

יונתן כץ  
וכלכלני לידר שוקי  
הון

## שוק האג"ח בארה"ב בונה על הרחבה פסיקאלית ועידוד הצמיחה

### נקודות עיקריות

התקופה של flight to safety לאחר ניצחוננו של טראמפ היתה קצרה ביותר. השווקים מיד הפנימו שהמשמעות של שילוב בין נשיא וקונגרס רפובליקנים היא מדיניות פסיקאלית מרחיבה יותר, מה שתומך בסופו של דבר במדיניות מוניטארית פחות מקלה. מגמת עליית התשואות הייתה חדה ומהירה. ציפיה להשקעות בתשתיות העלתה את מחירי המתכות בעולם. בימים האחרונים עליית התשואות, התחזקות הדולר וחשש למלחמת סחר פגעו בשווקים המתעוררים.

**בשבוע הקרוב**, יתפרסם ביום שלישי מדד המחירים לצרכן של אוקטובר בישראל ואומדן הצמיחה של רבעון ד' ביום רביעי. **בארה"ב** יתפרסמו נתוני מסחר קמעונאי ביום שלישי וה-CPI ביום חמישי. כמובן שהשווקים יגיבו לא פחות להצהרות של טראמפ ומינויים פוטנציאליים לתפקידי מפתח. לאחר ה-Brexit ו-Trump נדמה שהעולם יתחיל להיות יותר מודאג מהאפשרות לתהפוכות פוליטיות (populism) כגון משאל העם באיטליה (ב-4.12) והבחירות בצרפת ובגרמניה בשנה הבאה.

### מאקרו ישראל

- עלייה במדדי האמון הצרכני, גם של הלמ"ס וגם של פועלים תומכת בהמשך גידול בצריכה.
- האופטימיות בסקטור העסקי נמצאת ברמה גבוהה (לפי סקר מגמות).
- בחודשים ספטמבר-אוקטובר מסתמן גידול של 7.3% בתיירות הנכנסת.
- הגרעון התקציבי המצטבר ב-12 החודשים האחרונים ירד ל-2.1% תוצר.
- אנו צופים צמיחה של 3% ברבעון ג', על רקע שיפור ביצוא וגידול מתון בצריכה הפרטית.

### מאקרו גלובלי

- שוק העבודה בארה"ב ממשיך להפגין עוצמה עם ירידה במספר דורשי העבודה.
- מספר המשרות הפנויות עולה בקצב מהיר יותר מהעסקות החדשות.
- מגמה זו תומכת בלחצי שכר במשק האמריקאי.
- מדד האמון הצרכני בארה"ב עלה ב-4.4 נקודות בראשית נובמבר.
- באירופה חלה ירידה במסחר הקמעונאי, ובגרמניה הייצור וההזמנות בתעשייה ירדו בספטמבר.
- באוקטובר, האינפלציה בסין עלתה ל-2.1% ב-12 החודשים האחרונים (מ-1.9% בספטמבר).

### שוק האג"ח

- בשבוע האחרון חלה עלייה חדה בתשואות על רקע השפעת בחירת טראמפ.
- השחר 1026 עלה ב-48 נ.ב. מול עלייה של 12 נ.ב. ב-1025.
- השוק צופה מדיניות פסיקאלית מרחיבה בארה"ב, מה שעלול להאיץ את העלאת ריבית הפד.
- קשה לדעת מתי שוק האג"ח יתייצב בארה"ב, אך נדמה שהרמה הנוכחית אטרקטיבית.
- נדמה שגם הדולר בעולם עשוי להמשיך להתחזק בטווח הקרוב.

### זום אין

#### שוק האג"ח מגיב כעת לציפייה לשינוי חד במדיניות הפסיקאלית

- ציפייה להורדת מסים והגדלת ההוצאה על תשתיות גרמה לעליית תשואות.
- יחד עם זאת, המכפיל של הורדת מסים חזרות ומסים על עשירים קטן יחסי.
- צפוי תהליך ביורוקרטי ארוך עד להגדלה בפועל של ההוצאה על תשתיות.
- הטלת מכסים על היבוא מסין עלולה להביא לסוג של מלחמת סחר.

