

30.07.2017

## 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%

- סקר החברות והמדד המשולב של בנק ישראל משקפים האטה בפעילות במשק. הסיבה העיקרית להאטה קשורה להתמתנות בקצב הצמיחה בצריכה הפרטית.
- השיפור בשוק העבודה הישראלי הואט. שיעור האבטלה הפסיק לרדת ושיעור ההשתתפות לעלות. תוספת המועסקים בשנה האחרונה הייתה הנמוכה מאז 2013.
- קצב לקיחת המשכנתאות במשק ממשיך להתמתן. חלה עליה קלה בשיעור הפיגורים במשכנתאות.
- קצב הצמיחה בארה"ב מתגבר באיטיות וממשיך להיות נמוך יחסית, מה שמאפשר שינוי מתון בלבד בריבית. היצוא וההשקעות משתפרים כאשר הצריכה הפרטית מתמתנת.
- לפי נתוני הצמיחה החלקיים, חלה האצה בצמיחה באירופה ברבעון השני.
- הסיכוי לעליה נוספת בריבית ה-FED עוד השנה ירד להערכתנו, מה שצפוי לבוא לידי ביטוי בהנמכת תחזיות הועדה המוניטארית שיתפרסמו בחודש ספטמבר. ירידה בתחזיות הריבית תסייע למתן עליית תשואות האג"ח, למרות תחילת צמצום המאזן של הבנק המרכזי.
- לפי הדוחות הכספיים שפורסמו עד עתה בארה"ב, שיעור יותר גבוה של חברות מכה את תחזיות המכירות מאשר ברבעון הקודם, אך בסה"כ הן קצב הצמיחה במכירות והן הרווח התמתן.
- לפי הנתונים הפיננסיים המצטברים של כלל החברות הלא פיננסיות בבורסת ת"א, חלה הרעה במצב הפיננסי של החברות ברבעונים האחרונים.

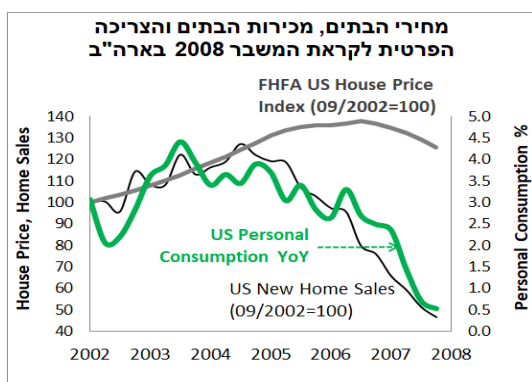
## מאקרו ישראל.

### סקר החברות והמדד המשולב משקפים האטה בצמיחת המשק

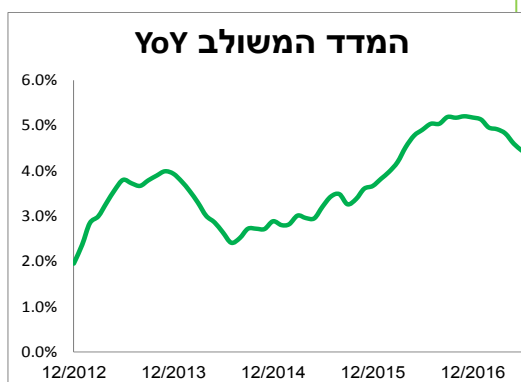
הנתונים והסקרים השונים מצביעים על התמתנות בקצב הצמיחה במשק. סקר החברות של בנק ישראל לרבעון השני של 2017 מעיד כי קצב הצמיחה של המגזר העסקי ירד במידה מסוימת. גם המדד המשולב של בנק ישראל משקף האטה בקצב הצמיחה. עיקר החולשה מגיעה מהצריכה הפרטית. בסקר החברות בנק ישראל מציין הערכה שלילית מאוד בענף המסחר.

בסקירה הקודמת הצבענו על הקשר ההדוק בין הצריכה הפרטית למכירות הבתים החדשים בישראל. הקיפאון בשוק הדיור הוא לדעתנו אחת הסיבות העיקריות לחולשה בצריכה הפרטית שהופיעה לאחרונה.

