

07.05.2017

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

0.7%

מדד אפרייל

0.4%

מדד מאי

0.2%

מדד יוני

0%

ריבית בנק ישראל צפויה

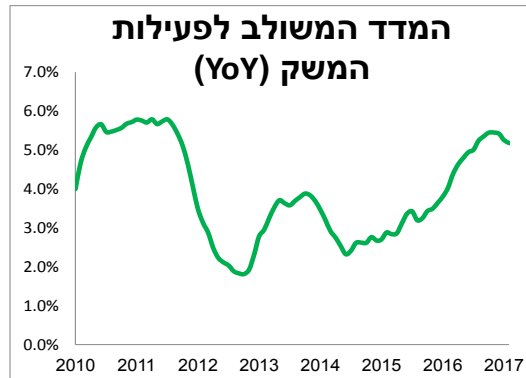
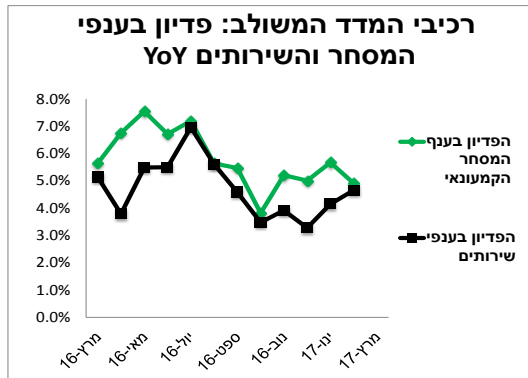
בעוד 12 חודשים

0.50%

- קצב הגידול במדד המשולב של בנק ישראל ממשיך להיות גבוה מעל 5% ומצביע על המשך צמיחה מהירה במגזר העסקי במשק.
- האבטלה במשק ממשיכה לרדת. קצב הגידול במועסקים נותר יציב. חל גידול חד במשקל המועסקים במשרה מלאה. מספר שעות העבודה לשבוע למועסק הגיע ברבעון הראשון לשיא של חמש שנים. נתונים אלה צפויים לתמוך בגידול בצריכה.
- עלה הסיכוי לעליית הריבית במשק בשנה הקרובה. עדכנו את תחזית הריבית בעוד 12 החודשים ל-0.5%.
- שוק העבודה האמריקאי מפגין עוצמה תוך גידול בשיעור המועסקים, עלייה במשקל העובדים במשרה מלאה וירידה באבטלה "עמוקה". השכר הממוצע אומנם עולה בקצב איטי, אך עלות יחידת העבודה של הפירמות דווקא מטפסת בקצב יחסית גבוה.
- אנחנו מעריכים שהסתברות לעליית ריבית ה-FED בחודש יוני גבוהה מ-50%, אך אינה וודאית כפי שמגולם בחוזים.
- הסיכונים באירופה ממשיכים לקטון והנתונים הכלכליים משתפרים.
- התגברות סימני האטה בסין וירידה במחירי הסחורות עלולים להחליש תשתית להתאוששות בכלכלה העולמית שנרשמה בשנה האחרונה.

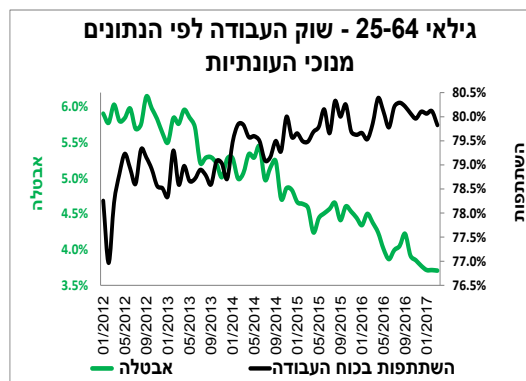
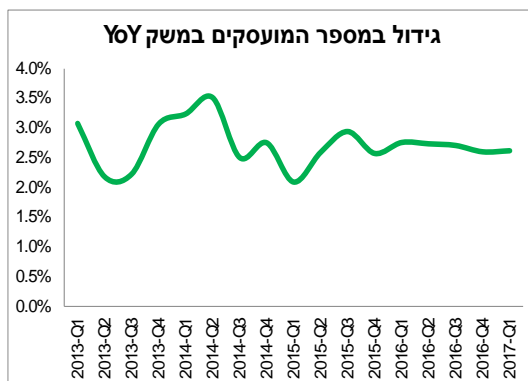
## מאקרו ישראל.