ריבית	
נוכחית	0.10%
סוף 2016	0.10%
בעוד שנה	0.10%

אינפלציה	
12 ח' אחרונים	-0.4%
3 ח' קרובים	0.2%
12 ח' קרובים	0.8%
2016	0.2%

שע"ח	דולר	אירו
השקל	3.844	4.1794
שינוי שבועי	1.0%	-1.1%
YTD	-1.3%	-1.6%
3 ח' קרובים	3.86	4.16
שנה קדימה	3.90	4.15

אג"ח סחירות	נובמבר
פדיון	0.0
תחזית הנפקות סחירות (ללא קצרות)	3.5
עודף פדיון	-3.5

### עקום התשואות

צמוד	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 1019	-0.16	-0.2	-0.5
בינוני 5903	0.01	0.0	-0.3
ארוך 1025	0.48	0.45	0.4
שקלי	נוכחי	ט"ק*	ט"ב*
קצר 219	0.41	0.35	0.40
בינוני 421	1.02	0.9	1.0
ארוך 1026	2.03	1.9	1.9

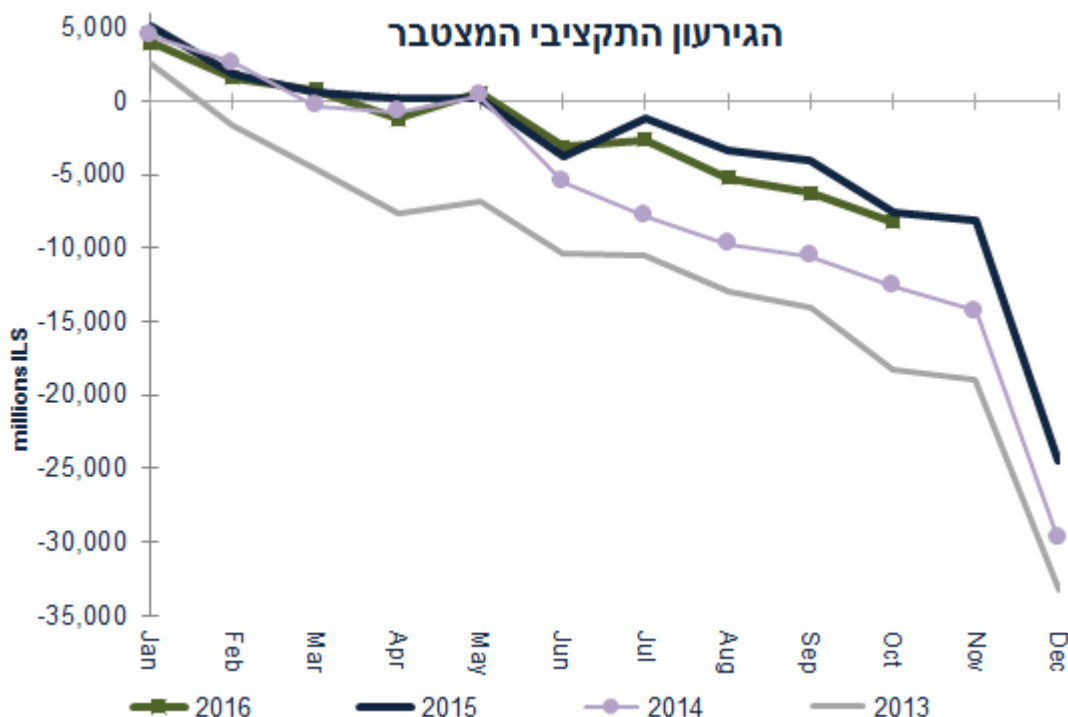
US	2y	5y	10y
	0.92	0.90	1.0
	1.56	1.4	1.5
	2.15	1.9	2.0

