

02.07.2017

## עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים  
הבאים  
0.4%

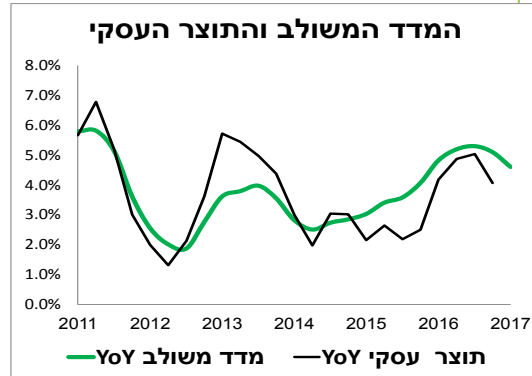
מדד יוני  
-0.2%  
מדד יולי  
0.1%  
מדד אוגוסט  
0.2%

ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים  
0.50%

- קצב עלייתו של המדד המשולב למצב המשק של בנק ישראל ממשיך להיות כ-4.5%--5.0%, גבוה מקצב הצמיחה במגזר העסקי, תוך הובלת האינדיקטורים של היצוא בחודשים האחרונים.
- הסיכונים הפיננסיים שעלו במשק במחצית הראשונה של השנה הם בעיקר תוצאה של הריבית האפסית ותיאבון לסיכון של המשקיעים.
- באופן די נדיר, הבנקים המרכזיים בקנדה, אנגליה, אירופה וצ'כיה העבירו מסרים לגבי הידוק צפוי במדיניות המוניטארית. גם נגידת ה-FED וסגנה הדגישו שיקולים בעד המשך העלאות ריבית.
- אם ה-ECB יתחיל בשינוי, הקנדים והבריטים יעלו את הריבית לראשונה וה-FED ימשיך בתוואי שלו, עשויים להצטרף למהלך עוד כמה בנקים מרכזיים במדינות קטנות יותר. ככל שיהיו יותר בנקים מרכזיים שיתחילו לשנות את מדיניותם, כך יהיה קל יותר גם לאחרים להצטרף למהלך.
- שינוי הדרגתי במדיניות המוניטארית בעולם זה לא הסיכון העיקרי בשלב זה לאפיק המנייתי.
- בנסיבות שנוצרו עלה גם הסיכוי שבנק ישראל יעלה את הריבית בשנה הקרובה. המסרים לגבי עלייה בסיכון הפיננסי שיוצאים מבנק ישראל מחד והתוכניות לתמיכה במגזר היצואני עליהן הכריז משרד האוצר מאידך עשויים לרמוז על הכנה למעבר למדיניות מוניטארית מצמצמת יותר בשנה הקרובה.
- החוזים על הריבית ועקומי התשואות בארה"ב ובאירופה מגלמים קצב דומה של עליית הריבית בשנים הקרובות. נראה, שזאת הערכה מוגזמת, מה שאמור להגביל פוטנציאל להתחזקות נוספת של האירו.

## מאקרו ישראל.

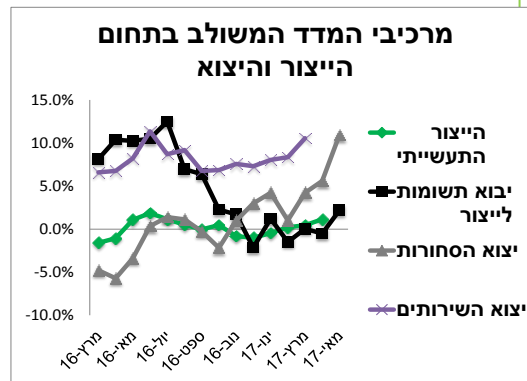
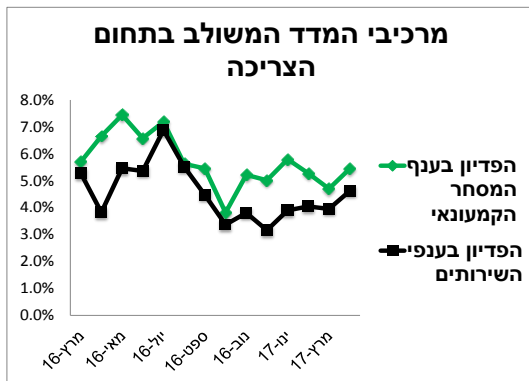
הצמיחה במגזר העסקי ברבעון השני צפויה להתגבר קצב עלייתו השנתי של המדד המשולב למצב המשק של בנק ישראל ממשיך להיות די יציב ברמה של כ-5.0%-4.5%, מה שמשקף שהצמיחה של המגזר העסקי צפויה להתגבר ברבעון השני לעומת הראשון לאחר שהשפעת התנודתיות במכירות הרכבים תחלוף.