לפי המדד המשולב, הצמיחה החזקה של המגזר העסקי נמשכת ואף מתחזקת. לפי המדד המשולב של בנק ישראל, הצמיחה במגזר העסקי התגברה בחודשים האחרונים לכ-5%. בפעם האחרונה ראינו קצב צמיחה כל כך גבוה של המדד המשולב רק בשנת 2011. מדדי הפדיון בענפי המסחר והשירותים, שמשקפים את הצריכה הפרטית במדד המשולב, ממשיכים לצמוח בקצב של כ-5%. בנתוני הייצור והיצוא, למעט יצוא השירותים, המגמה יותר חלשה.



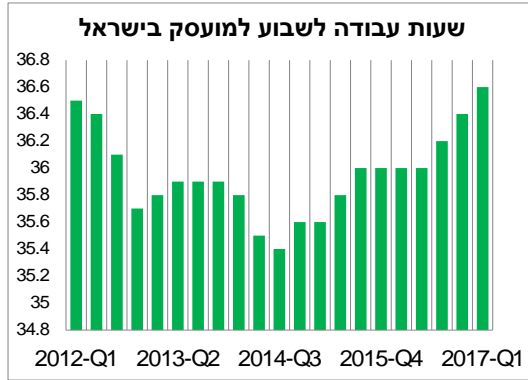
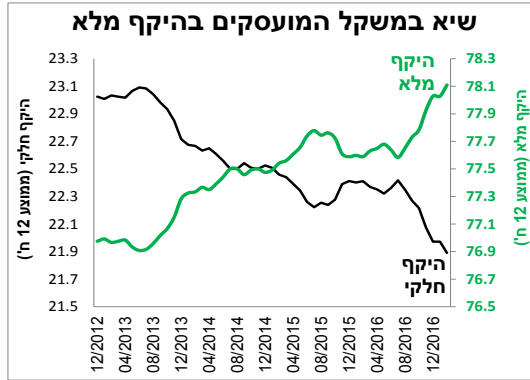
מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

יותר שעות עבודה למועסק ויותר מועסקים מעלים הכנסה צרכנית ותומכים בגידול בצריכה נתוני שוק העבודה בישראל ממשיכים להיות חזקים. שיעור האבטלה בקרב הגילאים 25-64 ירד ל-3.7% בחודש מרץ לעומת 3.8% בסוף שנת 2016. קצב הגידול במספר המועסקים ממשיך להיות יציב למרות הירידה באבטלה.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

מעבר לירידה באבטלה וגידול במועסקים, מאמצע השנה שעברה עלה בחדות משקל המועסקים במשרה מלאה מסך המועסקים. כפועל יוצא מכך ואולי גם בגלל הסיבות האחרות, מספר שעות העבודה לשבוע למועסק עלה ברבעון הראשון לשיא מאז תחילת הסקר לפני חמש שנים. גידול במועסקים בכלל ובמועסקים במשרה מלאה בפרט ועלייה בשעות עבודה משקפים האצה בהכנסות העובדים שצפויה להיות מתורגמת לגידול בצריכה הפרטית.



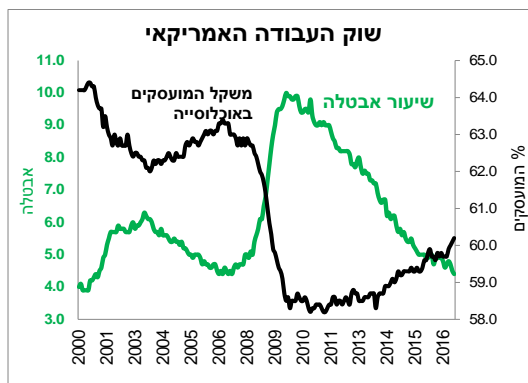
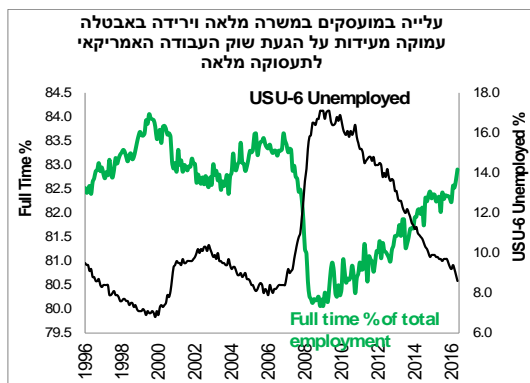
מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: לפי האינדיקטורים השוטפים, קצב הצמיחה במשק ממשיך להיות גבוה גם ברבעון הראשון. שוק העבודה צפוי לתמוך בצריכה פרטית חזקה גם השנה.

