

04.06.2017

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

0.6%

מדד מאי

0.3%

מדד יוני

-0.1%

מדד יולי

0.3%

ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים

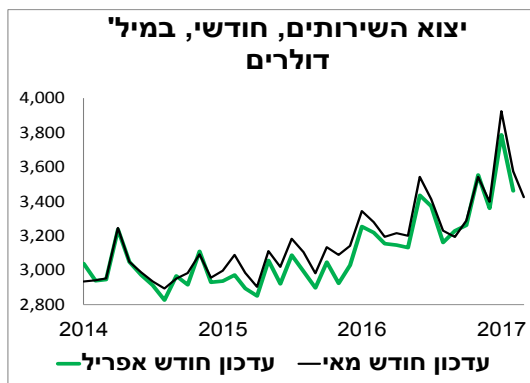
0.50%

- קצב עליית המדד המשולב של בנק ישראל התמתן בחודשים האחרונים. אנו מעריכים שאין בירידת הקצב סימן להאטה במשק.
- חל עדכון כלפי מעלה בנתוני יצוא השירותים בישראל לשנים 2015-2017 שצפוי לגרום לעדכון נתוני הצמיחה, כולל לרבעון הראשון 2017.
- הניצולת בשוק העבודה האמריקאי משתפרת במהירות, אך לא מביאה לעת עתה להתגברות עליית השכר. לפי הערכתנו, קצב עליית השכר יתחזק בהמשך השנה, אך הוא עדיין מוגבל ע"י הרווחיות הנמוכה של החברות המקומיות.
- הירידה באינפלציה בארה"ב צפויה להיות זמנית בתמיכת שוק העבודה החזק, העלייה במחירים ליצרן ובמחירי היבוא שמושפעים מפיחות הדולר. כמו כן, הרחבה פייסקאלית צפויה של הממשל, גם אם במתכונתה המצומצמת, במצב של תעסוקה מלאה צפויה לתמוך בעלייה באינפלציה.
- ה-FED צפוי להעלות את הריבית בפגישתו הקרובה. להערכתנו, השווקים מעניקים סיכוי נמוך מדי לעלייה נוספת בריבית ה-FED השנה ולסיכוי בהתקדמות רפורמות הממשל.
- שוקי המניות מתייחסים בעיקר ל"חצי הכוס המלאה" ומתעלמים מהסיכונים, בשעה שמשקיעי האג"ח רואים בעיקר את "החצי הריק". להערכתנו, בשני השווקים קיימת הטייה.
- סימני חולשה במשק הסיני מתחזקים ובאים לידי ביטוי במדד מנהלי הרכש בתעשייה ובהאטה ביצוא לסין משותפי הסחר העיקריות שלה.

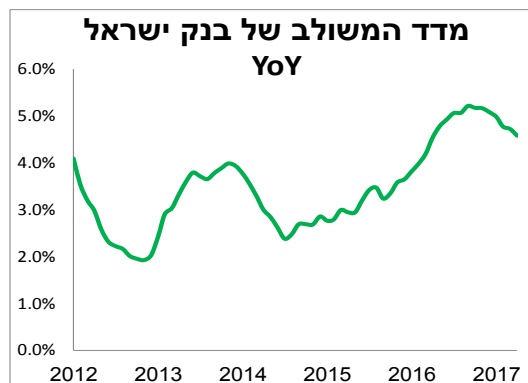
מאקרו ישראל.

נקודות העיקריות:

- ✓ קצב עליית המדד המשולב של בנק ישראל התמתן בחודשים האחרונים מכ-5.2% בסוף שנת 2016 לכ-4.6% בחודש אפריל. עדיין מדובר בקצב גבוה בהשוואה לשנים האחרונות. להערכתנו, הירידה אינה משקפת האטה במשק.
- ✓ חל עדכון משמעותי כלפי מעלה בנתוני יצוא השירותים לשנים 2015-2017. כתוצאה מהעדכון, קצב הצמיחה של יצוא השירותים בשנת 2015 עלה בכ-3% וירד בכ-2% בשנת 2016 לעומת הנתון הקודם. גם בנתוני הצמיחה לרבעון הראשון צפוי עדכון כלפי מעלה בעקבות השינוי בנתוני יצוא השירותים.