\* ט"ק - החודש הקרוב  
\* ט"ב - 3 חודשים

**תת ביצוע ניכר בגרעון נמשך**

ב-12 החודשים האחרונים הגרעון הסתכם ב- 2.1% תוצר לעומת 2.2% לפני חודש. מתחילת השנה, ההוצאה האזרחית עלתה ב- 7.8% (לעומת אותה תקופה אשתקד), זאת לעומת תקצוב המאפשר גידול של 11.4% (מול התקציב המקורי). ההוצאה הביטחונית עלתה ב- 1.9% לעומת גידול בתקצוב של 3.3% (אך בשנה שעברה משרד הביטחון נהנה מהעברת עודפים גדולה). ניתוח נתוני אוקטובר בעייתי בשל ריבוי החגים אשר השפיע גם על צד ההוצאות וגם על צד ההכנסות. רבים צופים עלייה חדה בגרעון עד סוף השנה, אך חשוב לזכור שהגרעון בדצמבר 2015 היה גבוה יחסית (16.5 מיליארד ₪), זאת לאחר אישור התקציב בחודש נובמבר 2015. לכן, סביר להניח גרעון של 2.1%-2.3% בסוף השנה. יחד עם זאת, הגרעון בשנה הבאה צפוי להתקרב ל- 3% תוצר, זאת ללא הכנסות חד פעמיות (כמו השנה, בעיקר יבוא רכבים חדשים).

**צפוי גרעון של 2.1%-2.3% תוצר השנה**

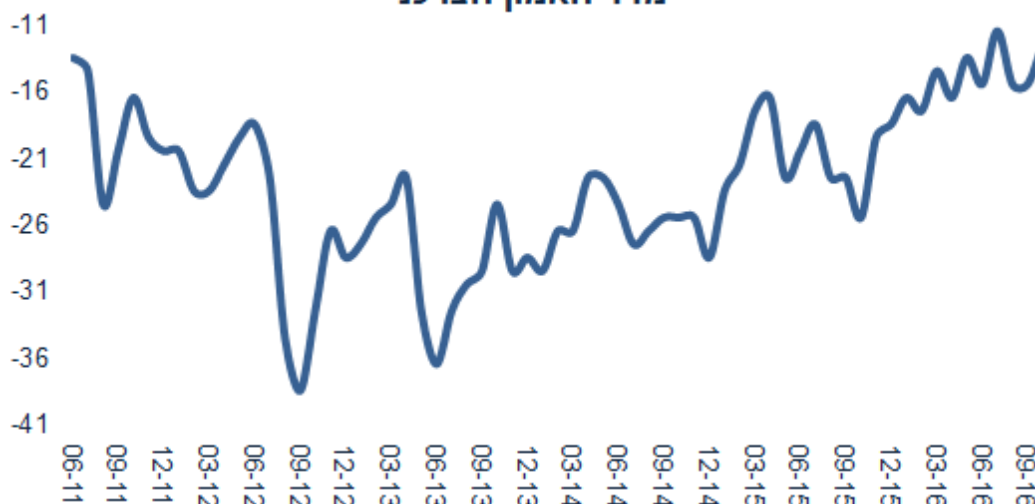


**משקי הבית יותר אופטימיים**

מסתמן שיפור במדד האמון הצרכני (של הלמ"ס) ל- 12 נקודות באוקטובר מ- 15 בספטמבר. לפני שנה מדד זה עמד על 25-. גם מדד האמון של פועלים מצביע על שיפור משמעותי באמון באוקטובר. רמת אופטימיות גבוהה תומכת בהמשך התרחבות בצריכה הפרטית. מדובר בגורם אשר תומך בסופו של דבר גם בהאצה מסוימת באינפלציה (כפי שכותב בנק ישראל, הרחבה בהמשך).

