

09.07.2017

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%

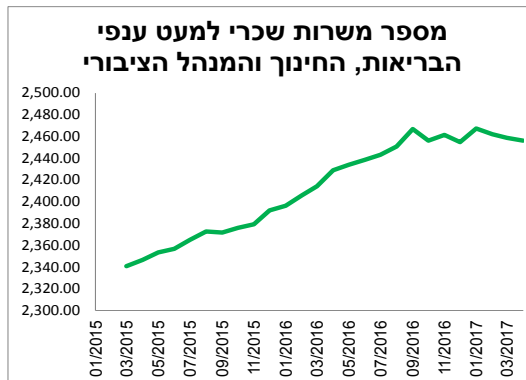
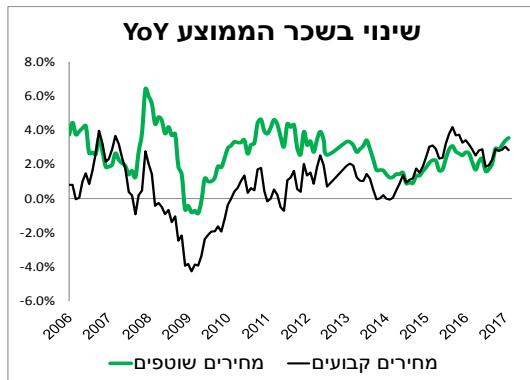
- מספר משרות שכיר במגזר העסקי במשק הישראלי נמצא בקיפאון כבר יותר מחצי שנה.
- לפי סקר הערכות העסקים, החברות צופות התמתנות במחירי המכירה של תוצרתן.
- יש סיבות כלכליות לשקל חזק, אך קשה להצדיק את העובדה שהשקל הוא המטבע החזק בעולם. יתכן ויש כאן התחזקות עודפת שנובעת מסיבות טכניות שונות (לא הספקולנטים הזרים). מצב זה מעלה סיכוי להיפוך המגמה בהשפעת השינוי בנסיבות החיצוניות או הפנימיות.
- נמשך שיפור מהיר בנתונים הכלכליים באירופה. ה-ECB צפוי להודיע בקרוב על הפסקת הרכישות ולהעלות את הריבית במחצית הראשונה של 2018.
- למרות הקיפאון בקצב עליית השכר הממוצע, שוק העבודה האמריקאי מראה סימני עוצמה. הסיבות לקצב מתון של עליית השכר קשורות כנראה לפריון נמוך ולגידול בהצטרפות אנשים שהיו מחוץ למעגל העבודה. גם הנתונים האחרים במשק האמריקאי היו בסה"כ חזקים. ה-FED צפוי לבצע עוד העלאת ריבית עד סוף השנה.
- ניכר שיפור בנתונים הכלכליים במדינות הגדולות בדרום אמריקה, למרות הירידה במחירי הסחורות.
- נוצר פער שיא לתקופה זו של השנה בין ציפיות האינפלציה לטווחים הארוכים לקצרים הגלומות בשוק האג"ח בישראל.

מאקרו ישראל.

