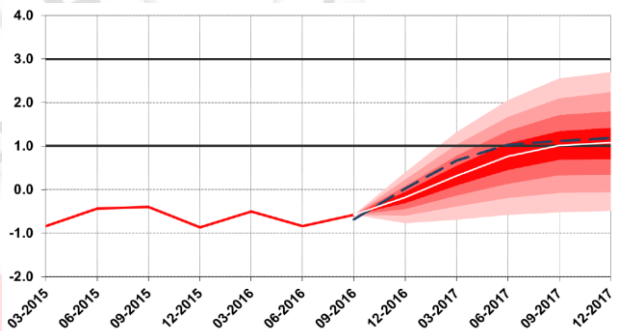
1 סטיית התקן הגלומה במדד ת"א 25 הידועה כ"מדד הפחד" הייתה גבוהה ברבעון הראשון של השנה ומאז הייתה בכיוון ירידה, כאשר במספר אירועים בודדים אקסוגניים לישראל (הברקסיט והבחירות בארה"ב) גרמו לעלייה, אך לאחר זמן קצר שוב ירדה ובסיומה של שנה סטיית תקן זו מהנמוכות שנמדדו בשנה האחרונה ובכלל בשנים האחרונות. יש לציין כי לתקופה קצרה מדד הפחד בישראל עלה מעל למדד הפחד של ארה"ב.

היא האינפלציה הנמוכה מהיעד שהוא 3%-1.1%. בנוסף, נימק הבנק כי העלאת ריבית תפגע במאמצים הגדולים לשמור את השקל חלש ככל שניתן. עם זאת חלה עלייה בהסתברות להעלאת ריבית בנק ישראל בטווח של כשנה.

2 נתוני תקציב הממשלה: הגירעון המקומי המצטבר בפעילות הממשלה נותר בשליטה והוא נמוך ב-9.0 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי התואם את יעד הגירעון לשנת 2016. התקציב אושר השבוע והינו תקציב דו שנתי שאמור לתת לממשלה אורך נשימה ויציבות.

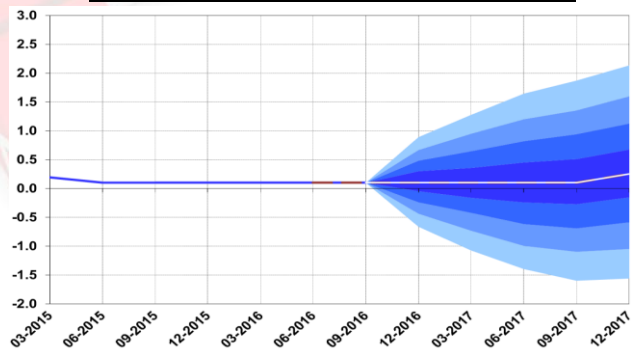
3 שוק הדיור: לאור המשך עליית המחירים להערכתנו הסיכון לכלכלה מהתפתחות בועת נדל"ן ואשראי ענף זה גבר על אף הצעדים שנקטה הממשלה. ע"פ בנק ישראל ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר עלו מחירי הדירות ב-8.5%. מלאי הדירות החדשות למכירה ירד מעט מרמת השיא שאליה הוא הגיע באוגוסט, והוא עומד על כ-29.7 אלף.

האינפלציה בפועל ומניפה לאינפלציה הצפויה



המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.

שיעור הצמיחה בפועל ומניפה לצמיחה הצפויה



המקור: עיבודי חטיבת המחקר של בנק ישראל.

4 שוק העבודה: התמונה העולה משוק העבודה בישראל מוסיפה להיות חיובית מאוד. השכר הריאלי במשק מצוי בשנתיים האחרונות במגמת עלייה, ומשקף גם המשך עלייה בתעסוקה ובשכר.