**לפי רמת האמון הגבוהה, חגיגת הצריכה צפויה להימשך**

### מדד האמון הצרכני

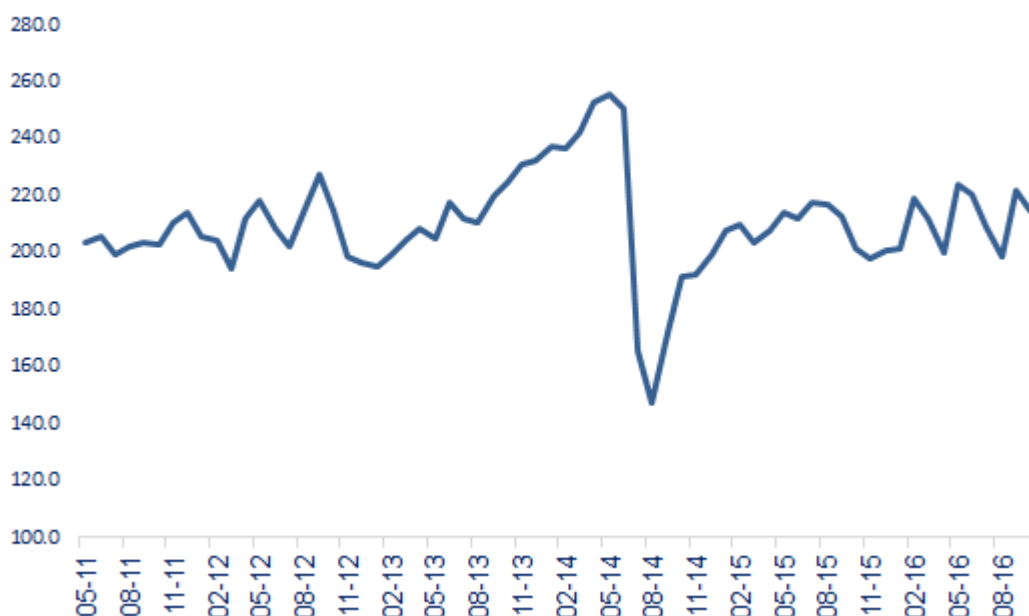


### עלייה בתיירות הנכנסת ספטמבר-אוקטובר

בחודשים ספטמבר-אוקטובר מספר התיירים הנכנסים (מנוכה עונתיות) עלה ב-7.3% לעומת החודשים הקודמים. בחודשים ינואר-אוקטובר מספר התיירים נותר יציב, בדומה לתקופה המקבילה אשתקד. נדמה שהירידה ברמת הטרור המקומי תומכת בהמשך גידול מתון בתיירות, זאת למרות השקל החזק. ענף התיירות הנכנסת מהווה כ-3.4% מסך התוצר. מספר הישראלים היוצאים לחו"ל עלה ב-15.4% מתחילת השנה וב-3.9% בחודשים הקודמים, איתות לשיפור באמון הצרכני ועלייה בכוח הקנייה.

**רגיעה (יחסית)  
במצב הביטחוני  
תומכת בהמשך  
התאוששות  
בתיירות**

### מספר התיירים הנכנסים (מנוכה עונתיות)



**בנק ישראל רואה אינפלציה עולה בהדרגה**

בדיון המוניטארי האחרון פורסם הניתוח הבא (תוספת שלנו בסוגריים):

חברי הוועדה ציינו כי בהסתכלות על האינפלציה קדימה, ישנם כמה כוחות שיוכלו לתמוך בעליית האינפלציה.

1. **צמיחה מתמשכת בצריכה הפרטית**, שמקבלת תמיכה מחוסנו של שוק העבודה (אינפלציה של ביקושים).
2. **התייצבות מחירי הסחורות** (בנק ישראל מניח אי שינוי במחירי הסחורות בתחזית האינפלציה).
3. **עלייה מתמשכת בעלות העבודה ליחידת תוצר** (אינפלציה של עלויות: בניגוד לשנה שעברה בה הוזלת מחירי היבוא בכלל ומחירי האנרגיה בפרט אפשרו ליצרנים לספוג את השפעת עליות השכר, בשנה הקרובה יאלצו להעלות מחירים כנגד עליית שכר, מעבר לפריזון).
4. מנגד העירו חברי הוועדה כי **ההשפעה של תהליכים אלו, בפרט על האינפלציה השנתית, אינה מיידית**, וישנם גם גורמים שפועלים **למיתון האינפלציה** – כגון שינויים לשם הגברת התחרות בענפים מסוימים וסביבתה הנמוכה של האינפלציה העולמית. אלה צפויים להאט את חזרת האינפלציה לתחום היעד (הלחץ להתמתנות האינפלציה כתוצאה מהגברת התחרויות צפוי להימשך).