ניתן לראות בתרשים מטה שמתאר התפתחות מחירי הבתים, מכירות הבתים החדשים והצריכה הפרטית בארה"ב לקראת משבר 2008, שהקשר בין מכירות הבתים החדשים לצריכה הפרטית בישראל אינו ייחודי. גם בארה"ב הצריכה הפרטית התחילה להיחלש יחד עם הירידה בקצב מכירות הבתים והרבה לפני שמחירי הבתים עברו לירידות. לא שאנו חושבים שישראל הולכת לקראת משבר דומה, אך כנראה התהליכים עוברים בצורה דומה.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

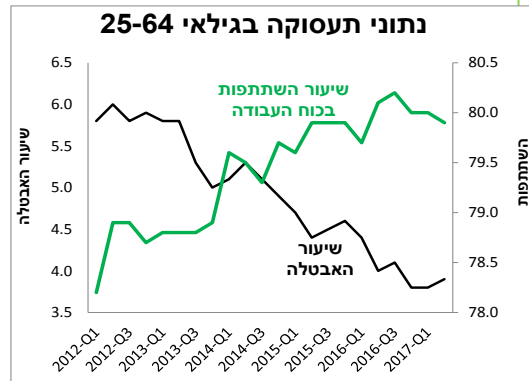
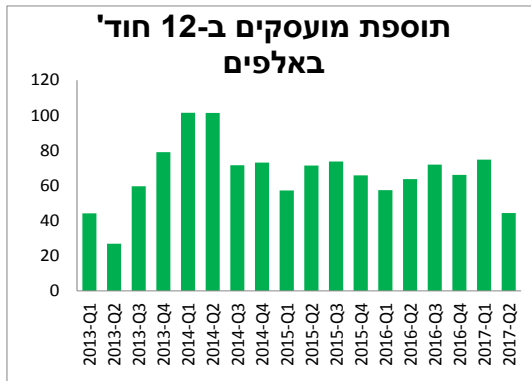


מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

### סימני התמתנות בגיוס העובדים עקב הגעה לתעסוקה מלאה

נתוני שוק העבודה לרבעון השני מראים שהוא הגיע כנראה לתעסוקה מלאה. שיעור האבטלה בקרב הגילאים 25-64 לא ירד מתחילת השנה תוך ירידה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה מאז הרבעון השלישי של 2016. תוספת המועסקים במשק בשנה האחרונה הייתה הקטנה ביותר מאז אמצע 2013. סימנים אלו אינם ככל הנראה ביטוי לחולשה בביקוש לעובדים, אלא קושי העסקים למצוא עובדים מתאימים.

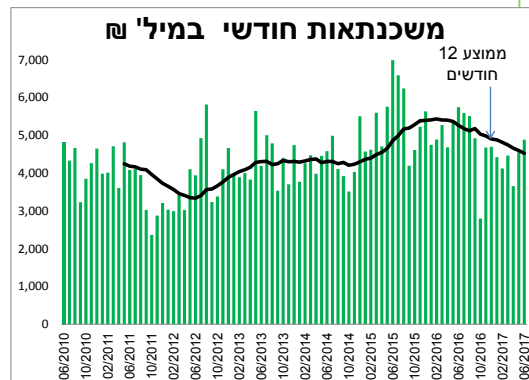
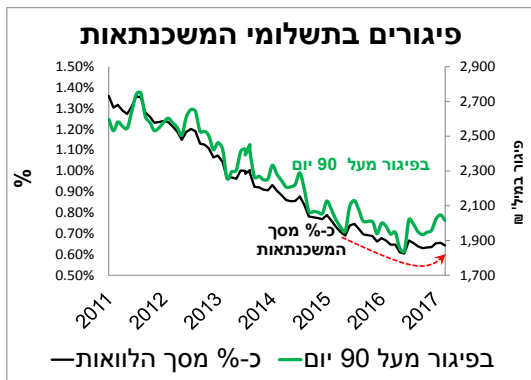
לכאורה, התעסוקה המלאה הייתה אמורה להגביר את האינפלציה, אך אם זה לא קרה עד עתה, כנראה שלחצי אינפלציה משמעותיים גם לא יתפתחו בעתיד הקרוב.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