סיכום סיכונים המאקרו

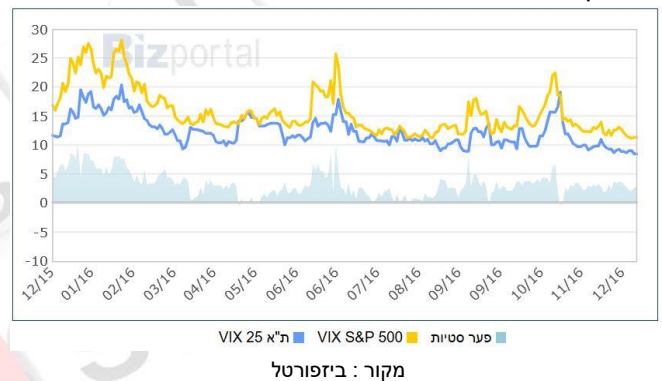
1 אינפלציה בארה"ב ובעולם – ניתן לציין כי הסיכון גדל לאור התחזיות ובעיקר הבחירות בארה"ב ומדיניות החדשה

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.

מניות בארה"ב

מדד ה-VIX בארה"ב הוא "מדד הפחד" המגלם את ציפיות המשקיעים לתנודתיות המניות המרכיבות את מדד ה-S&P500, מסיים את השנה ברמה נמוכה של 11.5% המצביעה על תמחור נמוך לסיכונים פוטנציאליים. המדד נסחר ברמה גבוהה ברבעון הראשון של 2016 לאחר העלאת הריבית וחששות מהשפעות כלכלת סין על העולם ומאז חלה ירידה, כאשר במספר אירועים בודדים שהם בעיקר פוליטיים (הברקסיט והבחירות בארה"ב) המדד עלה לתקופות קצרות עד 25% (ראו גרף). מדד המניות S&P500 עלה עד כה מתחילת הרבעון בכ-100 נקודות לרמה של 2260 נקודות ליום כתיבת הדוח. בסיכום שנתי עלה המדד עד כה בכ-10.7%.

גרף "מדד הפחד" ישראל וארה"ב בשנה האחרונה



מחירי סחורות

מחירי הסחורות ובעיקר מחירי האנרגיה שינו כיוון לאחר שנתיים וחצי של ירידות ובמהלך השנה החלו לעלות וביתר שאת לאחר הבחירות בארה"ב. מדד המתכות התעשייתיות (בלומברג) עלה בשנת 2016 בכ-20% והסיבות לכך היו:

- התפוגגות החששות ממיתון עולמי ושיפור בתוני הכלכלה הגלובאלית שהגדילה את הביקושים.
- בתחום האנרגיה לאחר ירידה לרמות שפל של כ-26\$ ברבעון הראשון וחשש ממשבר בתחום חלה התייצבות ולקראת סוף השנה מדינות אופ"ק שילבו ידיים והגיעו כבר להחלטה שיקטין את מספר החביות המיוצרות והאיצו את העלייה במחירי האנרגיה.
- ציפיות לרוח חדשה בבית הלבן בתחום מדיניות פסקלית וההבטחה להשקעה בתשתיות שאמורים להגדיל את הביקושים לסחורות.

לסיכום טיכונים מניות וסחורות

הסיכונים לעלייה בתנודתיות מחירי המניות להערכתנו גדלו בהשוואה לסוף השנה שעברה בשל המשך עלייה במחירים, במכפילי הרווח ההיסטוריים (21 בארה"ב ו-26 באירופה) וגם לאור התנודתיות הנמוכה מהמוצע.

סיכון ריבית ומרווחי אשראי

ישראל

שוקי ההון והכספים: חלה עלייה בתשואות האג"ח בחודשים האחרונים. תשואות האג"ח הממשלתיות בארץ רשמו עלייה עד 0.4% בתשואות השקליות ועלייה עד 0.2% בתשואות הצמודות, תוך עליה בתלילות העקומים. פרמיית הסיכון של ישראל ל-5 שנים, עלתה קלות לכ-70 נקודות בסיס. הקורלציה של שוק החוב הישראלי בהשוואה לארה"ב נותרה חיובית גבוהה ונעה בין 60%-70%.