**בנק ישראל לא צפוי לשקול העלאת ריבית לפני שציפיות האינפלציה בשוק מגיעות ל- 2% (מרכז היעד), כנראה לא לפני 2018.**

**מאקרו גלובלי**

**ארה"ב: שוק העבודה ממשיך להצביע על "מצב מתוח"**

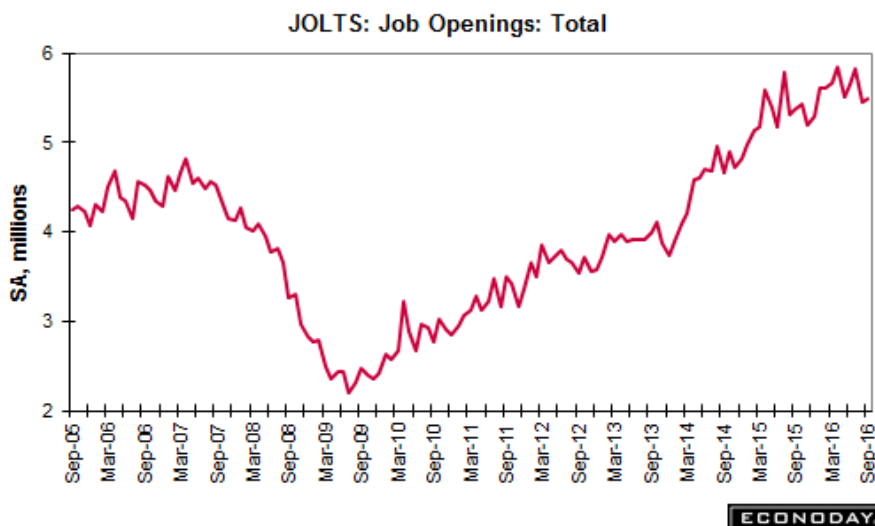
**נתונים חיוביים:**

- ✓ מספר דורשי העבודה החדשים בשבוע האחרון ירד ל- 254 אלף איש מ- 265 אלף בשבוע הקודם. **בממוצע חודשי, מסתמנת ירידה מאד איטית.**
- ✓ מדד האמון הצרכני של מישגן עלה ב- 4.4 נקודות בראשית נובמבר לרמה הגבוהה ביותר מאז חודש יוני. רכיב הציפיות קדימה עלה ב- 6 נקודות.

**נתונים מאכזבים:**

- ✓ מספר המשרות הפנויות עלה רק ב- 0.6% בחודש ספטמבר, אך מרמה נמוכה יחסית לחודשים הקודמים. מנגד, מספר ההעסקות החדשות ירד ב- 3.6% בספטמבר. **כלומר, הסקטור העסקי מתקשה למצוא עובדים מתאימים, מגמה אשר תומכת בלחץ לעליות שכר במשק, כפי שראינו בספטמבר - 0.3% עלייה בשכר לשעת עבודה ו- 0.4% באוקטובר.**

**העלאת ריבית  
בדצמבר נראית  
וודאית**



שוק העבודה מאופיין על ידי עודף ביקוש לעובדים אשר תומך בלחצי שכר/אינפלציה והמשך העלאת ריבית הפד.

## זום אין: שוק האג"ח מתמחר הרחבה פסקאלית והאצת אינפלציה

בשבוע האחרון, שוק האג"ח הגיב לניצחון של טראמפ (והרפובליקנים בקונגרס) על ידי עליית תשואות של 38 נ.ב. באג"ח הממשלתי ל-10 שנים. שוק האג"ח הושפע מציפייה למדיניות פסקאלית מרחיבה ועליית אינפלציה. טראמפ דוגל ב**ירידה חדה במס חברות** וירידה במדרגת המס העליונה מ-39.5% ל-33%. בנוסף, הגדלת ההוצאה על תשתיות צפויה להאיץ את הפעילות הכלכלית. שוק האג"ח גם מצפה להגדלת הגרעון ולכן גם להגדלת הנפקות הממשלה.

