

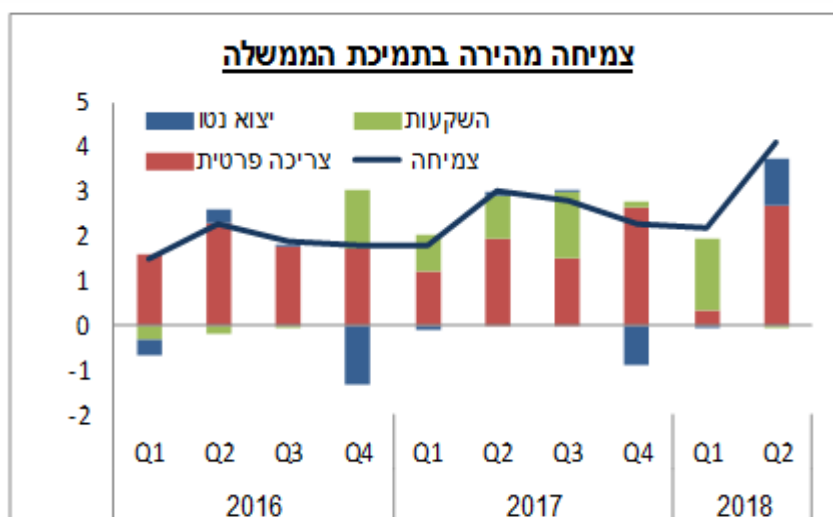
2 באוגוסט 2018

## ארה"ב: הצמיחה נמשכת והריבית תעלה

- המדיניות הממשלתית המרחיבה צפויה להמשיך ולתמוך בצמיחה מהירה יחסית בשנה הקרובה. אולם, הצמיחה צפויה להתמתן החל מהמחצית השנייה של 2019.
- הפד צפוי להמשיך ולהעלות ריבית בשנה הקרובה, למרות הביקורת של טראמפ.
- תשואות אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים עלו ונגעו שוב ב-3%, בעקבות העליה בתשואות האג"ח הממשלתי בעולם ונתוני המאקרו החיוביים. להערכתנו, הסביבה הכלכלית בארה"ב ובעולם, תומכת בעליה מתונה נוספת בתשואות לכל אורכו של העקום האמריקאי.
- להערכתנו, הירידה הנוכחית בשיפוע העקום אינה מצביעה על מיתון מתקרב, אלא על האטה צפויה בקצב הצמיחה וסיום תהליך העלאת הריבית בסוף 2019.

### צמיחה מהירה בתמיכה ממשלתית

בחודשים האחרונים ניכרת התרחבות מהירה בכלכלת ארה"ב, בתמיכת הרפורמה במס, שהובילה לגידול בהכנסה הפנויה וברווחי החברות וכתוצאה, להתרחבות בצריכה הפרטית ובהשקעות. בנוסף, נרשם גידול מהיר וחד פעמי ביצוא הסויה והתירס לסין, לפני כניסת המכסים לתוקף בתחילת יולי והצמיחה ברבעון השני היתה גבוהה באופן חריג ועמדה על 4.1%. אולם, ברבעונים הקרובים צפויה התמתנות מסוימת בצמיחה בעקבות ירידה ביצוא, עם זאת, המדיניות הממשלתית המרחיבה צפויה להמשיך ולתמוך בצמיחה מהירה יחסית בשנה הקרובה. אך, השפעת קיצוצי המס על הצמיחה צפויה להתמתן החל מהמחצית השנייה של 2019 ותרשם האטה נוספת בצמיחה, לקצב שנתי של כ-2%.



מלחמת הסחר מהווה סיכון לכלכלת ארה"ב, אמנם, ההשפעה הישירה על הצמיחה צפויה להיות נמוכה אולם, ההשפעה העקיפה עשויה להיות משמעותית יותר, כפי שבא לידי ביטוי בדברי בכירים בפד לפיהם חברות דוחות הוצאות ושכירת עובדים בעקבות החששות ממלחמת סחר. עם זאת, עד כה, חששות אלה אינם באים לידי ביטוי בנתוני כלכלת ארה"ב, והממשל שדאג לבצע מדיניות מרחיבה בטרם פתח במלחמת סחר, תומך בכלכלה שנהנית מצמיחה מהירה.