## מאקרו עולם.

שיפור בשוק העבודה האמריקאי ממשיך לייקר עלות העבודה לפירמות מלבד העלייה המתונה עדיין בשכר, יתר הסימנים בשוק העבודה האמריקאי מעידים על התקרבות לתעסוקה מלאה במשק האמריקאי:

- ✓ עלייה בשיעור המועסקים באוכלוסייה, שגדל בחצי השנה האחרונה בחצי אחוז ולראשונה מאז המשבר חצה את הרף של 60%.
- ✓ שיעור המועסקים במשרה מלאה עלה ביותר מחצי אחוז מתחילת השנה.
- ✓ שיעור האבטלה "העמוקה" שכוללת העובדים במשרה חלקית והעובדים שמעוניינים לעבוד אך לא רשומים כמובטלים ירד קרוב לרמות הנמוכות שהיו לפני המשבר.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

השכר הממוצע ממשיך לעלות בקצב איטי יחסית של כ-2.5%. זאת למרות הדיווחים, לדוגמה בספר הבז', שלחצי השכר במשק האמריקאי מתגברים. להערכתנו, סימני התעסוקה המלאה שהצגנו לעיל, יתמכו בעלייה משמעותית יותר בשכר בהמשך השנה. בינתיים, נתוני האינפלציה השוטפים לחודש מרץ (מדד PCE), היו נמוכים מהתחזית. קצב העלייה של המדד הכללי ירד מ-2.1% ל-1.8%, כאשר מדד הליבה ירד מ-1.8% ל-1.6% (תרשים 12).

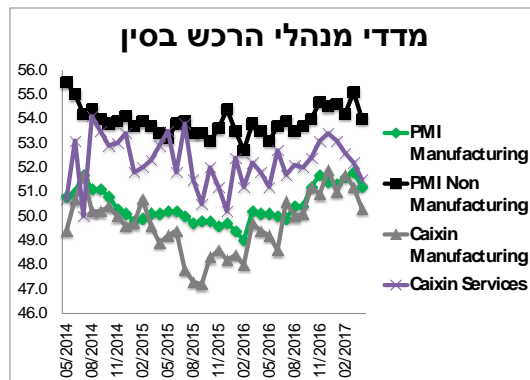
**שורה תחתונה: התקרבות המשק האמריקאי לתעסוקה מלאה צפויה להגביר לחצי השכר שבשילוב עם רצון החברות לשמור על רווחיות גבוהה נוכח התייקרות עלות העבודה, יתמכר בחזרת האינפלציה לכיוון היעד.**

**רמת האינפלציה באירופה קטנה למה שהתרגלנו בשנים האחרונות**

סיכון פוליטי נוסף הוסר באירופה לאחר הגעת יוון להסכם עם הנושים. לעומת זאת, נרשמה חרפה משמעותית בטונים בין האירופאים לבריטים לפני הכניסה למו"מ על ה-Brexit. ניתן להעריך שעד הבחירות בבריטניה היא תמשיך להציג עמדה קשוחה שתרוכך אחרי הבחירות. הנתונים הכלכליים באירופה ממשיכים להפתיע לטובה ובינתיים נראה שרמת האינפלציה באירופה נמוכה ממה שהתרגלנו בשנים האחרונות.