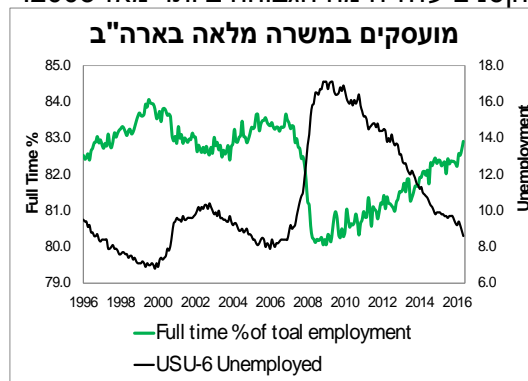
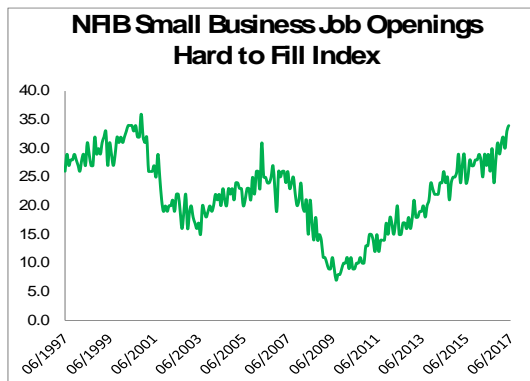
מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

מאקרו עולם.

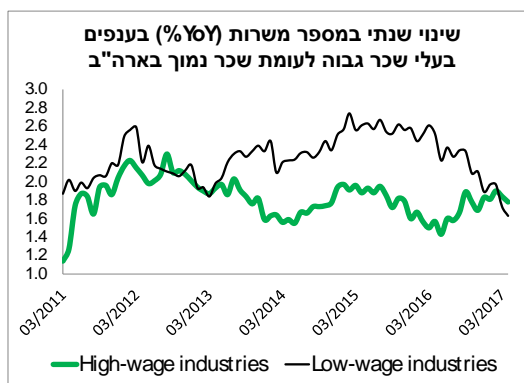
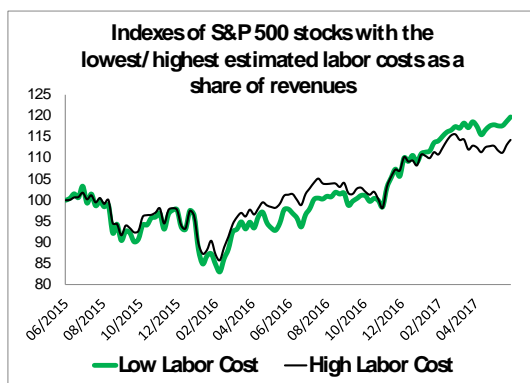
למרות שיפור מהיר בניצולת בשוק העבודה האמריקאי, השכר עולה בקצב מתון ויש לכך סיבות חלק מהסיפור של דוח התעסוקה בארה"ב עובד "לפי הספר". קצב יצירת המשרות מתמתן כפי שצפוי במצב של תעסוקה מלאה. הניצולת בשוק העבודה משתפרת. האבטלה ירדה לרמה של 4.3%, הנמוכה מאז 2011. גם שיעור האבטלה הרחב ירד ל-8.4% וכמעט חזר לרמות הנמוכות של תקופת לפני המשבר. שיעור המועסקים במשרה מלאה עלה בחדות וחזר כמעט לרמות לפני המשבר. החברות רוצות לגייס עובדים. המדד שמשקף קושי בלמלא משרות פתוחות של העסקים הקטנים עלה לרמה הגבוהה ביותר מאז 2003.



מכאן, חוקי הכלכלה מתחילים להשתבש. למרות גידול בביקוש וירידה בהיצע העובדים, שיעור התעסוקה כמעט לא עולה. גם קצב עליית השכר לא מתגבר.