# חטיבת שווקים פיננסיים

## מחלקת מאקרו כלכלי

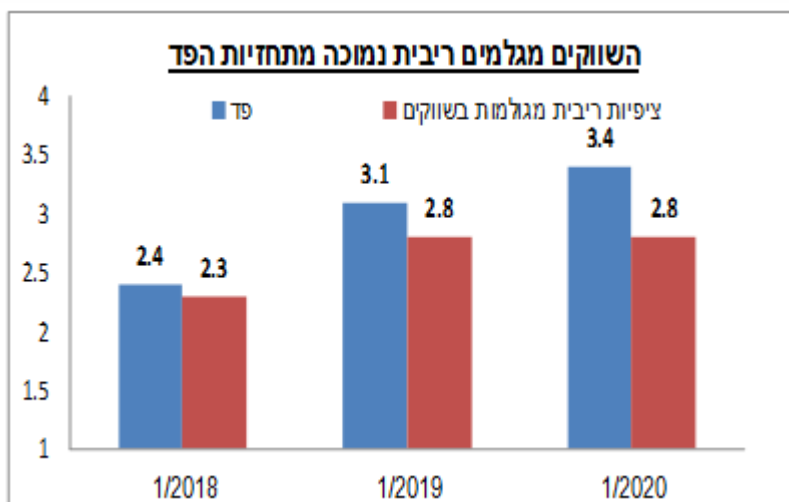
האינפלציה עלתה לרמתה הגבוהה ביותר מאז 2014 והגיעה ליעד (2%), עם זאת, למרות האבטלה הנמוכה עליית השכר מתונה יחסית ולא נרשמים לחצים אינפלציוניים משמעותיים.

### הריבית בדרך למעלה למרות הביקורת של טראמפ

להערכת הפד כלכלת ארה"ב ממשיכה להתרחב בקצב מהיר, על אף החששות ממלחמת סחר המהווים סיכון לכלכלה. לפיכך, בשלב זה תחזית הפד אינה **משתנה והפד צפוי להמשיך ולהעלות ריבית כבר בישיבתו הקרובה בספטמבר**.

לפי תחזיות הריבית של הפד, הריבית צפויה לעלות פעמיים נוספות ב-2018 ל-2.4% בסוף השנה ולהמשיך ולעלות ב-2019-2020, ל-3.1% ו-3.4%, בהתאמה, עם זאת ב-2021 צפויה ירידה בריבית ל-2.9%, שיעור המוערך ע"י הפד כריבית שיווי משקל בטווח הארוך. התחזיות לירידה בריבית ב-2021, מאותתת כי הפד מעריך שהריבית תהיה גבוהה מרמת שיווי משקל באופן זמני בשנים 2019-2020, לאור השפעת קיצוצי המס המאיצים את הצמיחה.

כפי שניתן לראות בגרף, השווקים מגלמים צפי לשתי העלאות ריבית נוספות ב-2018, בדומה לתחזית הפד, מתונה יותר בשנים 2019-2020, ל-2.8%, נמוך מתחזיות הפד.



להערכתנו, הרפורמה במס תשפיע על הצמיחה למשך זמן קצר יותר מאשר מגולם בתחזיות הפד, לפיכך, הריבית צפויה לעלות פעמיים נוספות בכל אחת מהשנים 2018 ו-2019 ותעמוד על 2.9% בסוף 2019, נמוך מתחזיות הפד. כמו כן אנו מאמינים כי לא ירשמו העלאות ריבית נוספות, מעבר ל-2.9%, במהלך המחזור הנוכחי.

### כשהעקום משתטח ההאטה בדרך?

תשואות אג"ח ממשלת ארה"ב ל-10 שנים נגעו שוב ב-3%, בעקבות העליה בתשואות האג"ח הממשלתי בעולם ונתוני המאקרו החיוביים. הסביבה הכלכלית בארה"ב ובעולם, עליית הריבית הצפויה והגידול בהיקף ההנפקות תומכים בעליה מתונה נוספת בתשואות לכל אורכו של העקום.