## המשכנתאות יורדות והפיגורים בתשלומים לא

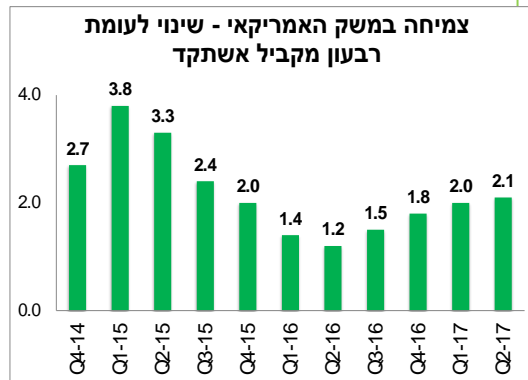
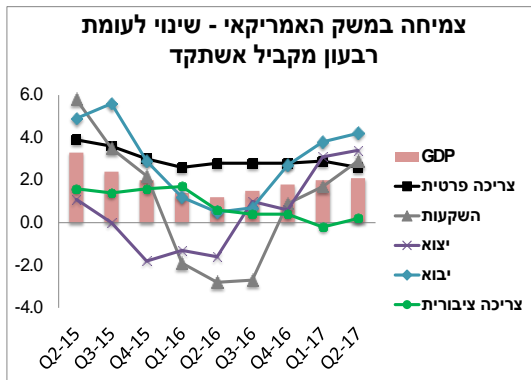
הירידה בהיקף המשכנתאות נמשכת. היקף המשכנתאות שנלקחו בחודשים אפריל-יוני השנה ירד בכ- 17% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. במקביל לירידה בנטילת המשכנתאות ניכרת עלייה קלה בהיקף הפיגורים על המשכנתאות, זאת אחרי מגמה ארוכה במהלכה שיעור הפיגורים ירד בהתמדה מאז שנת 2011. עדיין מוקדם לדבר על הרעה במצב הלווים, אך לאור הקיפאון בשוק הדיור המגמה השלילית עלולה להתעצם.



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

## מאקרו עולם.

הצמיחה בארה"ב יותר מאוזנת, אך הקצב נותר יחסית נמוך לפי האומדן הראשוני, המשק האמריקאי צמח ברבעון השני בקצב של 2.6% בדומה לתחזיות. במבט על השינוי לעומת הרבעון המקביל אשתקד, שמחליק את התנודתיות הרבעונית, קצב הצמיחה ממשיך להשתפר והגיע ל-2.1% לעומת 2% ברבעון הקודם, אך השיפור מרבעון לרבעון הולך ופוחת.



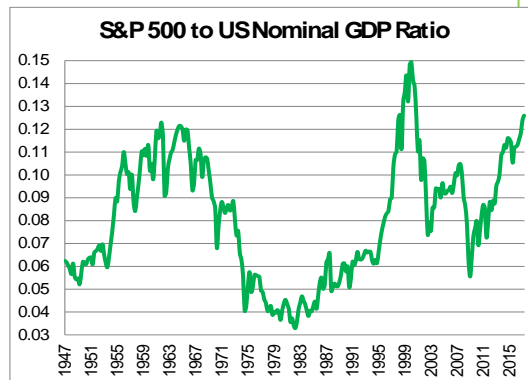
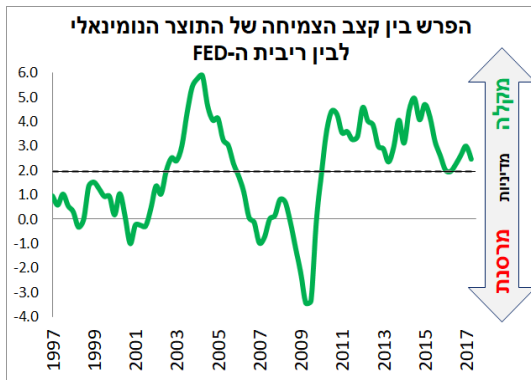
מקור: bea.gov, מיטב דש ברוקראז'

ניכר שיפור ביצוא, יבוא והשקעות, כאשר הצמיחה בצריכה הפרטית דווקא התמתנה והצמיחה בצריכה הציבורית הייתה אפסית.

בסה"כ, הצמיחה בארה"ב מאוזנת יותר ומשלבת בין הצריכה הפרטית להשקעות והיצוא. אולם, בסה"כ, קצב הצמיחה נותר נמוך, במיוחד של התוצר הנומינלי שצמח בשנה האחרונה ב-3.7% בלבד. לכן, קצב עליית הריבית צפוי להיות מתון יחסית.

