

23.07.2017

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

0.2%

מדד יולי

0.1%

מדד אוגוסט

0.2%

מדד ספטמבר

-0.1%

ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים

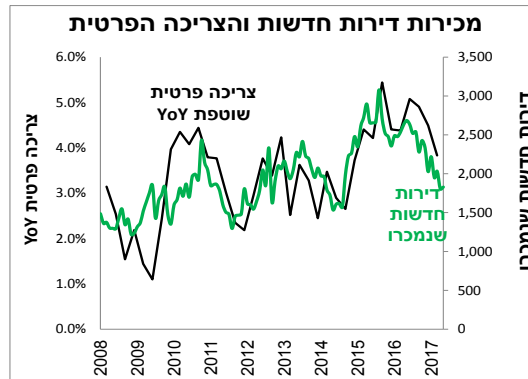
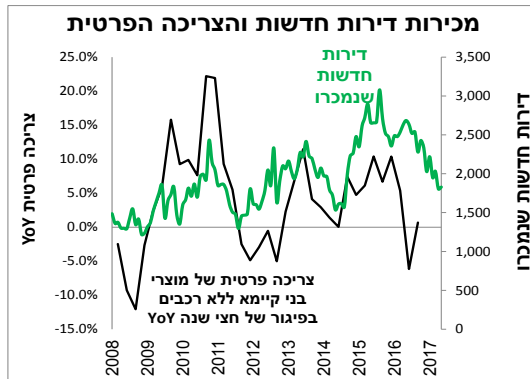
0.10%

- קיים קשר די הדוק בין היקף הפעילות בשוק הנדל"ן (מכירות הדירות החדשות) לבין השינויים בצריכה הפרטית בישראל בשנים האחרונות. הקיפאון הנוכחי בשוק הנדל"ן מוביל להאטה בצריכה הפרטית ובצמיחת המשק. הוא עשוי ליצור לחצים נוספים להיחלשות האינפלציה ולבלום הכוחות המחזקים את השקל.
- כלכלת סין המשיכה להציג צמיחה יציבה ברבעון השני, אך ניכרת האטה ביצוא לסין משותפות הסחר העיקריות. התפתחות זו צפויה להשפיע על מומנטום הצמיחה בכלכלה הסינית והעולמית ועל השווקים.
- מתרבות ההפתעות כלפי מטה באינפלציה במדינות העיקריות בעולם.
- האירו החזק התחיל לפגוע בשוק המניות האירופאי, אך הסיבות שעומדות מאחורי התחזקותו ומאחורי היחלשות הדולר לא צפויות לתמוך לאורך זמן ביתרון של שוק המניות האמריקאי על פני האירופאי.
- הירידה החדה בתשואות האג"ח השקליות בישראל בתגובה למדד המחירים גרמה לירידה בתלילות העקום, למעט החלק הארוך שלו. התלילות מעבר לטווח של 10 שנים הנה הגבוהה והחריגה בעולם ואינה מוצדקת מבחינת הנסיבות הכלכליות.
- ציפיות האינפלציה בישראל ירדו רק במעט אחרי מדד המחירים ועדיין מגלמות פרמיה אינפלציונית גבוהה יחסית.

מאקרו ישראל.

ההאטה בשוק הנדל"ן מובילה להתמתנות בצריכה הפרטית

שוק הנדל"ן ממשיך לשקוע בקיפאון. מכירות הדירות החדשות בחודשים מרץ-מאי ירדו ב-28% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. לירידה בפעילות בשוק הנדל"ן יש קשר די הדוק עם הצריכה הפרטית כפי שניתן לראות בתרשימים מטה המציגים את המכירות של הדירות החדשות לעומת השינוי השנתי בצריכה הפרטית בתמ"ג.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

אחרי שמחירי הדירות יותר מאשר הכפילו את עצמם בשנים האחרונות תוך גידול משמעותי בפעילות בשוק הנדל"ן, לא צריכים להיות מופתעים מהשפעת ההאטה בשוק הנדל"ן על הצריכה הפרטית. יש מספר סיבות שיכולות לגרום לכך:

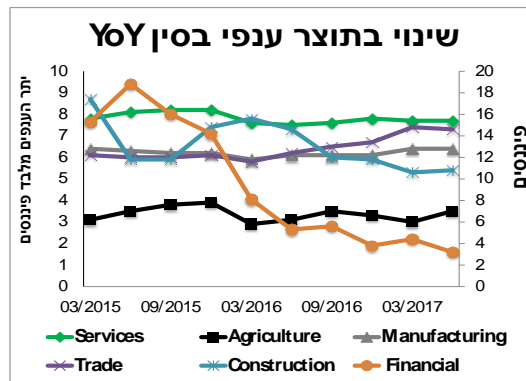
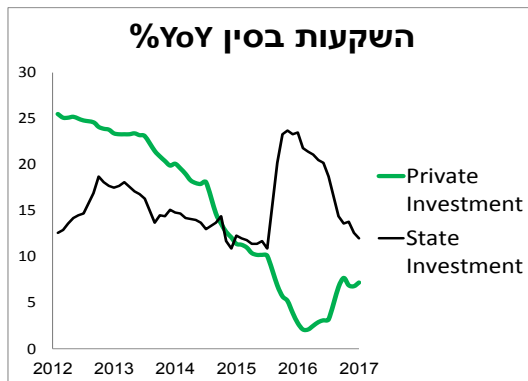
1. אפקט העושר – ערך הדירה, שהיא לעיתים קרובות הנכס העיקרי של משק בית, משפיע על תחושת הצרכן ועל נטייתו להוציא כספים.
 2. שיעור המשקיעים בשוק הנדל"ן (בעלי 2 דירות ויותר) גדל בצורה חדה בשנים האחרונות מ-3.4% מסך משקי בית בשנת 2008 ל-9.9% בשנת 2015. ההתנהגות הצרכנית של המשקיעים צפויה להיות מושפעת מהמצב בו ערך הדירה להשקעה לא עולה או אף יורד במיוחד כשהוא מתקשה להשכיר את הנכס בכלל או במחיר שמספק לו תשואה המצופה.
 3. ירידה בפעילות בשוק הנדל"ן גורמת לירידה במעברים בין דירות שמלווה בגידול בקניות של מוצרים ושירותים שונים כגון מוצרי בני קיימא, שירותי גינון, שיפוץ, אינסטלציה וכו'.
 4. ענף הבנייה וענף פעילויות הנדל"ן מעסיק כ-6% מהשכירים במשק שעשויים להקטין את הצריכה שלהם במידע והענף נכנס להאטה ומקום העבודה שלהם לא יציב.
- אם הקיפאון בשוק הנדל"ן ימשך, מה שסביר מאוד להערכתנו, ובמיוחד אם המחירים יתחילו לרדת, יהיו לכך השלכות על הצמיחה במשק, האינפלציה, המדיניות המוניטארית, שער החליפין של השקל והגירעון.

יתכן והתפתחויות אלו יכולות להסביר לפחות חלק מהירידה האחרונה בקצב האינפלציה שגם לפנין התקשתה להגיע ליעד. בנסיבות של האטה בשוק הנדל"ן ובצריכה הפרטית, עליית הריבית עשויה להידחות עוד יותר. הירידה בצריכה הפרטית עלולה לגרום מההכנסות ממסים ולגרום לחריגה בגירעון. גם שער השקל עשוי להיחלש אם הצמיחה במשק תאט על רקע המיתון בשוק הדיור והשפעתו על הצמיחה במשק.

שורה תחתונה: הקיפאון בשוק הנדל"ן גורם להאטה בצריכה הפרטית ועשוי ליצור לחצים נוספים להיחלשות האינפלציה ולבלום כוחות המחזקים את השקל.

מאקרו עולם.

סימני האטה ביבוא לסין עשויים להעיד על היחלשות הצמיחה במחצית השנייה של השנה מבחינת הנתונים הרשמיים, הכלכלה הסינית צמחה ברבעון השני בקצב של 6.9%, בדומה לרבעון הקודם וגבוה מכל שנת 2016. קצב הצמיחה בהשקעות הממשל התמתן משמעותית לאחר התמריצים הפיסקאליים הגדולים שהוזרמו בשנה שעברה. במקביל להאטה בהשקעות הממשלה חל גידול בהשקעות המגזר הפרטי שירדו בעקביות עד לפני שנה.