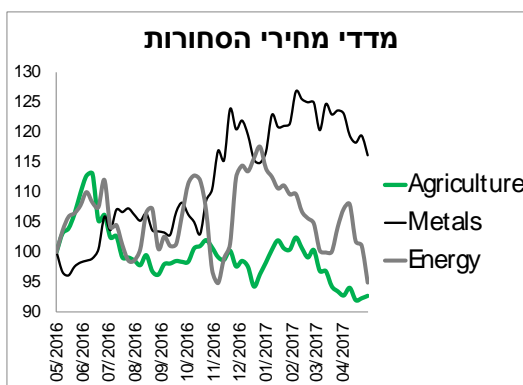
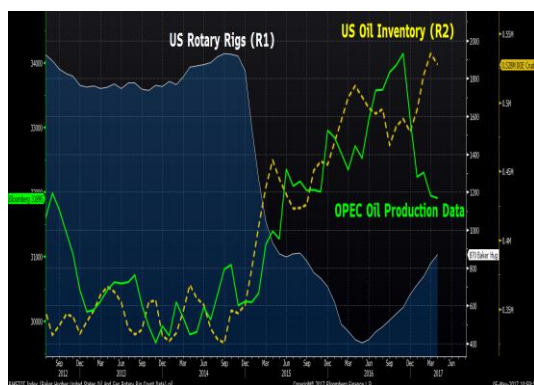
**שווקים.**

היחלשות בסין וירידה במחירי הסחורות מערעות בסיס עליו נשענה ההתאוששות בכלכלה כפי שכתבנו לא פעם, להערכתנו, הסיבות העיקריות להתאוששות בעולם שהחלה באמצע שנת 2016 קשורות להאצה במשק הסיני ולהתייצבות במחירי הנפט במהלך שנת 2016. כעת, בשתי החזיתות מופיעים סדקים. המשק הסיני והשווקים בו מגיבים לשינוי במיקוד הרשויות מהגברת הצמיחה ומתן תמריצים לטיפול בסיכונים הפיננסיים. כל מדדי מנהלי הרכש בסין ירדו מתחת לציפיות. שוק המניות הסיני הציג את הביצועים החלשים ביותר בשבועות האחרונים. אנו צופים להמשך היחלשות שתוביל לירידה בביקושים ליבוא לסין ותשפיע על הפעילות הכלכלית במדינות האחרות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

בנוסף, לאחרונה התגברה המגמה של ירידה במחירי כל סוגי הסחורות. ירידה זו הנה בעיקר תוצאה של גידול בהיצע, אך בצד הביקושים, מחירי המתכות יורדים בציפיות להאטה בפעילות בסין. הירידה במחירי הנפט נובעת בעיקר מגידול בהיצע בארה"ב ששוחקת השפעת הקיצוץ בתפוקה ע"י מדינות האופ"ק. המשך הירידה במחירי הנפט עלול לפורר את הסכם אופ"ק ולהאיץ מגמת הירידות במחירי הנפט.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

ההיחלשות בסין והמשך ירידה במחירי הנפט מהווים סכנה לשוקי המניות. יחד עם זאת יש מספר גורמים שצפויים לרכך את הפגיעה:

- ✓ הקטנת התמריצים בסין מתבצעת בצורה מבוקרת ויזומה ע"י הממשל.
- ✓ הכלכלה העולמית כבר הספיקה לצבור תאוצה בשנה האחרונה שצפויה לסייע לה לשרוד היחלשות הביקושים מסין.
- ✓ אם הסכם אופ"ק יישאר על כנו, מחירי הנפט לא אמורים לרדת עוד כי מתחת לרמות הנוכחיות יורדת כדאיות הפקת הנפט בטכנולוגיות החדשות בארה"ב.
- ✓ מבחינה כלכלית, הזעזוע מירידה במחירי הנפט צפוי להיות קטן יותר מאשר בשנת 2015 ותחילת 2016 עקב היערכות של המדינות המפיקות והחברות בתחום האנרגיה.
- ✓ השפעה חיובית של הוזלת מחירי התשומות תסייע לכלכלה העולמית.

**שורה תחתונה: האטה בסין וירידה במחירי הסחורות עלולים להחליש תשתית להתאוששות בכלכלה העולמית שנרשמה בשנה האחרונה.**

### הסיכויים לעליית ריבית ה-FED שמגולמות בחוזים מוגזמים

פונקציית התגובה של הבנק המרכזי האמריקאי השתנתה. בעבר הלא רחוק הוא היה מעדיף לא לקחת סיכונים ולהמתין עם התקדמות בתהליך הצמצום המוניטארי עם הופעת הסימנים להרעה אפשרית במגמה חיובית.