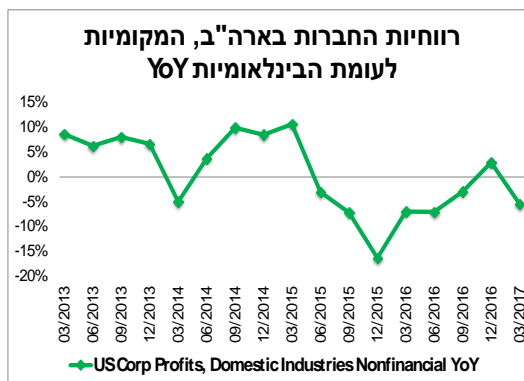
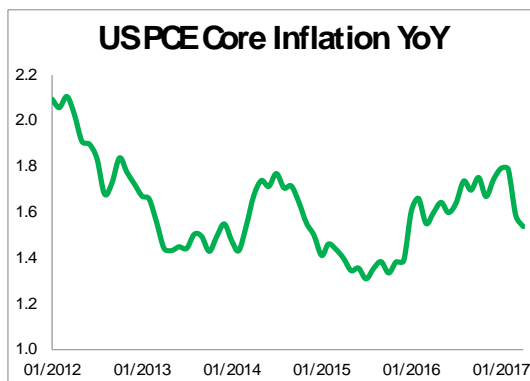
לעלייה יחסית מתונה בשכר יכולות להיות מספר סיבות. קודם כל, יתכן וזה רק עניין של זמן עד שלחצי השכר יקבלו ביטוי בנתונים הרשמיים. שוק המניות, לדוגמה, כבר מזהה שזה קורה. לראיה, לאחרונה מניות החברות בעלות שיעור הוצאות שכר נמוך מציגות ביצועים עודפים על פני מניות החברות בעלות הוצאות השכר גבוהות.

ביטוי נוסף ללחצי השכר משתקף בעובדה שבשנה האחרונה הואט מאוד קצב הגיוס של העובדים בענפים בהם רמת השכר נמוכה יחסית. למעשה, החברות שמשלמות שכר נמוך הן גם החברות בהן בדרך כלל גם הרווחיות נמוכה. לכן, לחצים לעליית השכר גורמים לחברות אלה לצמצם את הגיוסים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

ההסבר הנוסף לשיעור מתון של עליית השכר נעוץ ברווחיות הנמוכה של החברות המקומיות בארה"ב. קצב הגידול של הרווחיות בחברות האמריקאיות בשוק המקומי עדיין שלילי ואף הורע ברבעון זה. "השמחה" בשוק המניות מעלייה ברווחיות החברות משקפת בעיקר רווחי החברות האמריקאיות בחו"ל. אולם, השכר של העובדים האמריקאים מושפע בעיקר מהרווחיות המקומית. אם החברות מתקשות להגדיל רווחים, הן גם לא יכולות להעלות שכר בקצב מהיר יותר. לבסוף, למרות שוק העבודה החזק, שאומנם לא מייצר לחצי שכר משמעותיים, אינפלציית הליבה (PCE Core) בארה"ב ירדה בחודשים האחרונים מ-1.8% ל-1.5%. אנו מעריכים ששוק העבודה, עלייה במדד המחירים ליצרן (ליבה), עלייה במחירי היבוא ופיחות הדולר צפויים לחזק אינפלציה בארה"ב בחודשים הקרובים.



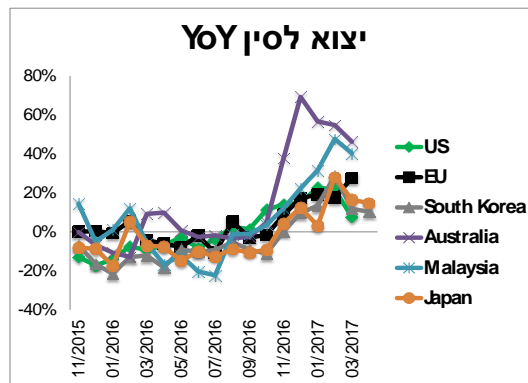
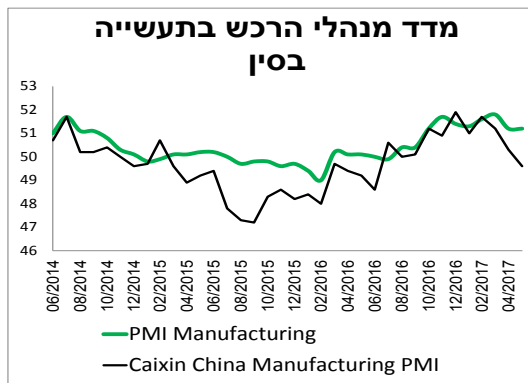
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

אנו מעריכים שהבנק המרכזי מעדיף בשלב הנוכחי של ההתאוששות בכלכלה האמריקאית לצפות פני העתיד ולהיות פחות Data Dependent, כפי שהיה בשנים האחרונות. כל הסימנים מראים ששוק העבודה אכן "חם" וצפוי לייצר לחצי שנה בשלב מאוחר יותר.

שורה תחתונה: ה-FED צפוי להעלות את הריבית בישיבתו הקרובה. עלייה בניצולת שוק העבודה צפויה להביא לעלייה בשכר בחודשים הבאים ולתמוך בהמשך עליית הריבית לפחות פעם נוספת השנה.