נמשך הקיפאון במספר משרות שכיר

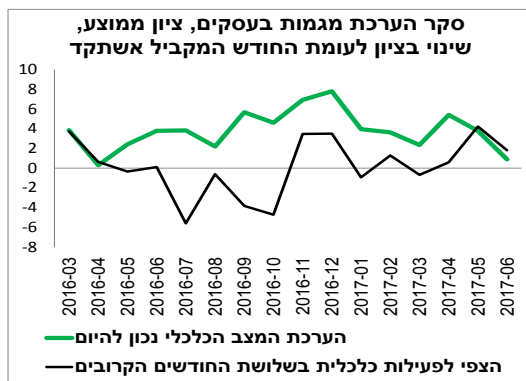
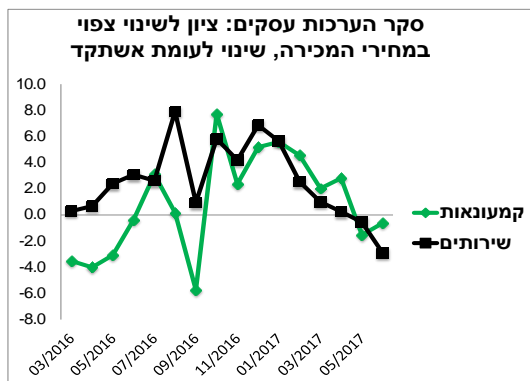
מספר משרות שכיר במשק נמצא בקיפאון מאז השליש האחרון של שנת 2016. למעט ענפי הבריאות, החינוך והמנהל הציבורי, השייכים ברובם למגזר הציבורי, בכל שאר הענפים אין גידול במשרות שכיר.

השכר הממוצע למשרת שכיר ממשיך לצמוח בקצב מתגבר, אך בהיעדר גידול במשרות סך השכר במשק, שמשפיע על הצריכה, צומח בקצב איטי יחסית. יתכן שזאת הסיבה להיחלשות באינדיקטורים בצריכה הפרטית שהופיעה לאחרונה.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

לפי סקר הערכות העסקים הפעילות במשק התמתנה מעט, בעיקר במכירות לשוק המקומי סקר הערכות עסקים החודשי של הלמ"ס הצביע על היחלשות מסוימת בהערכת המגזר העסקי למצבו הנוכחי. השאלה האחרונה מתייחסת לציפיות החברות למחירי המכירה של תוצרתן. כאן נמצא שציפיות החברות למחירי המכירה ירדו גם במגזר הקמעונאות וגם בשירותים.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: יש סימנים להיחלשות בפעילות המשק, אך היינו ממתנים עדיין לפני הסקת מסקנות על האטה בצמיחה.

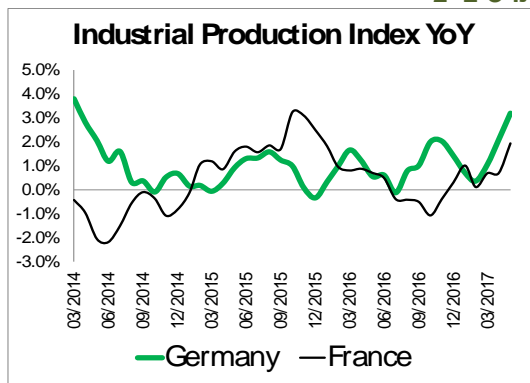
מאקרו עולם.

הטלטלה בשוקי המניות והאג"ח בשבוע שעבר התרחשה על רקע פרסום נתונים כלכליים חיוביים בעולם.

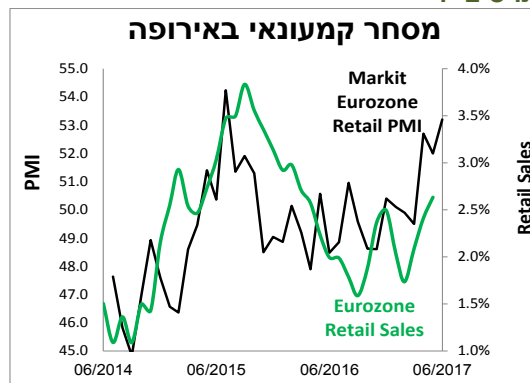
הנתונים הכלכליים באירופה ממשיכים להשתפר במהירות אך כעת זה מדאיג את המשקיעים הנתונים הכלכליים הטובים באירופה, שהמשיכו להשתפר גם בשבוע שעבר, הפכו מסיבה למסיבה, לסיבה לחשש בגלל האפשרות של שינוי במדיניות ה-ECB. ה-FED האמריקאי התחיל לצמצם את רכישות האג"ח (Tapering) ב-12/2013, כאשר שיעור האבטלה בארה"ב היה 6.7%, גבוה בכ-2.3% לעומת הרמה שהייתה לפני המשבר. ה-FED העלה לראשונה את הריבית ב-12/2015 כאשר האבטלה הייתה 5%.