היחס בין גובה מדד S&P500 לתוצר הנומינלי בארה"ב עלה לרמה הגבוהה מאז 1947, למעט תקופת בועת הדוט.קום בסוף שנות ה-90. מבחינה זו ה-FED דווקא צריך להמשיך עם ההידוק המוניטארי.

**שורה תחתונה:** קצב הצמיחה בארה"ב ממשיך להיות נמוך יחסית ומשתפר באיטיות בלבד, מה שמחייב שינוי מתון בלבד בריבית. במבט קדימה, היצוא צפוי לקבל דחיפה מהיחלשות הדולר ושיפור בסחר החוץ בעולם. הקושי לגייס עובדים דוחף את החברות להגדלת השקעות.

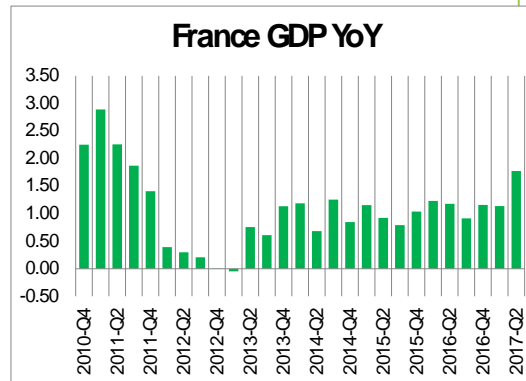
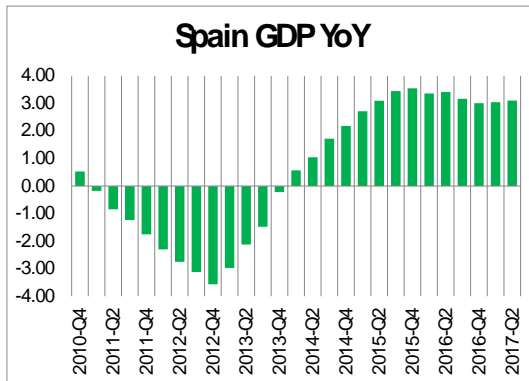


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## האצה בצמיחת המשק האירופאי ברבעון השני

נתוני הצמיחה לרבעון השני שהתפרסמו במספר מדינות אירופאיות הפתיעו לטובה והצביעו על האצה. בצרפת עלה קצב הצמיחה השנתי ל-1.8%, הגבוה ביותר מאז שנת 2011. בספרד נותר קצב הצמיחה

ברמה גבוהה של 3.1%, בדומה לרבעונים הקודמים. נציין גם את שוודיה בה קצב הצמיחה קפץ ל-4% (YoY) לעומת 2.1% ברבעון הקודם. נציין שקונצנזוס הצמיחה למשק האירופאי של החזאים בבלומברג עלה פעם נוספת ל-2%, לעומת התחזית לצמיחה של 1.4% בתחילת השנה. המשק האירופאי צפוי לצמוח בשנת 2017 רק מעט פחות מכלכלת ארה"ב.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

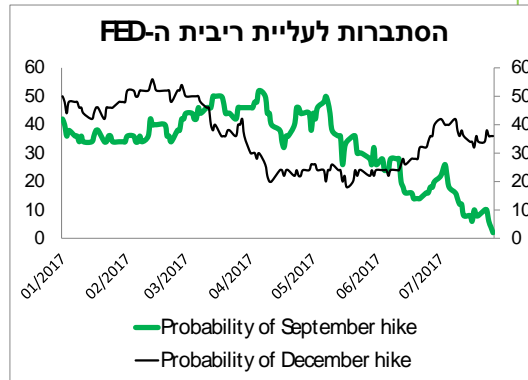
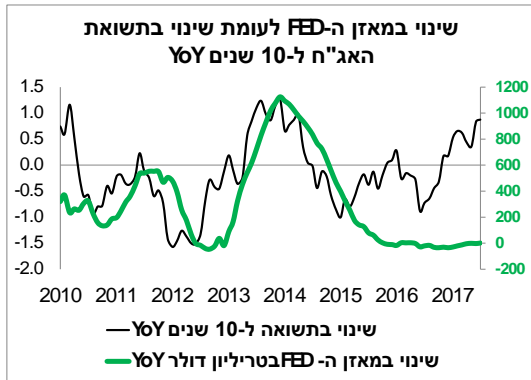
## שוקים.