ממשיכים להופיע סימנים המעידים על התקררות במשק הסיני

מדד מנהלי הרכש הפרטי בתעשייה בסין ירד מתחת לרמה של 50 שמצביעה על התכווצות בפעילות, למרות שהמדד הרשמי עדיין נותר גבוה מ-50. סימן נוסף להאטה בפעילות בסין ניתן למצוא בירידה בקצב הצמיחה ביצוא לסין מהמדינות העיקריות, כפי שמדווח במדינות אלהאנו מעריכים שהידוק המדיניות המוניטארית והפיסקאלית בסין ימשיכו להשפיע על הפעילות הכלכלית, מה שצפוי להיות מורגש גם במדינות שותפות הסחר של סין. מבחינה זו, הפגיעות ביותר הן המדינות המתפתחות באסיה ויפן.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שווקים.

שוק המניות אומר ששום דבר רע לא יכול לקרות, שוק האג"ח ששום דבר טוב

נוצר הרושם ששוקי המניות והאג"ח מתנהלים ביקומים נפרדים. המניות מתייחסות בעיקר אל חצי הכוס המלאה והאג"ח הריקה. נראה, ששום דבר ממה שקורה לא מפריע למשקיעים בשני האפיקים בקו המחשבה שלהם.

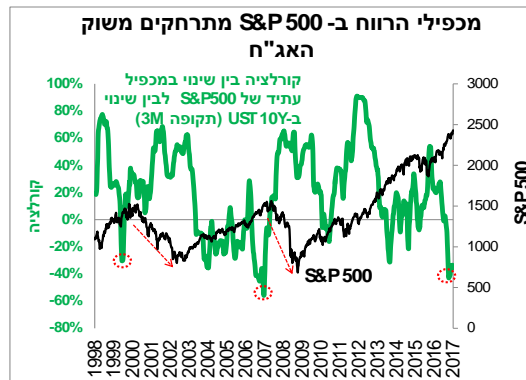
ההתדרדרות חסרת התקדים ביחסים בין ארה"ב לאירופה, הסיכון לבחירות באיטליה, המהפך בסקרים באנגליה, העובדה ששום רפורמה של טראמפ עוד לא הגיעה אפילו לדיון בסנאט, החולשה בנתונים בסין, האכזבות מהנתונים הכלכליים בארה"ב לא "מזיזים" למניות.

לעומת זאת, כוונות ה-FED להעלות את הריבית בפעם שלישית ברציפות, היעדר סימנים ברורים שהכלכלה האמריקאית באמת נתקעה, השיפור במצב הכלכלי בעולם, כל אלה אינם מפריעים לתשואות האג"ח לרדת. **לנו נראה שהמאזן בין הסיכון לתשואה בשני האפיקים לא אטרקטיבי**

כעת.

האפיק המנייתי מתחיל להתעלם מהסיכונים הפוליטיים והכלכליים

למרות "השגרתיות" של ההיפרדות הנוכחית בין המניות לאג"ח, המצב בכל זאת מיוחד. הקורלציה בין השינוי התלת חודשי במכפיל החזוי של S&P 500 לבין השינוי בתשואת האג"ח הממשלתית ל-10 שנים עומדת באחת הנקודות השליליות ביותר בעשרים השנים האחרונות. נקודות הקיצון השליליות שמסמנות ששוק המניות "מנפח" מכפילים בשעה שהתשואות בשוק האג"ח יורדות נרשמו בעבר בסוף שנת 1999 ובמחצית השנייה של שנת 2007. אנחנו יודעים מה קרה לאחר מכן.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

תקדימי העבר לא בהכרח חוזרים על עצמם ואנחנו לא מתיימרים לחזות מפולות. אולם, להערכתנו, הכוחות שתמכו בעלויות בשוק המניות נחלשו לאחרונה. הכוח העיקרי והחשוב ביותר הנו השיפור בנתונים הכלכליים וברווחיות החברות. בנקודה זו, אנו חוששים מהיחלשות בסין שתתפשט בעולם ותמתן הפעילות הכלכלית בגזרות שונות, בעיקר בייצור. נוסף לסיכונים הכלכליים גם העובדה שהצבענו עליה לעיל שהרווחיות של החברות האמריקאיות, בעיקר בשוק המקומי, לא ממש השתפרה.