אם ה-ECB ילך לפי לוח"ה-FED הוא צפוי להתחיל לצמצם את הרכישות ממש בקרוב, אך להתחיל עם עליות הריבית רק בעוד כשנתיים. אולם, בגלל השיפור במצב הכלכלי בעולם ובגלל שה-ECB אינו הראשון שמתחיל לצמצם המדיניות, הלוח"ה שלו צפוי להתקצר והריבית באירופה עשויה להתחיל לעלות כבר במחצית הראשונה של 2018.

תרשים 2



תרשים 1



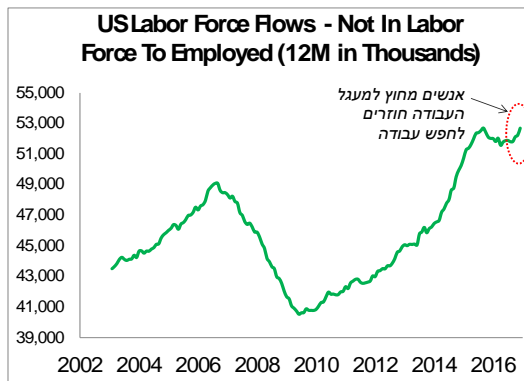
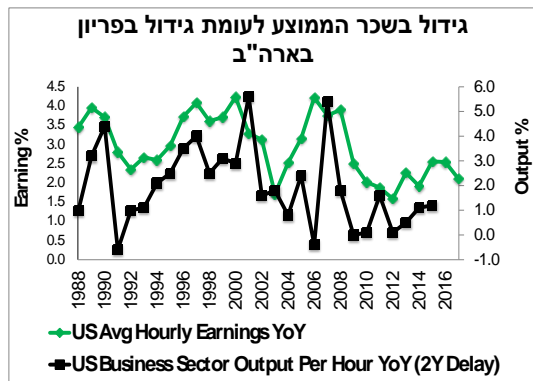
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

הסיבות לאי עליית השכר בארה"ב הן הפריון הנמוך והצטרפות למעגל העבודה

נתוני שוק העבודה האמריקאי שוב הותירו הכלכלנים והמשקיעים עם אותה התעלומה. המשק האמריקאי הוסיף הרבה יותר משרות מהצפוי, שיעור האבטלה עלה ב-0.1% ל-4.4% תוך עלייה מקבילה בשיעור ההשתתפות. היחס בין מספר המובטלים למספר משרות פתוחות ירד לרמה הנמוכה ביותר מתחילת שנות האלפיים. אולם, קצב עליית השכר נותר נמוך יחסית ברמה של כ-2.5%.

יש להערכתנו שתי סיבות העיקריות לעלייה מתונה בשכר הממוצע:

1. הפריון נמוך של המגזר העסקי. קיים קשר סטטיסטי ניכר בין קצב עליית השכר לקצב שינוי בפריון במגזר העסקי האמריקאי בפיגור של כשנתיים. כל עוד אין שינוי מהותי בפריון קשה לצפות שהחברות יוכלו להעלות שכר.
2. בחודשים האחרונים חל גידול במספר האנשים שעברו מלהיות מחוץ למעגל העבודה (לא חיפשו עבודה) למועסקים. אנשים אלו מטבע הדברים ברובם בעלי כישורי עבודה נמוכים והשכר שהם מקבלים כנראה נמוך.