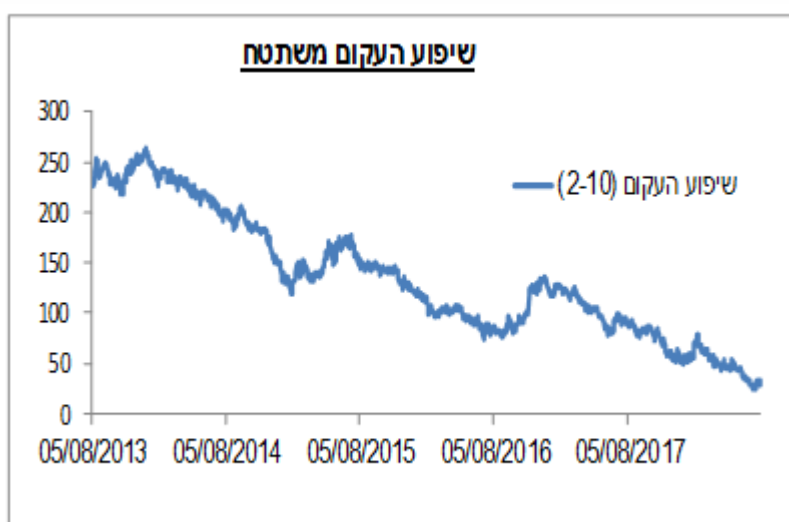
כאמור, השוק מגלם צפי לשלוש העלאות ריבית נוספות ל-2.8%, עד לסיום תהליך העלאת הריבית בסוף 2019. כלומר, מרבית ההעלאות הריבית מאחורינו והריבית כיום (1.9%), קרובה לריבית שיווי המשקל ארוכת הטווח (2.9% לפי הערכות הפד). בנוסף, העלאות הריבית הנוספות צפויות בטווח הקצר ומגולמות ברובן באג"ח הקצר, לפיכך, **ציפיות הריבית מסבירות את השיפוע הנמוך של העקום**. במידה וציפיות הריבית בשווקים יתאימו את עצמן כלפי מעלה, לתחזיות הפד, צפויה עליית תשואות לכל אורכו של העקום, והעליה בשיפוע צפויה להיות מתונה בלבד. השילוב של עליה בריבית הקצרה בשנה הקרובה, התמתנות הצמיחה החל מהמחצית השנייה של 2019, במקביל לסיום תהליך העלאת הריבית בשנה זו, תומך בהשתטחות העקום.

# חטיבת שווקים פיננסיים

## מחלקת מאקרו כלכלה

ההשתטחות העקום התשואות האמריקני נתמכה בנוסף במעבר לנכסים בטוחים, בעוד התשואות לשנתיים שומרות על יציבות בעקבות צפי להמשך העלאת ריבית, נרשמה ירידה בתשואות הארוכות שדחפה את השיפוע של העקום (בין שנתיים לעשר שנים) מטה עד ל-25 נקודות, הרמה הנמוכה ביותר מאז 2007. עם זאת, כאמור, בימים האחרונים נרשמה עליית תשואות באג"ח הממשלתי הארוך בעולם, שתמכה בעליית התשואות הארוכות בארה"ב ועליה מסוימת בשיפוע העקום, אולם רמתו נותרה נמוכה.

**עקום שטוח אינו בהכרח מאותת על מיתון קרב**, ולא בכל פעם שהעקום משתטח נרשם מיתון בכלכלה, אולם, לפני כל מיתון מאז 1975 שיפוע העקום הפך לשלילי. עם זאת, ישנן סיבות להאמין שהירידה הנוכחית בשיפוע העקום אינה מצביעה על מיתון מתקרב, אלא על האטה צפויה בקצב הצמיחה וסיום תהליך העלאת הריבית. לרוב ירידה בשיפוע העקום מלווה בירידה בציפיות הריבית, אולם, השווקים אינם מצביעים על צפי לירידת ריבית בשנתיים הקרובות, לפיכך, השווקים אינם מגלמים צפי למיתון שיוביל לירידת ריבית.



בנוסף, בשנים האחרונות נרשם לחץ כלפי מטה על התשואות הארוכות בעקבות גורמים כמו סביבת אינפלציה נמוכה ויציבה, ריבית נמוכה בעולם, ביקוש לנכסים בטוחים, למשל בעקבות מלחמת הסחר ועוד. גורמים אלה מפחיתים מיכולת העקום לחזות מיתון ותומכים בפרמיית מח"מ נמוכה.

פרמיית המח"מ המגלמת את הסיכון שבהשקעה באג"ח ארוך הינה שלילית, על אף הגידול הצפוי בהיצע אג"ח ממשלת ארה"ב בעקבות הגידול בגירעון הממשלה וצמצום אחזקות הפד באג"ח הממשלתי. עם זאת, מרבית ההנפקות יהיו בחלקו הקצר של העקום ולכן אינן צפויות להוביל לעליה בשיפוע העקום.