מלבד זאת, אנו חושבים שהשווקים מתייחסים בשאננות להתפתחויות בזירה הגאופוליטית. הרעה בשיתוף הפעולה בין ארה"ב לאירופה מהווה סיכון משמעותי. גם בזירת סחר החוץ, הטונים בין הממשל האמריקאי לשותפי הסחר החריפו. כמו כן, עלו הסיכונים הפוליטיים באיטליה ובאנגליה.

שורה תחתונה: הסיכונים לשוקי המניות עלו לאחרונה.

המשקיעים העיקריים הגדילו חשיפה לאג"ח ממשלת ארה"ב ומתרכזים בעיקר בסיכונים למרות שהנתונים הכלכליים בארה"ב, כולל נתוני האינפלציה, לא ממש משכנעים לאחרונה, המשקיעים מייחסים הסתברות של קרוב ל-90% לעליית ריבית ה-FED בחודש יוני. ניסיון העלאות הריבית שהיו בשנתיים האחרונות מלמד שכאשר ההסתברות לעלייה מגיעה לרמות אלו גם התשואות הארוכות עוברות את השיא. למרות שהתשואות הארוכות עומדות כעת דווקא בנקודה הנמוכה ביותר מאז חודש נובמבר, המשקיעים כנראה חושבים שהדפוס הקודם יחזור על עצמו והתשואות ימשיכו לרדת. לראיה, הבנקים המסחריים, הספקולנטים בחוזים, הבנקים המרכזיים הזרים ועושי השוק הראשיים הגדילו חשיפה לאג"ח ממשלת ארה"ב לאחרונה.

השווקים הפיננסיים מלמדים אותנו שאם יש קונצנזוס שהתשואות לא יעלו, אז הסיכוי שהן יעלו הוא גבוה.

המשקיעים מעריכים שעליות הריבית יהיו מתונות. לפי החוזים, הסיכוי שהם נותנים לעוד שתי העלאות ריבית השנה, כולל זו שביוני, עומד ברמה של כ-40% בלבד. הם כנראה גם מאמינים שהסיכוי למימוש בשוק המניות די גבוה, מה שישלח את תשואות האג"ח לירידות. יחד עם זאת, יש לזכור שהערכות השוק לגבי החלטות ה-FED היו נמוכות מדי לאורך כל הדרך בשנה האחרונה ועלו כל פעם לקראת עליית הריבית. בינתיים, מחיר ההפתעות בשוק לא התבטא בעליית התשואות. אולם, אם גם הפעם השוק יופתע ואחרי שהריבית תעלה ביוני ה-FED יוביל לעליית ריבית נוספת בספטמבר "הלונגים" עשויים להיסגר ולהוביל לעליית התשואות. נוסף, שליחסי סיכוי כמעט אפסי להתקדמות הרפורמות של הממשל בארה"ב, כפי שהשווקים מתייחסים אליהן כעת, זאת גם הנחה מוגזמת. סביר שהרפורמות ייצאו לפועל, אך העברתן תיקח יותר זמן והן יהיו מצומצמות יחסית. הוספת תמריצים פסיקאליים במצב של תעסוקה מלאה זה המתכון לא ידידותי לאג"ח.

שורה תחתונה: בדומה לשוק המניות, גם בשוק האג"ח הראיה כעת חד צדדית מדי. עד לפני מספר חודשים הקונצנזוס בשוק ציפה שהתשואות ל-10 שנים הולכות ל-3%. כעת, לפי כיוון השוק ושינויים בחשיפת המשקיעים העיקריים, נראה שהם מכוונים ל-2%. אנו נותרים בדעה שהרמה הכלכלית של התשואות בנסיבות הנוכחיות, שלא חל בהם שינוי משמעותי, עומדת על כ-2.5%-2.6%.

מעל 10 שנים	10-6	5-2	עד 2 שנים
אג"ח ממשלתיות			
• שקליות			
• צמודות			
+	+		
• ריבית משתנה			
אג"ח קונצרניות			
• דירוג AA- ומעלה			
• דירוג A+/A			
• דירוג A- ומטה			
סימן +/- מייצג תשואת עודף/חסר ביחס למדד. לגבי אג"ח ממשלתיות המדד להשוואה הוא מדד אג"ח ממשלתי. לגבי אג"ח קונצרניות המדד להשוואה הוא מדד אג"ח קונצרניות כללי.			

פרטי מכין האנליזה

אלכס זבז'ינסקי, 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 בנתוני 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 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 ניהלו 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'ינסקי, 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'ינסקי אלכס

04-06-2017

תאריך פרסום האנליזה