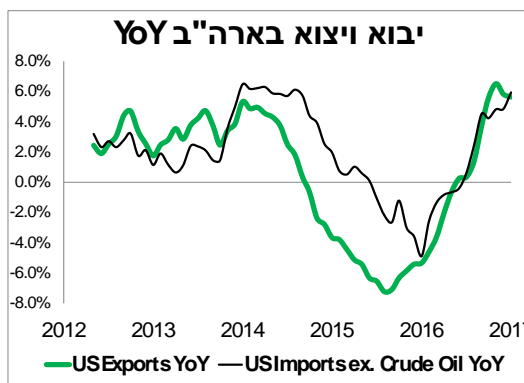


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: למרות הקיפאון בקצב עליית השכר הממוצע, שוק העבודה האמריקאי מראה סימני עוצמה. סך ההכנסות מעבודה עולה בקצב גבוה עקב גידול במספר המועסקים וצפוי לתמוך בביקושים.

מנוע הצמיחה לתעשייה האמריקאית באה מהזמנות ליצוא

למעט שוק העבודה, נמשך שיפור בסקטור התעשייה האמריקאי. מדד מנהלי הרכש בתעשייה קפץ בחדות בחודש יוני לרמה כמעט הגבוהה ביותר בשנים האחרונות, תוך גידול בהזמנות חדשות. שיפור בתעשייה בא לידי ביטוי גם בהתגברות קצב הצמיחה של ההזמנות בתעשייה והזמנות מוצרי השקעה בפרט. התעשייה האמריקאית מקבלת רוח גבית מצמיחה מהירה בהזמנות ליצוא שמשתפר באופן ניכר. היחלשות הדולר האחרונה צפויה לתמוך ביצוא גם בחודשים הבאים.



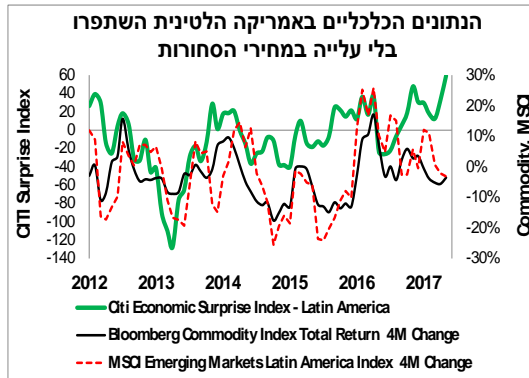
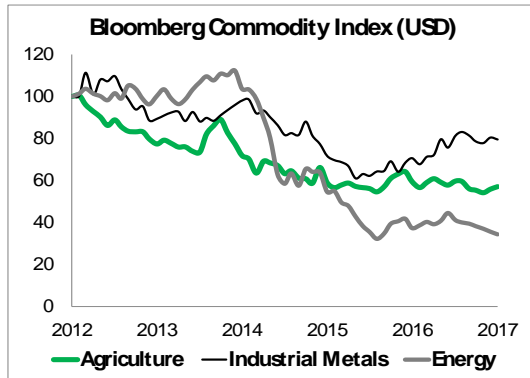
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: הנתונים במשק האמריקאי מעניקים בסיס ל-FED להמשיך בתהליך של עליית הריבית, למרות גידול איטי בשכר העבודה ובאינפלציה. אנו מעריכים שעליית ריבית ה-FED הבאה תהיה לקראת סוף השנה.

שיפור בנתונים הכלכליים במדינות אמריקה הלטינית, למרות ירידה במחירי הסחורות לאחרונה השתפרו משמעותית הנתונים הכלכליים במדינות הגדולות בדרום אמריקה כך שמדד ההפתעות בנתונים הכלכליים באזור עלה לרמה הגבוהה ביותר בחמש השנים האחרונות. זה קרה

למרות הירידה במחירי הסחורות בתקופה האחרונה. בדרך כלל, שיפור בנתונים הכלכליים באזור חל כאשר מחירי הסחורות דווקא עולים. השיפור בנתונים ניכר בעיקר במדינות הגדולות כגון ברזיל, ארגנטינה, מקסיקו וצ'ילה. נציין שמטבעות המדינות באזור נחלשו משמעותית בשנים האחרונות וגם הביצועים של שוקי המניות היו נחותים.