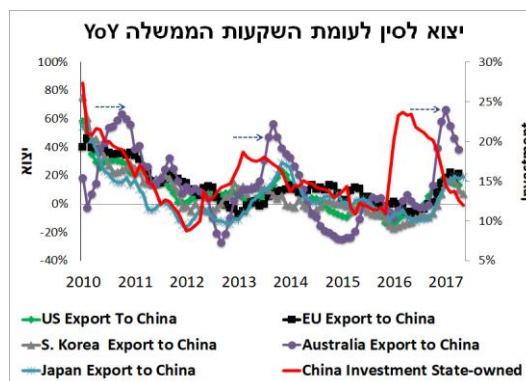
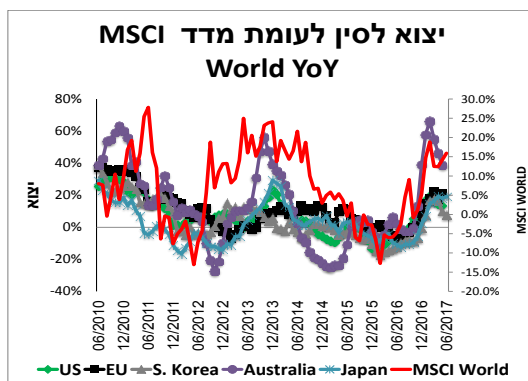
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

בצד סימני האזהרה צריך לציין שקצב הגידול ביצוא לסין מאוסטרליה, ארה"ב ודרום קוריא הולך והתמתן.

הגידול ביצוא לסין בשנה האחרונה ועד לפני מספר חודשים בא בעקבות העליה בהשקעות הממשל. הדפוס של עלייה ביצוא לסין בעקבות גידול בהשקעות הממשל חזר על עצמו בשנים 2016-17 בדומה לשנים 2013-14 ואחרי משבר 2008. כפי שנאמר, האפקט כבר מאחורינו והיצוא לסין מתחיל להראות סימני האטה.

בשנים האחרונות ההאטה ביצוא לסין הייתה סימן לשינוי בהתנהגות שוקי המניות. בכל האפיזודות, מדד MSCI World הגיב באופן חיובי ל"זריקת מרץ" של השקעות הממשל הסיני והשפעתן על גידול היצוא לסין וכאשר האפקט פג והיצוא התחיל להיחלש גם שוק המניות נחלש. נדמה שאנו נמצאים בנקודה זו כעת.

שורה תחתונה: כלכלה הסינית צפויה להתמתן במחצית השנייה של השנה ולהשפיע על הכלכלה העולמית ועל השווקים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שווקים.

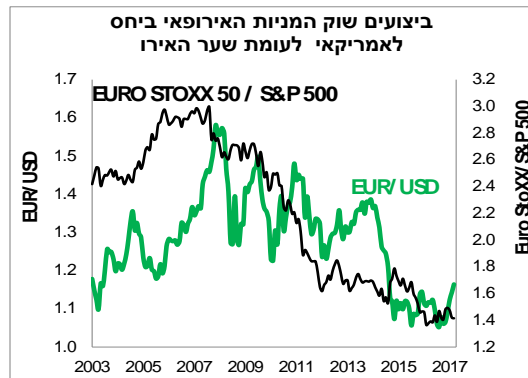
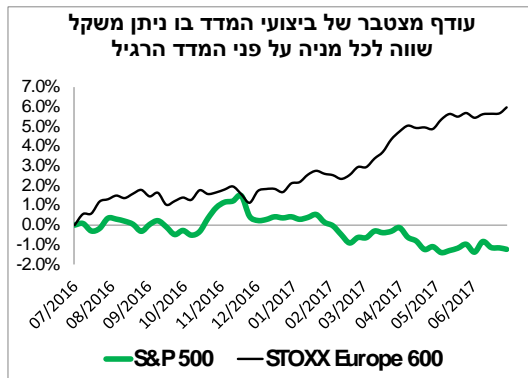
פגיעת האירו החזק במניות האירופאיות לא מצדיקה הקטנת חשיפה לאירופה

זה היה עניין של זמן עד שהתחזקות האירו תתחיל לכרסם בביצועים של המניות האירופאיות, במיוחד של החברות היצואניות שמספרן גדול במיוחד בבורסת גרמניה. אולם, להערכתנו, הנחיתות של המניות באירופה ביחס לשוק המניות בארה"ב לא צפויה להיות ממושכת.