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

האינדיקטורים שמייצגים פעילות הייצור והיצוא במדד המשולב מראים שיפור שבוולט במיוחד ביצוא הסחורות שלראשונה מזה תקופה ארוכה צמח בשנה האחרונה בקצב דומה לצמיחה ביצוא השירותים. קצב הצמיחה באינדיקטורים המשקפים הצריכה הפרטית נותר יציב, למרות שהאינדיקטורים של המכירות ברשתות השיווק והרכישות בכרטיסי אשראי שפורסמו בשבוע שעבר נחלשו מעט.

**שורה תחתונה: לפי המדד המשולב, קצב הצמיחה בתוצר העסקי צפוי להתגבר ברבעון השני.**



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

בנק ישראל מעלה מדרגה בתיאור הסיכונים הפיננסיים במשק מדו"ח היציבות הפיננסית למחצית הראשונה של 2017 של בנק ישראל ניתן ללמוד שהסיכונים גדלו. הסיכון העיקרי הנו עדיין שוק הדיור, שמוגדר בבנק ישראל ברמת הסיכון גבוהה למשק, אך הוא נותר ללא שינוי.

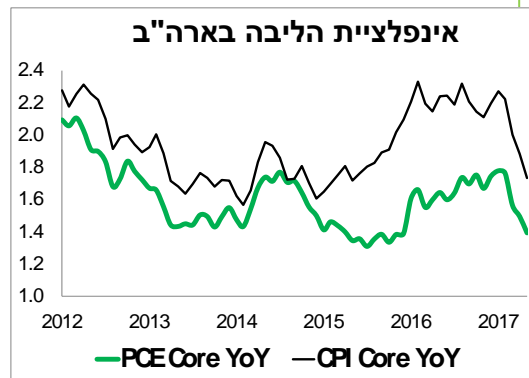
לעומת זאת, שני הסיכונים האחרים, סיכון שוק האג"ח הקונצרניות וסיכון האשראי הצרכני, שמוגדרים כסיכונים בינוניים, דווקא עלו. הסיכון הנובע משוק הדיור והסיכון של האג"ח הקונצרניות מוגדרים כסיכונים לטווח הקצר, כאשר סיכון האשראי הצרכני מוערך ע"י בנק ישראל כסיכון לטווח הבינוני.

**שורה תחתונה: הסיכונים הפיננסיים שעלו במשק במחצית הראשונה של השנה הם בעיקר תוצאה של הריבית האפסית ותיאבון לסיכון של השווקים.**

## מאקרו עולם.

### האינפלציה בארה"ב ממשיכה להיחלש

בדומה למדד המחירים CPI, גם מדד PCE הליבה המשיך להצביע על האטה באינפלציית הליבה. קצב אינפלציית הליבה PCE, שאותה בעיקר בוחן ה-FED, ירד מתחילת השנה ב-0.4% ל-1.4%. ההאטה בקצב האינפלציה תצדיק עיכוב בהעלאה נוספת של ריבית ה-FED עד סוף השנה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראד

## שווקים.

### הבנקאים המרכזיים יוצאים בהכרזות נציות

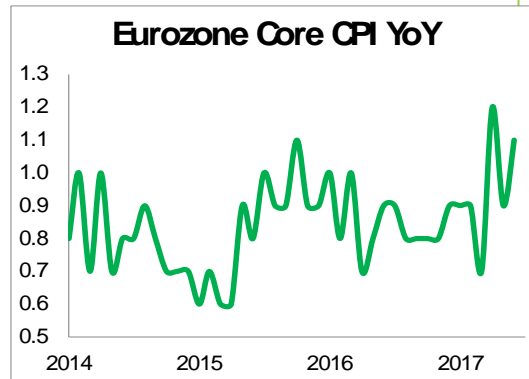
- בשבוע שעבר הבנקאים המרכזיים גרמו לזעזוע (קל) בשווקים לאחר הצהרותיהם בכמה מדינות:
- נגידת ה-FED אמרה שהכלכלה האמריקאית תוכל להתמודד עם ריבית FED גבוהה יותר. בנוסף, היא ציינה שמחירי הנכסים מלאים (Rich). התייחסות מפורטת יותר לגבי הסיכונים הפיננסיים שמענו גם מסגנה, סטנלי פישר.
  - ה"מזעזע הראשי" היה הנגיד האירופאי שנתן להבין שהכלכלה האירופאית מוכנה לשינוי הדרגתי במדיניות ה-ECB. למרות ההכחשות שיצאו מתוך ה-ECB לאחר מכן, עדיין נראה שההכחשה מתייחסת יותר לעיתוי שינוי המדיניות מאשר לתוכן המסר.
  - הנגיד הבריטי אמר שהבנק לא יהיה סבלני כלפי עלייה באינפלציה.