להלן כמה הערות:

1. נכון הדבר, שלמרות שהמפלגה הרפובליקנית דוגלת בסקטור ציבורי קטן, בפועל בשנים האחרונות ממשלות רפובליקניות ניהלו מדיניות פסקאלית יותר מרחיבה, כולל Reagan ו-Bush (האב והבן). הגרף בהמשך ממחיש זאת. יחד עם זאת, תקופת המשבר הכלכלי ב-2008-2009 השפיעה מאד על הגרעונות התקציביים (ללא כל קשר למדיניות הפסקאלית).

2. **נדמה שהשפעת הורדת מס חברות (מ-35% ל-15%) על הביקושים המצרפיים מצטמצמת יחסית.** יתכן אולי שבעתיד היותר רחוק צעד זה יגדיל את ההשקעות במשק. בנוסף, חשוב להדגיש שכבר היום מס החברות האפקטיבי בארה"ב עומד על 23% (בשל הטבות המס השונות). גם הורדת מדרגת המס העליונה (מ-39.5% ל-33%) **לא ממש תגדיל את הצריכה הפרטית.** השכבות המבוססות פשוט יגדילו את החיסכון.

3. הגדלת ההשקעות בתשתיות דורשת תהליך תכנון ואישורי תקציב בקונגרס. לא מדובר בהשפעה מרחיבה בטווח הקצר (אפילו לא בשנה הקרובה).

4. כבר עתה, טראמפ מתבטא בפשרונות במספר נושאים (כמו ביטול Obamacare), כך שסביר להניח שיהיו פשרות בצעדים הפסקאליים.

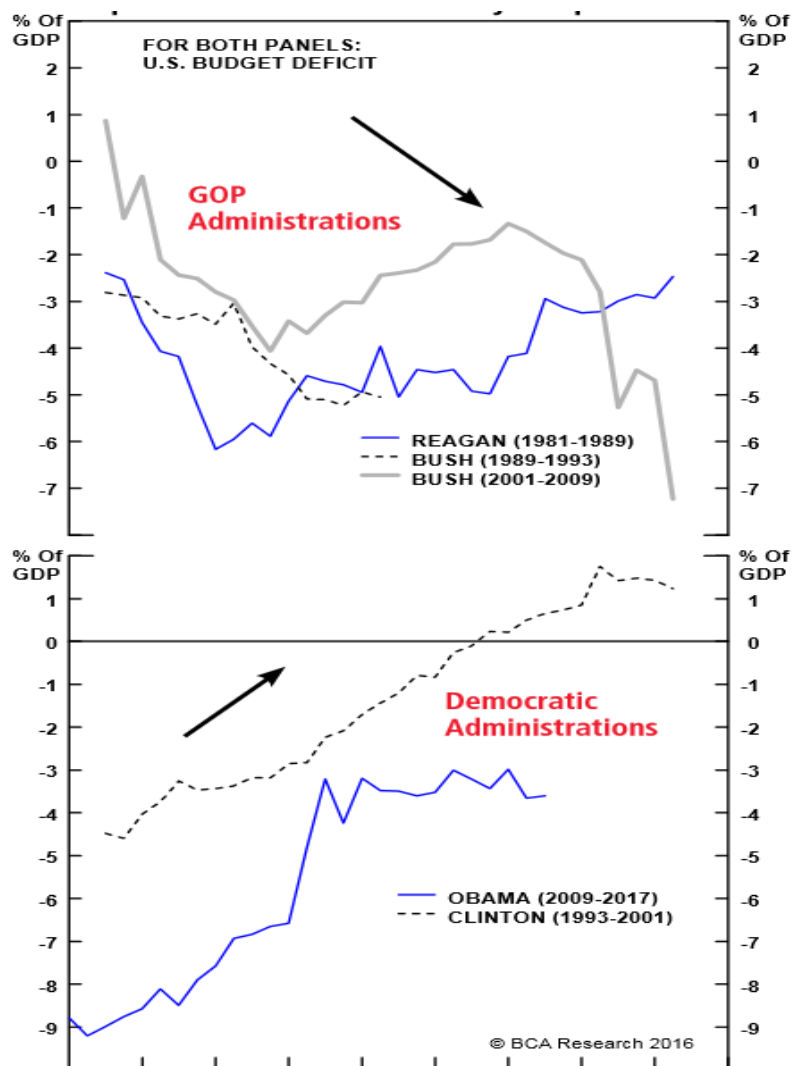
5. קיימת תקרת חוב בארה"ב ולמרות שניתן להעלותה, לא פשוט להכריז על גידול חד בגרעון. כלכלנים חישבו ש**יישום כל התוכניות של טראמפ יביא לגרעון של 10% תוצר לעומת 3.5% כיום.**