קודם כל, הנסיבות של התחזקות האירו מתבססות על השיפור בכלכלה האירופאית. לעומת זאת, חולשת הדולר מבטאת קודם כל חולשה בכלכלה האמריקאית והבעיות הפוליטיות בה (חקירת טראמפ, תקרת החוב, אי התקדמות רפורמות).

כבר לא בטוח שהסיכון הפוליטי בארה"ב נמוך מהסיכונים באירופה. באירופה דווקא יש ממשלות חדשות ופרו-אירופאיות בצרפת, ספרד, אוסטריה והולנד. על פי תוצאות הסקרים, קנצלרית גרמניה תשמור על השלטון אחרי הבחירות.

בנסיבות אלה, היתרון של המניות האמריקאיות על פני האירופאיות יכול להיות רופף למרות היחלשות הדולר. כשכיוון המטבע הוא הביטוי למצב הכלכלי והפוליטי, היחלשות של שער החליפין לבדו אינה ערובה לביצועים טובים של המניות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

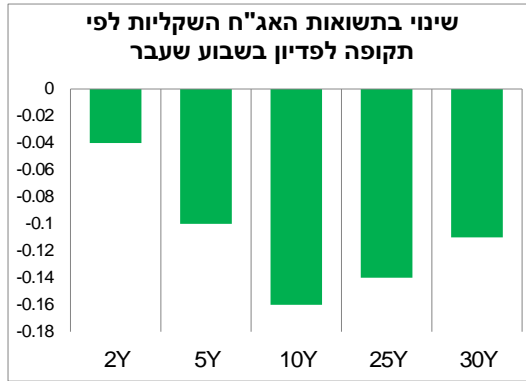
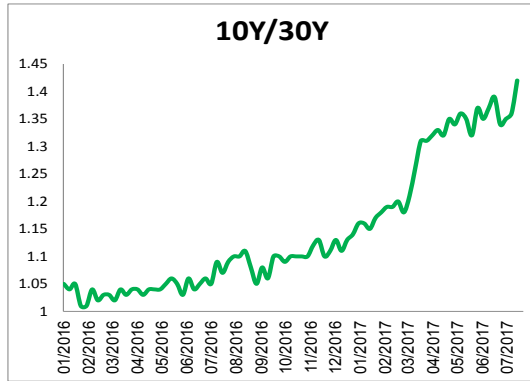
נקודה נוספת שתומכת בהשקעה באירופה בהשוואה לארה"ב זאת העובדה שעליות השערים בארה"ב מתפזרות בין פחות מניות מאשר באירופה. בשנה האחרונה נרשמו עליות שערים בכ-70% מכל המניות הכלולות במדד S&P500 לעומת כ-80% מהמניות במדד BE500, למרות שהתשואה של S&P500 הייתה גבוהה בכ-5% לעומת המדד האירופאי.

עובדה זו באה לידי ביטוי בביצועים עודפים של מדד BE500 במשקל שווה (שבו לכל מניה יש משקל שווה) על פני המדד הרגיל לפי שווי שוק. לעומת זאת, בארה"ב מדד S&P500 במשקל שווה השיג ביצועים נחותים ביחס למדד רגיל. מעט מניות מושכות את השוק כלפי מעלה בארה"ב כאשר מניות רבות מפגרות. מצב זה מוריד סיכון למשקיע אקטיבי בשוק האירופאי בהשוואה לשוק האמריקאי.

לבסוף, נציין, שבמונחים שקליים השוק האירופאי ממשיך להשיג תשואה עודפת משמעותית בשנה האחרונה בהשוואה לארה"ב בגלל היחלשות החדה של הדולר ביחס לאירו.

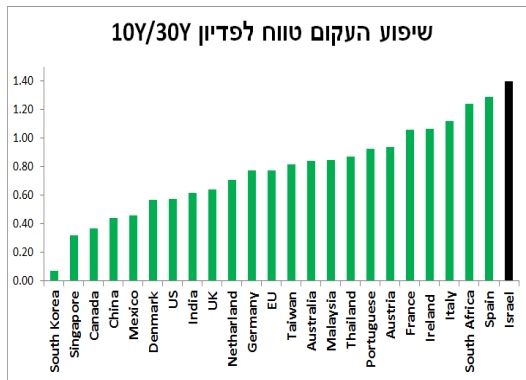
תלילות העקום השקלי בחלק הארוך הפכה לחריגה מאוד עד קיצונית