- נגיד הבנק המרכזי של קנדה אמר שהריבית הנמוכה עשתה את העבודה והבנק צריך לבחון איך לצאת מהמדיניות הנוכחית. ההסתברות לעליית הריבית בחודש יולי עלתה מייד ל-70%.
- גם בצ'כיה אמר נגיד הבנק המרכזי שעליית הריבית הראשונה בעשור בצ'כיה עשויה להתרחש כבר ברבעון הבא.

## מדוע האיומים של הבנקים המרכזיים יכולים להפוך למעשים?

לא נראה ש"מתקפה נצית" של הבנקאים המרכזיים היה אירוע מתוכנן, אך הוא מבטא שינוי במצב הכלכלי בעולם ובתפיסת הבנקים המרכזיים לגבי יעדי המדיניות. תפיסת השווקים עד לאחרונה הייתה שהבנקים המרכזיים לא יזוזו כל עוד האינפלציה לא עולה, למרות השיפור בכלכלה. אולם, נראה, שהבנקים המרכזיים מאותתים שהגישה עומדת להשתנות. מסתבר שבנסיבות הנוכחיות לא בטוח שלבנקים המרכזיים יש בכלל יכולת לגרום לאינפלציה. ככל הנראה, האינפלציה של המוצרים והשירותים מושפעת היום הרבה יותר מהגורמים שנמצאים מחוץ לשליטה של הבנקים המרכזיים, כגון גלובליזציה או טכנולוגיה. הבנקים המרכזיים חוששים מדפלציה של מחירי הנכסים שגורמת להאטה חריפה במשק ולעיתים מלווה במשבר פיננסי. היא מגיעה בדרך כלל אחרי עליות משמעותיות במחירי הנכסים בתמיכה של הבנקים המרכזיים שנלחמים בדפלציה של המוצרים והשירותים. השהיית התגובה של הבנקים המרכזיים לעלייה במחירי הנכסים מסוכנת, במיוחד בנסיבות הנוכחיות בגלל שלבנקים אין מרחב תמרון לתגובה במקרה של משבר וירידה חדה במחירי הנכסים. **שורה תחתונה: בנקים מרכזיים רבים מאותתים שמדיניותם עומדת להשתנות למרסנת יותר. המשקיעים צריכים לקחת בחשבון שהבנקים המרכזיים מפסיקים להסתכל רק על האינפלציה והאבטלה. סכנת דפלציית הנכסים תהיה אחד השיקולים המרכזיים של הבנקים המרכזיים.**

**אם ה-ECB, ה-BoC וה-BOE יתחילו בשינוי המדיניות, יהיו עוד בנקים מרכזיים שיצטרפו** אירופה נמצאת עדיין בפיגור מבחינת התקדמות המחזור הכלכלי לעומת ארה"ב והמדינות האחרות. אולם, מומנטום השיפור בכלכלה האירופאית עוצמתי יותר מאשר במקומות האחרים כאשר המדיניות המוניטארית באירופה קיצונית יותר מכל מקום אחר למעט יפן. קיים סיכוי גבוה שה-ECB יכריז על ה-Tapering בישיבתו בחודש ספטמבר. אינפלציית הליבה באירופה, כפי שפורסמה ביום שישי עלתה מעל הציפיות ל-1.1%. **אם אירופה תתחיל בשינוי, הקנדים והבריטים יעלו את הריבית לראשונה וה-FED ימשיך בתוואי שלו, עשויים להצטרף למהלך עוד כמה בנקים מרכזיים במדינות קטנות יותר. ככל שיהיו יותר בנקים מרכזיים שיתחילו לשנות את מדיניותם, כך יהיה קל יותר גם לאחרים להצטרף למהלך.**