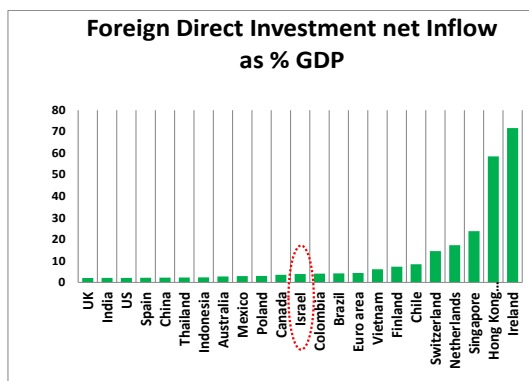
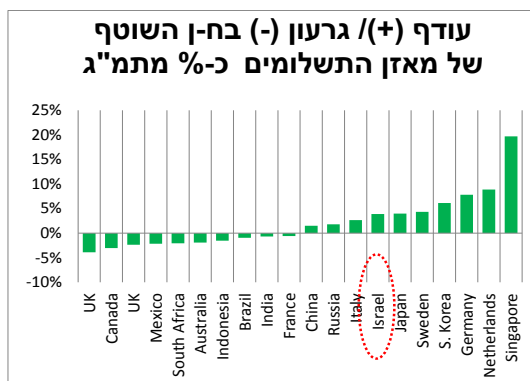
שורה תחתונה: במצב בו מחירי הסחורות כבר נמצאים ברמות נמוכות, המטבעות נחלשו משמעותית והצמיחה הכלכלית משתפרת, יש מקום לבחון הגדלת חשיפה למניות האזור אמריקה לטינית.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שוקים.

ברור מדוע השקל חזק. לא ברור מדוע הוא הכי חזק. יש הרבה סיבות לשקל חזק, אך לא ברור כל כך מדוע הוא המטבע הכי חזק (!) בעולם בשנה האחרונה וכמעט המטבע החזק ביותר בשלוש השנים האחרונות.



מקור: World Bank

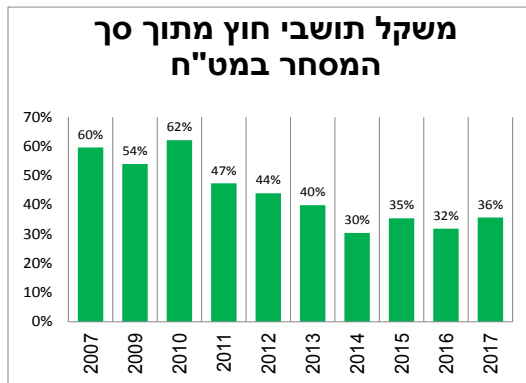
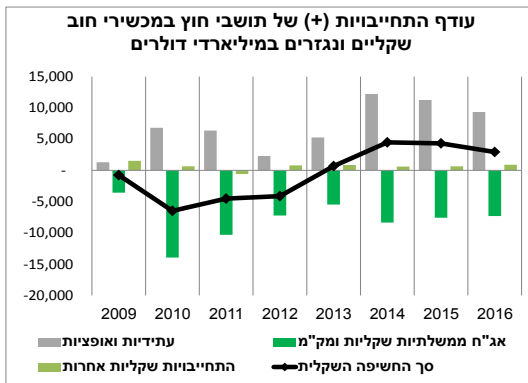
- ✓ אכן ישראל נהנית מעודף גבוה של כ-4% בחשבון השוטף של מאזן התשלומים, אך יש עוד לא מעט מדינות בעלות עודף דומה או גבוה יותר.
- ✓ ישראל נהנית גם מזרם חזק של השקעות ישירות. אולם, גם בזה ישראל לא שיאנית העולם ויש מדינות רבות בהן ההשקעות הישירות ביחס לתוצר גבוהות יותר.
- ✓ ישראל היא אחת המדינות עם החשיפה הנמוכה ביותר של הזרים לשוק ני"ע המקומי.