לאחר פרסום מדד המחירים לחודש יוני נרשמו בישראל ירידות תשואות חדות בעיקר בעקום השקלי תוך ירידה בתלילות העקום. אולם, הירידה בתלילות נרשמה רק עד לטווחים של עד 10 שנים. בחלקים הארוכים יותר של העקום התלילות שוב עלתה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

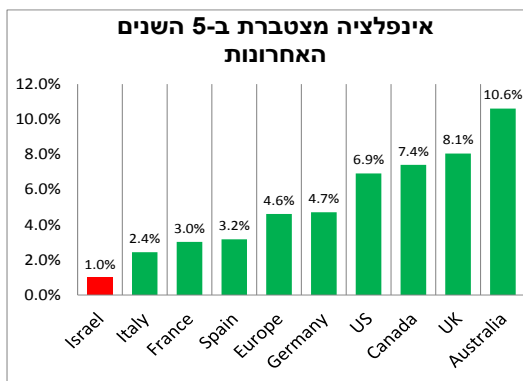
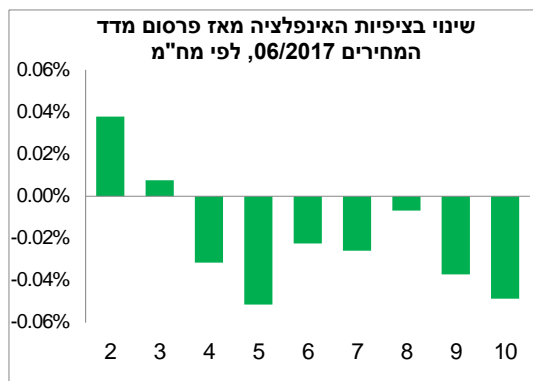
כתוצאה מזה, תלילות העקום השקלי בין 10 ל-30 שנה המשיכה לטפס לשיא חדש. העקום הישראלי בחלק הארוך שלו הנו התלול ביותר בעולם, זאת בשעה שבטווחים הקצרים יותר העקום הישראלי אומנם תלול, אך התלילות שלו לא חריגה במיוחד. קשה למצוא סיבה לתלילות כל כך גבוהה בחלק הארוך של העקום מלבד הגורמים הטכניים. הריבית בישראל לא צפויה לעלות. אין הצדקה לפרמיה אינפלציונית גבוהה, אין גירעון מאיים והסיכון הגיאופוליטי יחסית למציאות הישראלית די רגוע (עד סוף השבוע).



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

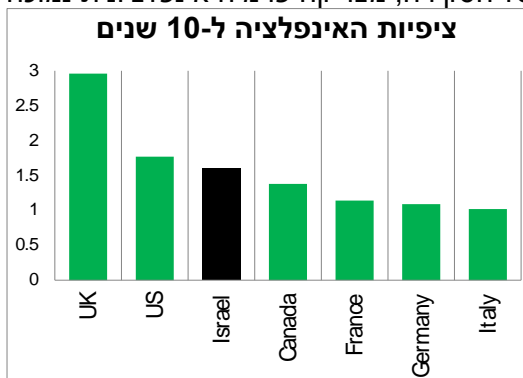
ציפיות האינפלציה אחרי המדד ירדו מעט מדי

מדד המחירים הנמוך גרם לירידה בציפיות האינפלציה הגלומות בשוק האג"ח, אך בשיעור מתון בלבד של עד 0.05%. לפי הערכתנו, הציפיות אמורות לרדת עוד, במיוחד בטווחים הארוכים כדי להקטין את הפרמיה האינפלציונית שמשקפת בפער בין ציפיות האינפלציה לטווחים הקצרים לבין הארוכים, שהיא בין הגבוהות בעולם וגבוהה מאוד ביחס לפערים ההיסטוריים, כפי שהצגנו בסקירה הקודמת.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

ציפיות האינפלציה ל-10 השנים בישראל עדיין די גבוהות בהשוואה לעולם, למרות העובדה שהאינפלציה בישראל הייתה הנמוכה ביותר בעולם המערבי ב-5 השנים האחרונות במצטבר. נוסף שגם התמתנות הצריכה הפרטית כתוצאה מהאטה בשוק הנדל"ן, כפי שתיארנו בפרק המאקרו של הסקירה, מצדיקה פרמיה אינפלציונית נמוכה יותר.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

| 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 |
| <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'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 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 בתוניה 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 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

24-07-2017

תאריך פרסום האנליזה