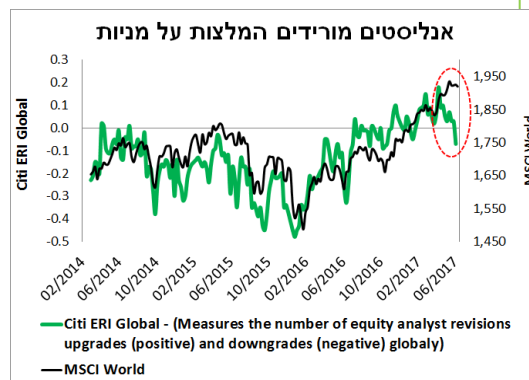
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראד

### הסיכון לאפיק המנייתי מהשינוי במדיניות הבנקים המרכזיים מוגבל

שוקי המניות שהתרגלו לריביות חירום יצטרכו להתמודד עם שינוי הסביבה. הזעזוע הראשוני בשבוע שעבר היה אומנם מורגש, אך מפולת לא תהיה בגלל זה:

- ✓ ראשית, הבנקים המרכזיים לא בלחץ. הם לא מתכוונים לפעול בגלל לחצי האינפלציה, אלא משנים מדיניות משיקולים מניעתיים כדי לא להגיע לפיצוץ בועת הנכסים בלי מרחב תמרון לתגובה. לכן, עליית הריבית צפויה להיות איטית.
- ✓ תנאי חשוב לעליית הריבית צריך להיות המשך שיפור בכלכלה. לכן, עליית הריבית יכולה להסתדר עם שוקי המניות, כפי שעליית ריבית ה-FED לא הפריע לשוק המניות האמריקאי.

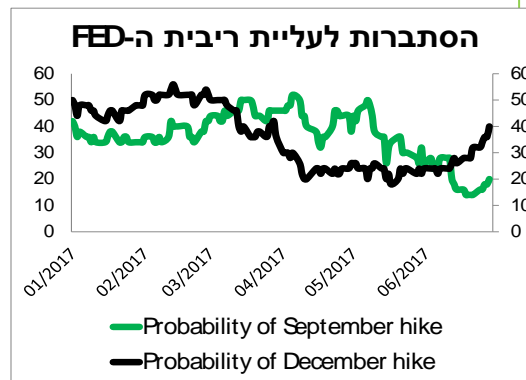
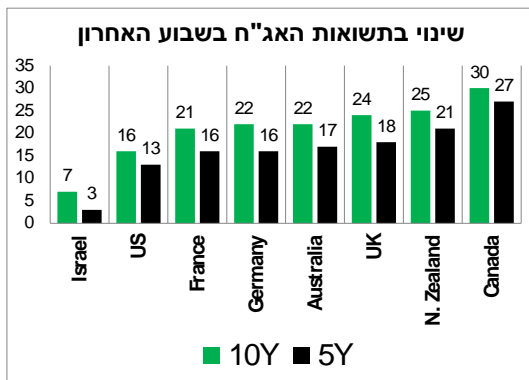
החשש שלנו מפני המניות נובע בעיקר לא מהמדיניות של הבנקים המרכזיים, אלא מרמות המחירים הגבוהות בשוק המניות נוכח ריבוי הסיכונים הכלכליים, הפוליטיים והביטחוניים. עובדה זו באה לידי ביטוי במדד Citi שבוחן הורדות מול העלאות המלצות למניות בעולם אשר ירד משמעותית לאחרונה בניגוד למגמה חיובית במדד MSCI World ושבר בכך את הקשר ביניהם.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראד

שורה תחתונה: הריבית הופכת מידיד המניות לכלי לריסון שלהם, אך שינוי הדרגתי במדיניות המוניטארית בעולם זה לא הסיכון העיקרי בשלב זה לאפיק המנייתי.