✓ ההתחזקות יוצאת דופן של השקל בולטת נוכח העובדה שבנק ישראל רכש מט"ח ומאזנו גדל מאז תחילת שנת 2014 ב-30%. זה אומנם פחות מאשר הגידול במאזנו של ה-ECB (84%) או ה-BOJ (240%), אך יותר מה-FED (11%) או ה-POB (8%).

פעמים רבות מאשימים את הספקולנטים הזרים ביצירת לחצים מלאכותיים להתחזקות השקל. אולם, קשה למצוא עדויות להשפעתם:

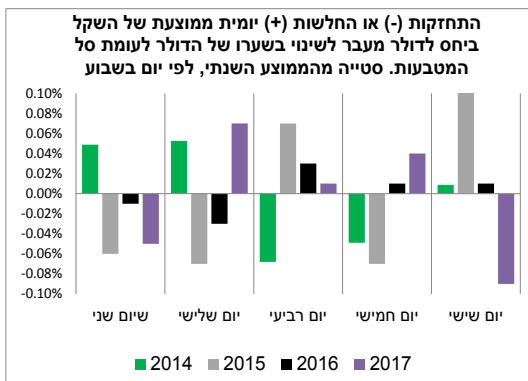
✓ משקל הזרים במסחר במט"ח ירד בשנים האחרונות כמעט למחצית מהשיעור שהיה עד שנת 2010.

✓ לפי הנתונים של בנק ישראל, חשיפתם של תושבי חוץ לייסוף השקל בשנת 2016 ירדה לעומת השנים 2014-2015.

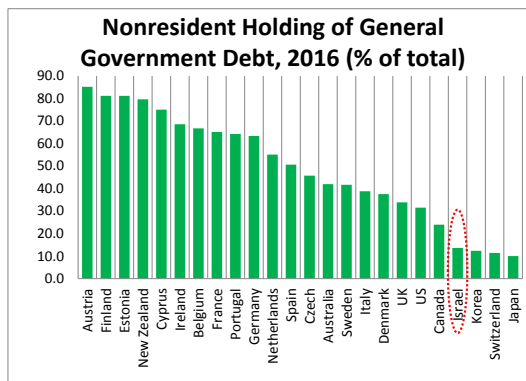


מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

✓ יש טוענים שהספקולנטים הזרים מנצלים ימי מסחר דלי סחירות כדי להשפיע על שע"ח של השקל. בבדיקה שעשינו לא מצאנו שבאחד מימי השבוע השקל באופן סיסטמתי התחזק ביחס לדולר בשנים 2014-2017, אפילו לא ביום שישי, בשלוש מתוך ארבע השנים האחרונות השקל דווקא נחלש יחסית לשינוי היום הממוצע.



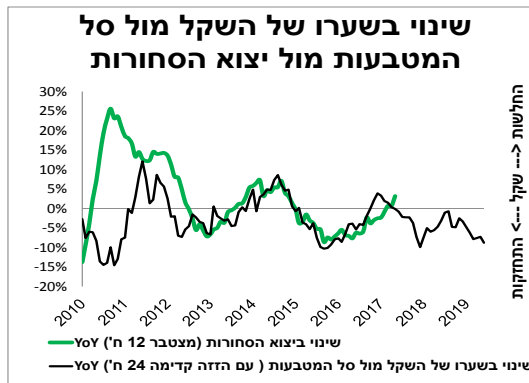
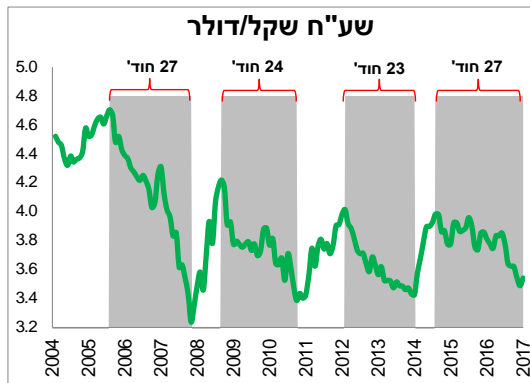
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'