שוק האשראי: המגזר העסקי הנפיק אג"ח במוצע חודשי מתחילת השנה שעומד על כ-3.6 מיליארדי ש"ח נתוני בנק ישראל. מרווחי האג"ח הקונצרניות (ללא בנקים וביטוח) עומדים על 3% במוצע בנוסף השנה ראינו גידול בהנפקות חוב בדירוגים נמוכים. בשנה האחרונה ע"פ בנק ישראל ניכרת מגמת ירידה מתונה בהיקף נטילת המשכנתאות כאשר הריבית הממוצעת על המשכנתאות עלתה בכל המסלולים.

המרווח של התל בונד 20 מול החוב הממשלתי הינו 1.75% מעל הממשלתי כאשר בתחילת השנה עלה מעל 2.4%.



חוב בחו"ל

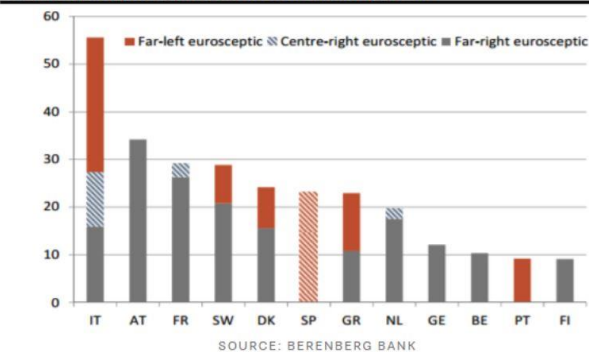
החוב בעולם הרקיע שחקים בשנה האחרונה לרמתו הגבוהה ביותר אי פעם של כ-152 טריליון דולר. הגידול בחוב הינו של 57 טריליון דולר בשבע השנים האחרונות, כאשר מתוכו החוב של סין גדל פי 4! קרן המטבע הבינלאומית מזהירה מפני הכבדה של החוב העולמי על הצמיחה הכלכלית ויכולה להפוך את הסיכוי להתאוששות לסיכון לקיפאון או אפילו למיתון עולמי.

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.

לכן ההשלכות על שוקי ההון עלולות להיות חמורות לאיחוד האירופי. התחושה כי הציבור שם הולך לכיוונים פוליטיים שונים מבעבר מצביעה על שינוי ברצון הבוחרים ללאומיות ובדלנות ולכן ההצבעה לאנשים לא שגרתיים" או יציאה מגושים כלכליים. השנה יהיו ארבעה מוקדי סיכון יהיו באירופה השנה:

- בהולנד יתקיימו בחירות בחודש מרץ 2017 שם מובילה בסקרים מפלגת החופש (היורו-סקפטית)
- בצרפת צפויות בחירות בחודש אפריל 2017 כאשר הציפיות להתחזקות של הימין של מארי לה פן שצפויה לעבור לסיבוב השני.
- גרמניה צפויות בחירות בחודש אוגוסט 2017 שם מפלגת אלטרנטיבה לגרמניה כבר מובילה בסקרים וגרמה לקנצלרית מרקל לשנות כיוון.

Chart 1: Opinion poll support for anti-EU or anti-euro populists



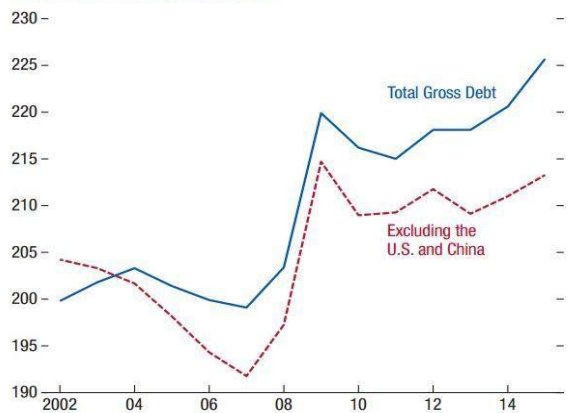
בריטניה – החליטה לעזוב את האיחוד האירופי בטענה כי האיחוד פוגע בכלכלתה ובמרום החברתי. הסיכון לכלכלת בריטניה עדיין גדול בעיקר בשל ירידה בקשרי מסחר מול אירופה כאשר סין ורוסיה מעוניינות לחזק קשרי מסחר על חשבון בריטניה.