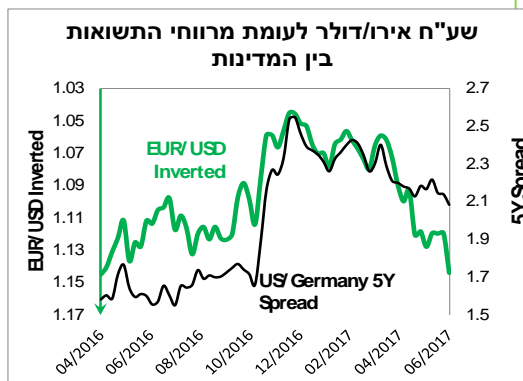
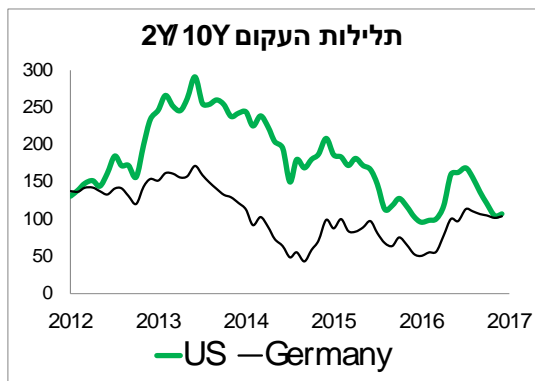
**סיכוי למדיניות מוניטארית מצמצמת יותר בעולם מתווסף לסיכונים אחרים לאפיק האג"ח**  
 כמובן שאת הזעזוע העיקרי מהשינוי במסרים של הבנקים המרכזיים ספגו שוקי האג"ח. בארה"ב הסיכוי לעליית ריבית ה-FED בחודש דצמבר עלה מ-30% ל-40%. בגלל שסיכון בועת הנכסים הפך למרכזי יותר, ככל שהמגמה החיובית בשוק המניות תהיה חזקה יותר הסיכון לאג"ח יעלה. שינוי למדיניות מוניטארית מהדקת יותר בעולם מתווסף למספר סיכונים נוספים שהיו קיימים עוד קודם לאפיק האג"ח, כגון הסיכוי להתערורת האינפלציה, אישור הרפורמות הפיסקאליות של טראמפ והקטנת מאזנו של ה-FED.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**האירו מגלם הערכה מוגזמת שקצב עליית הריבית בארה"ב ובאירופה יהיה זהה**  
 החדשות העיקריות הנוגעות לשינוי במדיניות המוניטארית היו מחוץ לארה"ב. לכן, הדולר האמריקאי המשיך להיחלש, למרות ההתבטאויות של ילן ופישר.  
 אולם, במבט קדימה הפוטנציאל להמשך התחזקות האירו מול הדולר נראה מוגבל:  
 ✓ ראשית, האירו התחזק כבר מעבר לרמה הנובעת מהקשר ההיסטורי בין שע"ח אירו/דולר לבין פערי התשואות בין שתי המדינות.  
 ✓ שנית, החוזים על הריבית באירופה ובארה"ב מגלמים כעת שהריבית בארה"ב ובאירופה תעלה עד סוף שנת 2019 בשיעור של 0.6%. שינוי דומה בריבית מגולם גם בתלילות הזרה בין העקום הגרמני לאמריקאי, לראשונה מאז 2012. נוכח העובדה שה-ECB נמצא רק בשלבים הראשוניים של היציאה מהמדיניות המרחיבה וה-FED כבר בעיצומו של עליית הריבית, האפשרות לקצב עליות ריבית זהה בארה"ב ובאירופה בשנים הקרובות די קלושה. לכן, נראה שהמטבע האירופאי מיצה את הפוטנציאל ההתחזקות שלו.

## שורה תחתונה: מבחינת הערכות הריבית בארה"ב ובאירופה, הפוטנציאל להתחזקות נוספת של האירו קטן.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### גם בישראל עלה הסיכוי לעליית הריבית בשנה הקרובה

בהשוואה לעולם, עליית התשואות בישראל הייתה בשבוע שעבר מינורית יחסית. בנק ישראל לא הצהיר על שינוי מתוכנן במדיניותו למרות שהמצב בישראל דומה למדינות בהן הבנקים המרכזיים הודיעו שמתכוונים לנטוש המדיניות הסופר-מרחיבה.

לפי הערכתנו, הסיכוי לעליית הריבית בישראל בשנה הקרובה גבוה יותר מאשר ההערכות הגלומות בשוק האג"ח. נוכח הכוונות שהפגינו בשבוע שעבר כמה בנקים מרכזיים בעולם להתחיל בהידוק המדיניות, הסיכוי הזה עולה.

מספר התפתחויות בתקופה האחרונה יכולות לרמוז על כך שבנק ישראל אף מכין קרקע לאפשרות של מהלך מסוג זה. קודם כל, לאחרונה התגברו הקולות היוצאים מתוך בנק ישראל שמעלות נושא הסיכונים הפיננסיים המתגברים.

במקביל, שמענו לאחרונה על התוכניות של משרד האוצר לסייע למגזר העסקי ולתעשיית היצוא בפרט. אנחנו לא יודעים האם יש תיאום בין משרד האוצר לבנק ישראל בנושאים אלו, אך תוכניות האוצר עשויות למזער נזקים ליצואנים מעלייה אפשרית של הריבית.

## 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 זה 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 לברור 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, לייעוץ/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 בשורות, 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 רכושה 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

02-07-2016

תאריך פרסום האנליזה