### הסיכוי לעליית ריבית נוספת בארה"ב עוד השנה ירד עם הסיכון לעליית התשואות

אחרי הודעת ריבית ה-FED בשבוע שעבר, הסיכוי לעליית ריבית נוספת עוד השנה ירד לדעתנו יחד עם הסיכון לעליית התשואות מהסיבות הבאות:

1. הדגש ששם ה-FED בהודעה על אי השגת יעד האינפלציה מעיד שהירידה האחרונה באינפלציה כבר פחות נתפסת ע"י הוועדה המוניטארית כאירוע חולף שנובע מהגורמים החד פעמיים.
2. זירוז צמצום מאזן ה-FED, כפי שהופיע בהודעת הריבית, מעיד להערכתנו שהתוואי הצפוי של ריבית ה-FED שיתפרסם בחודש ספטמבר צפוי להיות נמוך יותר מהתחזית הקודמת. מדובר בשני כלים משלימים שפועלים לאותו הכיוון. לכן, ככל שמתחילים מוקדם יותר לצמצם את המאזן, כך יש צורך בעליית ריבית מאוחרת יותר. זה גם מה שנאמר ע"י מספר חברי הוועדה המוניטארית בישיבת הריבית שהתקיימה בחודש יוני והופיע בפרוטוקול.
3. מדוע ה-FED בחר להדגיש צמצום המאזן כבר בקרוב בהודעת הריבית? כי להערכתנו, הוא רואה בצמצום המאזן יותר כלי שמשפיע על השווקים ופחות על הכלכלה. מבחינת ה-FED יש צורך לקרר את השווקים, אך לא את הכלכלה והאינפלציה. עליית הריבית פועלת רחבת ואמורה לעשות את שני הדברים יחד. לעומת זאת, הגדלת היצע האג"ח ע"י צמצום המאזן מרתקת כספים מהאפיקים המסוכנים כגון המניות ואג"ח החברות אל האג"ח הממשלתיות ובכך פועלת למתן את האפיקים המסוכנים.
4. צמצום מאזן ה-FED לא בהכרח יוביל לעליית תשואות האג"ח. נזכיר, שעלייה במאזנו של ה-FED במהלך תוכניות ה-QE בשנים 2008-2013 דווקא התרחשה תוך עליית התשואות וכאשר ה-QE הופסק התשואות ירדו בניגוד, לכאורה, להגיון. השוק העריך שמדיניות הבנק

המרכזי תהיה אפקטיבית ותצליח להגביר את הצמיחה והאינפלציה, מה שהוביל לעליית התשואות תוך כדי ה-QE's. לפיכך, השפעת צמצום מאזנו של ה-FED על האג"ח תלויה בעיקר בציפיות לגבי המצב הכלכלי והתנהגות האינפלציה, כאשר השיקול של הגדלה או הקטנת היצע האג"ח בשוק הנו משני בהשפעה על התשואות.

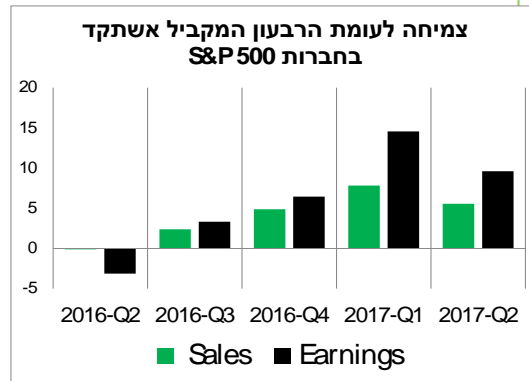
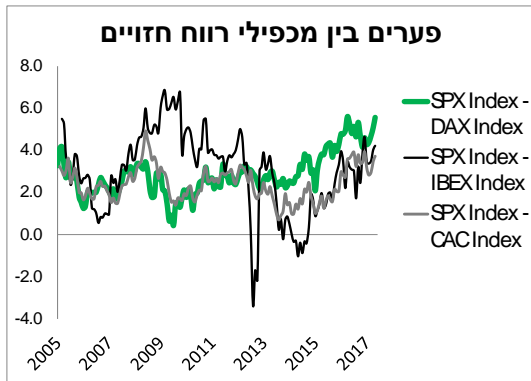