מקור: IMF

אם לא ניתן לבסס את עליונותו של השקל על הכוחות הכלכליים או על הספקולנטים הזרים, אז מה גורם למצב הזה להימשך? אפשר לשער שמעבר לכוחות הכלכליים, העוצמה יוצאת דופן של השקל נובעת מהציפיות שמגשימות את עצמן לאורך זמן, כאשר כל השחקנים פועלים רק בכיוון אחד. כל זה מתרחש על רקע מדיניות מוניטארית סטטית נטולת מרחב פעולה. **במצב זה יש סיכוי שנוצרה התחזקות עודפת של המטבע הישראלי.**

דינאמיקה זו יכולה להשתנות בגלל סיבות טכניות או כלכליות. ההתחזקות הנוכחית של השקל ביחס לדולר נמשכת כבר 27 חודשים ועוד מעט תהיה הארוכה ביותר מאז תחילת שנות האלפיים. יתכן והסיבה לשבירת המגמה תהיה חיצונית, בגלל התחזקות משמעותית של הדולר בעולם בעקבות יישום הרפורמות של טראמפ ועלייה יותר חדה מהצפוי בריבית ה-FED. יתכן והשינוי יגיע מבפנים, בגלל פגיעה בייצוא ובהשקעות. בשנים האחרונות התחזקות השקל ביחס לסל המטבעות הובילה בפיגור של כשנתיים להיחלשות יצוא הסחורות מישראל, כך שבשנתיים הקרובות יצוא הסחורות עלול להיחלש. אם זה יקרה על רקע האטה בביקושים הפנימיים בגלל ירידה במחירי הנדל"ן, התיקון בשערו של השקל יכול אף להתעצם.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז', Bloomberg

שורה תחתונה: ההתחזקות היוצאת דופן של השקל לא ניתנת להסבר רק ע"י הכוחות הכלכליים או הפעילות הספקולטיבית של הזרים. יתכן ויש כאן התחזקות עודפת שנובעת מסיבות טכניות שונות. מצב זה מעלה סיכוי להיפוך המגמה בהשפעת השינוי בנסיבות החיצוניות או הפנימיות.

הפוטנציאל לעליית תשואות נוספת בעולם לא גבוה

עליית התשואות בעולם תפסה את המשקיעים לא מוכנים. מרביתם היו בפוזיציות לונג גדולות יחסית על האג"ח האמריקאיות. מלבד הלונג הגדול בחוזים על האג"ח ל-10 שנים בארה"ב, חוזים, לעושי השוק הראשיים הייתה חשיפה גבוהה לאג"ח הממשלתיות. הבנקים המרכזיים הזרים החזיקו בפוזיציות לשיא של השנתיים האחרונות במשמורת של ה-FED וגם הבנקים המסחריים הגדילו לאחרונה חשיפה לאג"ח הממשלתיות.

לפי הערכתנו, הפוטנציאל לעליית התשואות מהרמות הנוכחיות לא גדול. בסופו של דבר המפנה במדיניות המוניטארית בעולם צפוי להיות איטי, האינפלציה לא צפויה לעלות משמעותית והכוחות הפונדמנטליים שפעלו להורדת התשואות לא נעלמו (עודף חסכון על השקעות בעולם, מחסור בנכסים בטוחים וכו').

שורה תחתונה: היינו מצפים לעליית התשואה האמריקאית ל-10 שנים עד לרמה של כ-2.5% **2.7%**

מעל 10 שנים	10-6	5-2	עד 2 שנים
אג"ח ממשלתיות			
+			
	-		+
		+	
אג"ח קונצרניות			
		+	
	-	-	-
<p>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.</p>			

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

אנ, 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

10-07-2017

תאריך פרסום האנליזה