**לסיכום:** אנו מעריכים כי כלכלת ארה"ב תמשיך לצמוח אולם, בקצב מתון בהשוואה לרבעון השני, הריבית צפויה לעלות במקביל, לעליה מתונה בתשואות. בנוסף, אנו מאמינים כי העקום השטוח אינו מעיד על מיתון מתקרב אלא על סיום קרוב של תהליך העלאת הריבית.

הסקירה הוכנה על ידי מחלקת מאקרו כלכלה, בנק דיסקונט

נכתב על ידי: עינת מאיר, אנליסטית מאקרו ושווקים [einat.meir@dbank.co.il](mailto:einat.meir@dbank.co.il)

מנהלת המחלקה: נירה שמיר, כלכלנית ראשית, [nira.shamir@discountbank.co.il](mailto:nira.shamir@discountbank.co.il)

# חטיבת שווקים פיננסיים

## מחלקת מאקרו כלכלה

### הערות ואזהרות כלליות מטעם בנק דיסקונט לישראל בע"מ:

הניתוח הכלול בסקירה זו הינו למטרת אינפורמציה בלבד ואין לראות בו המלצה, תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל לקוח או הזמנה לייעוץ כאמור או הצעה להחזיק/לקנות/למכור ני"ע או נכסים פיננסיים או התחייבות של בנק דיסקונט לישראל בע"מ (להלן: "**הבנק**") לייעוץ ללקוחותיו בהתאם לאמור בו. הניתוח מתפרסם בהתבסס, בין היתר, על נתונים ומידע גלויים לציבור שהונחו כמהימנים מבלי שנבדקו עצמאית, העשויים להיות חסרים, בלתי מדויקים, בלתי מעודכנים ואינם מתיימרים להוות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה או להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הקורא. הדעות המובאות בסקירה מייצגות את עמדת מחבריה והן אינן זהות בהכרח לעמדת יועצי ההשקעות בבנק. הדעות האמורות נכונות ליום פרסומן לראשונה והן יכולות להשתנות בכל עת ללא הצורך בהודעה מוקדמת. הניתוח מופץ כחלק מתפוצה רחבה, וגם אם במסגרת תפוצה רחבה זו, הוא מגיע אליך אישית באמצעות הדוא"ל או בכל דרך או מדיה אחרת, אין לראות בו משום ניתוח או סקירה המותאמים לצרכיך ולנתונים האישיים שלך, לא מבחינת תוכן הניתוח, לא מבחינת סוגי הני"ע והנכסים הפיננסיים הנזכרים בו, ככל שיהיו ולא מכל בחינה אחרת. עשוי להיות למחברי הסקירה ו/או לבנק עניין אישי בנושא הסקירה. הבנק וכל חברה קשורה אליו ו/או בעלי מניותיו ו/או עובדיו ו/או מי מטעמו אינם לא יהיו אחראים לכל אי דיוק, שגיאה או כל פגם אחר בסקירה זו, לרבות ביחס לנתונים ו/או לכל נזק, ישיר או עקיף, שייגרם, אם ייגרם, כתוצאה מהסתמכות על סקירה זו, ואינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט. אין להפיץ, להעתיק, לפרסם או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא אישור הבנק מראש ובכתב. העברת הסקירה ופרסומה במלואה או בחלקה, ללא קבלת אישור הבנק כאמור לעיל הינה אסורה בהחלט. הבנק ו/או חברות הבנות שלו ו/או החברות הקשורות עוסקות, בין היתר בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע עסקאות בבורסה ובפעילות בנקאית לסוגיה, ועשויים להחזיק ו/או לבצע, בין היתר, עסקאות בנייר הערך ו/או נכסים פיננסיים הנזכרים בסקירה זו, ככל שנזכרים, בהתאם או שלא בהתאם לאמור בה. תיתכן אפשרות שבסקירה נפלו שיבושי הגהה, ניסוח, טעויות, אי דיוקים וכו' למרות שהבנק נוקט באמצעים ככל יכולתו למונעם. השימוש באינטרנט חשוף לתקלות וסיכונים הטבועים ברשת האינטרנט ובמערכות ממוחשבות על אף שהבנק נוקט בכל האמצעים הסבירים למניעת תקלות וסיכונים, כאמור. לפיכך לא ישא הבנק באחריות לנזק ו/או הפסד ו/או הוצאה ו/או תוצאה שנגרמה כתוצאה משיבוש ו/או הפסקה בקווי התקשורת ו/או בהעברת הנתונים ככל שאלו נגרמו מתקלות שאינן בשליטת הבנק ושהבנק לא יכול היה למונען במאמץ סביר.