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**שורה תחתונה:** הסיכוי לעליה נוספת בריבית ה-FED עוד השנה ירד להערכתנו, מה שצפוי לבוא לידי ביטוי בתחזיות הועדה המוניתארית שיתפרסמו אחרי ישיבת ה-FED בחודש ספטמבר. ירידה בתחזיות הריבית תסייע למתן עליית תשואות האג"ח, למרות תחילת צמצום המאזן של הבנק המרכזי.

## שונות

- ✓ אחרי שקרוב ל-60% מהחברות במדד S&P500 פרסמו את הדו"חות, אפשר להסיק מסקנות ראשוניות. ראשית, אחוז החברות שמכות את תחזיות הרווח דומה ברבעון השני לרבעון הקודם (כ-78%). לעומת זאת, ברבעון השני היו יותר חברות שהכו את תחזית המכירות (72.5% לעומת 64%). אולם, מגמת השיפור בקצב הגידול בסך הרווח והמכירות במהלך כל שנת 2016 השתנתה והקצב הואט ברבעון השני.
- ✓ הפערים בין המכפיל החזוי של מדד S&P500 לבין המכפילים של המדדים האירופאים התרחב לאחרונה מהרמות הגבוהות שכבר היו בהם קודם. במיוחד בולט פער שיא לעומת ה-DAX הגרמני, מה שמעניק יתרון להשקעה במניות האירופאיות על פני האמריקאיות.

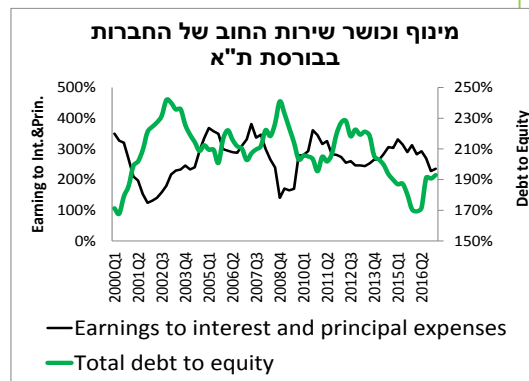
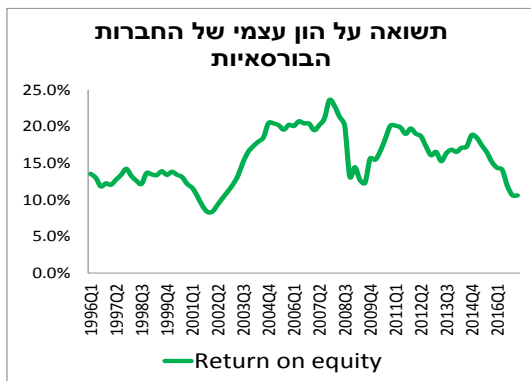


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

## מצב הפיננסי של החברות הבורסאיות

לפי הנתונים שפרסם בנק ישראל (לסוף הרבעון הראשון), חלה הרעה במצב הפיננסי של החברות הבורסאיות בישראל. התשואה על ההון העצמי של סך החברות הבורסאיות הלא פיננסיות ירדה לרמה הנמוכה, כפי שהייתה רק בזמן משבר 2008. היחס בין סך החוב להון עצמי עלה לאחרונה, אך הוא עדיין נמצא ברמה נמוכה יחסית. לעומת זאת, כושר שירות החוב, שמשקף ביחס בין סך רווחי החברות לתשלומי הריבית והקרן, ירד בשנה האחרונה.

יתכן וקיימת השפעה של מספר חברות גדולות על הנתונים המצטברים של כלל החברות שמעוותת מספרים.



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

מעל 10 שנים	10-6	5-2	עד 2 שנים
-------------	------	-----	-----------

<u>אג"ח ממשלתיות</u>		
• שקליות	+	+
• צמודות	-	-
• ריבית משתנה		
<u>אג"ח קונצרניות</u>		
• 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 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, 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 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

אנ, 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

31-07-2017

תאריך פרסום האנליזה