6. השאלה הגדולה, עד כמה טראמפ יפעל בכיוון של הגנות על הייצור המקומי מול סין ומקסיקו? כאן מדובר ביכולת מידית ליישום, בלי אישור הקונגרס. טראמפ דוגל בהטלת מכס של 45% על כל מוצרי היבוא מסין. אולי גישתו למלחמת הסחר תתמתן גם היא, אך בהחלט סביר להניח נסיגה מסוימת מהסכמי סחר חופשיים. סין גם עלולה לשלוף ציפורניים ולבצע פיחות חד ביואן.

7. **האם קיים דמיון בין תגובת השוק לטראמפ ובין התגובה ל-tapering ב-2013?** כזכור, תגובת ה-tapering נגרמה על ידי הפתעה לאחר שברננקי הודיע על צמצום של רכישות האג"ח. התשואות הארוכות עלו ב-100 נקודות בסיס (מ-1.7% ל-2.7%) במהלך אלים ומהיר. אנחנו יודעים מה קרה לתשואות לאחר מכן. גם הפעם, השוק הופתע מהניצחון של טראמפ ומצפה לשינוי חד במדיניות הפסקאלית. יתכן שבדומה ל-Brexit שוק האג"ח מגיב בעוצמה יתרה. בפועל, הפד ימשיך להיות זהיר בתוואי העלאת הריבית. טראמפ לא צפוי להחליף את ילן לפני סיום כהונתה בפברואר 2018. בנוסף, **סביר להניח פשרות במדיניות הפסקאלית המוצהרת של טראמפ.**

**בדומה ל-**  
**tapering, יתכן**  
**ששוק האג"ח**  
**עושה**  
**overshooting**

**קיים דמיון עם**  
**תגובת השוק ל-**  
**tapering**



**גילוי נאות**

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור, על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים ומידע אחר אשר לידר ושות' בית השקעות בע"מ ("לידר ושות'") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח. הדו"ח מופנה רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמכו בלבד החלטות השקעה כלשהן. לידר ושות', מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו, אם יגרמו, כתוצאה משימוש בדו"ח זה ו/או כתוצאה מהסתמכות עליו. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. קורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח אינו יעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שליידר ושות', עובדים ונושאי משרה בה, בעלי השליטה בה, וחברות בנות או קשורות שלהם ("קבוצת לידר") מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים בדו"ח ("ניירות הערך") ו/או שיש להם זיקה אחרת לניירות הערך וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח.

לידר ושות' ותאגידים מקבוצת לידר עוסקים בחיתום, שיווק השקעות, ניהול תיקי השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, תיווך בעסקאות בניירות ערך, השקעות בניירות ערך לחשבון עצמם, ניהול והשקעה במיזמי הון סיכון ומיזמי private equity, בפעילויות מסחריות אחרות ופעילויות אחרות בשוק ההון. הדו"ח יכול שיתייחס לניירות ערך שללידר ושות' יש זיקה אליהם מכח השתייכותה לקבוצת לידר ו/או בשל התמורה שקיבלה או תקבל לידר ושות' או תאגיד אחר מקבוצת לידר מאת מנפיקי ניירות הערך ו/או מוכריהם ו/או מפיציהם במסגרת מתן שירותים בשוק ההון לרבות שירותי חיתום, ו/או בשל החזקה בניירות הערך האמורים ו/או ביצוע עסקאות בהם על ידה או על ידי גורמים אחרים מקבוצת לידר.