ישראל – מעמדו של בנימין נתניהו וממשלת הימין בישראל נראים חזקים ויציבים, אך עם זאת התרחישים שיכולים לייצר סדר פוליטי חדש ועימם אי ודאות (שאף פעם אינה טובה לכלכלה) הם חקירה משמעותית נגד ראש הממשלה או מחאה חברתית חדשה.

לסיכום:

הסכנות מאירועים פוליטיים בעולם שכבר החלו בשנת 2016 גברו ויהיו מהותיים ביתר שאת גם בשנת 2017. דמויות צבעוניות, ובדלניות יותר בעלות אג'נדה שאינה דווקא גלובאלית יתנו את הטון, ולפיכך הסיכונים גברו אל מול ה"אידיליה" הגלובאלית ששררה בשנים האחרונות. אלו כמובן יכולים להשפיע לרעה גם על הסחר העולמי.

Figure 1.1. Global Gross Debt (Percent of GDP; weighted average)



מקור: IMF

סיכונים פוליטיים:

שנת 2016 הייתה השנה בה התרחשו תהפוכות פוליטיות מפתיעות במדינות שנחשבו ליציבות ביותר בעולם - ארה"ב, בריטניה ובאירופה. השווקים תמחרו אירועים אלו כבעלי סבירות נמוכה (אך ראו בהם כסיכונים מהותיים) ולפיכך הופתעו מהתוצאות:

בחודש יוני התרחש הברקזיט של בריטניה מהגוש האירופי, שהגיע בשביל הכלכלנים כמעט משום מקום (למרות שהסקרים היו צמודים כל הזמן), ארבעה חודשים מאוחר יותר נבחר דונלד טראמפ לנשיאות ארה"ב תוצאות מפתיעות שעדיין מלוות ברעשי רקע, ורק לפני חודש נכשל משאל העם באיטליה ששוב סטר לחיי ה"רציולנים" כאשר איטליה אמרה לא לרפורמות של גוש היורו. כלכלנים רבים סבורים כי סיכונים אלו עדיין לא באו לידי ביטוי, אך מסקנה זו ממש לא נכונה שכן אירועים אלו השפיעו ובעוצמה בינתיים בשוקי המטבע (החלשות היסטורית בליש"ט) והריביות (ירידה של מעל ל 1% בתשואה לעשר שנים בארה"ב). במחיר הנפט שזינק בכמעט 25% מבחירת הנשיא טראמפ. נכון שהאירועים עדיין לא באו לידי ביטוי בשוקי המניות בעולם שם הביצועים היו סבירים ובראשם בארה"ב.

הסיכונים לקראת 2017:

- **ארה"ב** - הבטחות הבחירות של דונלד טראמפ שגם יתממשו בחלקם יהיו מהותיות לכלכלה הגלובאלית כמו שינוי מדיניות סחר מול סין, יפן מקסיקו ועוד, ולמרות החיבוק (דוב?) של נשיא רוסיה ולדימיר פוטין לנשיא ארה"ב הנבחר דונלד טראמפ מוקדם מידי לאידיליה בשל אישיותם המורכבת. האם הגלובליזציה והסחר החופשי נמצאים בניסוג שצפויה רק להחריף עם כניסתו של טראמפ לבית הלבן?
- **אירופה** - הערכות כי תירשם התחזקות משמעותית של המפלגות הלאומניות ואלו בעיקר ימניות, שיהיו מעוניינות להביא בתרחיש פאסימי ליציאה של מדינותיהן מגוש היורו.

מבלי לגרוע מהאמור לעיל, הניתוח הכללי 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.