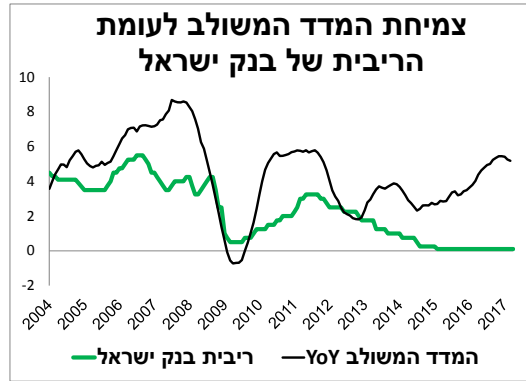
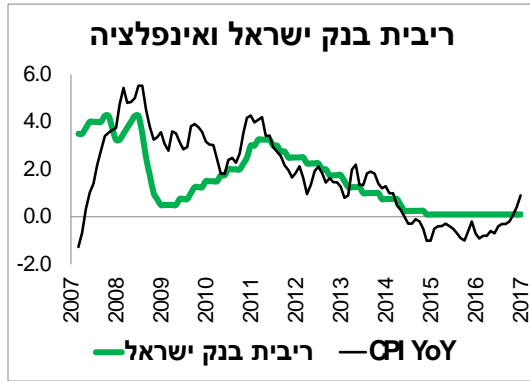
בהחלטה האחרונה ה-FED התעלם מהנתון החלש של הצמיחה ברבעון הראשון ומהאטה באינפלציה ובציפיות האינפלציה. שינוי הגישה מעיד על נחישות ה-FED להתקדם עם עליית הריבית.

ההסתברות לעליית ריבית ה-FED בפגישתו ביוני שעלתה כמעט לוודאות מוחלטת, כפי שמגולמת בחוזים, נראית לנו מוגזמת. במיוחד נוכח הטלטלה המתחדשת במחירי הסחורות בעולם, הירידה באינפלציה ובציפיות האינפלציה.

**שורה תחתונה: אנחנו מעריכים שהסתברות לעליית ריבית ה-FED בחודש יוני גבוהה מ-50%, אך אינה וודאית כפי שמגולם בחוזים.**

**ריבית בנק ישראל "Never say never"**

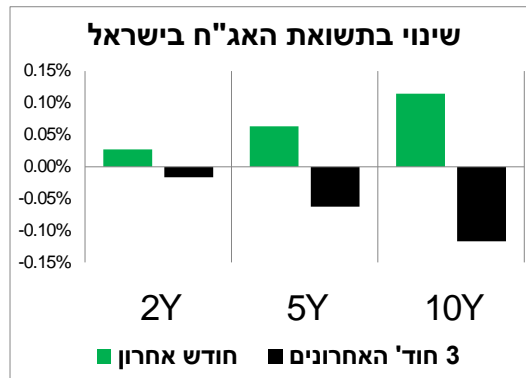
למרות התגברות הצמיחה במשק ועלייה בסביבת האינפלציה, שוק האג"ח המקומי לא שינה את הערכותיו לריבית בישראל. כפי שציינו בפרק המאקרו, קצב הצמיחה במדד המשולב עלה ל-0.5%. קצב האינפלציה עלה ממינוס 0.2% בסוף שנת 2016 ל-0.9% בסוף חודש מרץ.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

אומנם מכאן ועד לעליית הריבית בישראל הדרך עדיין לא כל כך קצרה, בעיקר בגלל עצמתו של השקל, אבל הסיכויים עלו וצריכים לבוא לידי ביטוי בשוק האג"ח. אף על פי כן, השוק לא מייחס לאירוע של עליית הריבית סיכוי גבוה יותר מאשר עד לפני מספר חודשים. תשואות האג"ח ירדו לאורך כל העקום בשלושת החודשים האחרונים.

אם הריבית תתחיל לעלות בעוד כחצי שנה, ההשפעה הגדולה ביותר מבחינת שינוי התשואה לפדיון צפויה להיות על הניירות באמצע העקום, לטווחים של 3-5 שנים. למרות זאת, התשואות בטווחים אלו עלו רק במעט גם בחודש האחרון שכלל עוד הפתעה במדד המחירים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**שורה תחתונה: אנו מעריכים שהסיכוי לעליית הריבית של בנק ישראל עד סוף השנה עלה מעל 50%. עדכנו תחזית לריבית של בנק ישראל בעוד 12 חודשים ל-0.5%.**

## פרטי מכין האנליזה

אלכס זבז'נסקי, 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 זו 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 לבירור 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 מניותיה, 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'נסקי, 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'נסקי אלכס

05-07-2017

תאריך פרסום האנליזה