

12.11.2017

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים
הבאים
0.3%

מדד אוקטובר
0.1%

מדד נובמבר
-0.2%

מדד דצמבר
-0.1%

ריבית בנק ישראל צפויה
בעוד 12 חודשים
0.10%

- קצב הגידול בגביית המסים בישראל, שהתנתק מקצב הצמיחה בתוצר הנומינאלי, צפוי להאט בשנה הבאה. הורדת המסים בעת זו עשויה להחריף את המחסור.
- נמשכת ההאטה בגידול במשרות השכיר במשק, בעיקר במגזר העסקי. קצב הגידול בסך השכר במשק הואט מעט, אך ממשיך להיות יחסית גבוה.
- ארגון ה-OECD עדכן כלפי מעלה את האינדיקטור המוביל שלו לצמיחה בעולם.
- הנתונים באירופה ממשיכים להצביע על התגברות קצב הצמיחה.
- הסיבה לגידול איטי באשראי הבנקאי בארה"ב גם בקרב החברות וגם הצרכנים נובעת בעיקר מהביקוש החלש יחסית מצד הלווים ולא מהקשחת התנאים בבנקים.
- כדי שנתחיל לחשווד שהשתטחות העקום האמריקאי תהיה סימן למיתון המתקרב, לא רק התשואות הארוכות, אלא גם הקצרות צריכות לרדת, מה שלא קורה עכשיו. השתטחות העקום ברמות אלה בדרך כלל סימן לביצועים טובים הצפויים לאפיק המניית.
- לאחר עליית הריבית הראשונה, התשואות בבריטניה מתחילות להיות רגישות יותר לנתונים הכלכליים החיוביים במדינה.

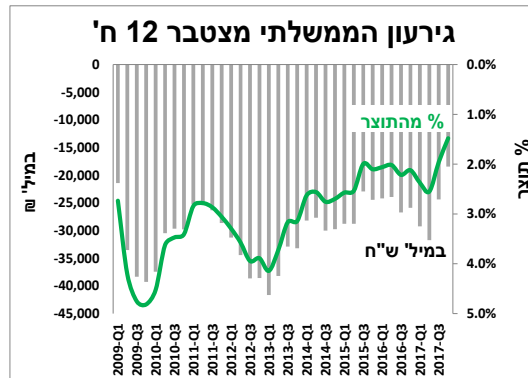
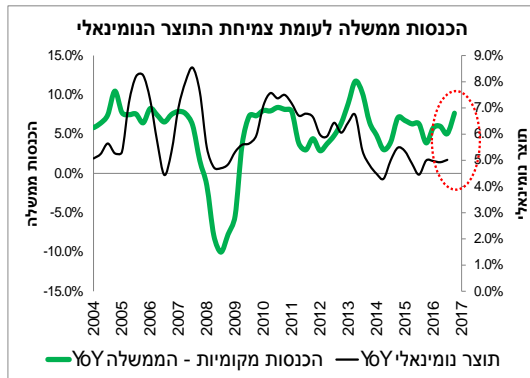
מאקרו ישראל.

גביית המסים ב-2018 צפויה להאט

הגירעון הממשלתי המצטבר ב-12 החודשים האחרונים ירד לרמה של כ-18 מיליארד שקל בחודש אוקטובר. מאז שנת 2007 לא היה גירעון נמוך כל כך. הגירעון הנמוך נוצר משילוב של הכנסות חד פעמיות והמבצע של גביית המס המופחת מדיווידנדים של חברות ארנק. גם ללא ההכנסות הללו, גביית המסים מתחילת השנה גבוהה בכ-4 מיליארד ₪ לעומת התחזית המקורית, לפי דיווחי האוצר.

גביית המסים העקיפים צומחת בקצב נמוך יחסית של כ-2% במבט על השינוי ב-12 החודשים האחרונים (מבלי להתחשב בשינוי בשיעורי המסים). זה אחד הקצבים הנמוכים בשנים האחרונות. הוא מבטא, בין היתר, האטה בצריכה הפרטית. הצריכה הפרטית מאיטה בגלל מכלול הסיבות כגון העצירה בשוק הנדל"ן, העלייה במינוף הצרכנים, תחילת הופעת סימני הידוק האשראי הצרכני מצד הבנקים והגעת שוק העבודה לתעסוקה מלאה.

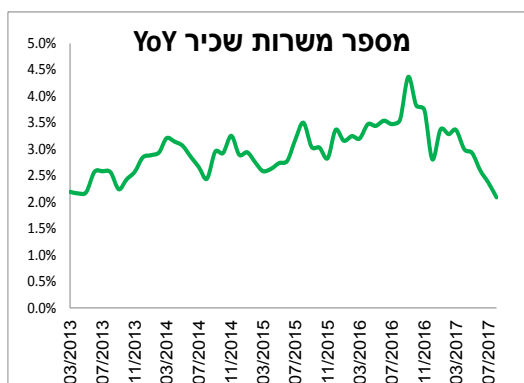
תקבולי המסים הגבוהים בשנה האחרונה חורגים מהקשר הנהוג לקצב הצמיחה של התוצר הנומינאלי. אנו צופים שבשנת 2018, למעט התקבולים מעסקאות חד פעמיות אם יהיו, גביית המסים תצמח בקצב נמוך יחסית. יש לקחת בחשבון לא רק את הסיבות שציינו לעיל, אלא גם את הירידה הצפויה בגביית המסים מחברות ארנק. לאור תחזית זו, הורדת המסים, שככל הנראה תצא לפועל, עשויה להעמיק את המחסור.



מקור: משרד האוצר, מיטב דש ברוקראז'

נתונים נוספים:

- ✓ נמשכת הירידה בקצב הגידול במשרות במשק. עיקר ההאטה מתרחשת במגזר העסקי. כתוצאה מהאטה בגידול במשרות, קצב הגידול בסך השכר במשק, שהוא המשפיע על רמת הצריכה, ירד מעט, אך הוא עדיין צומח בקצב של כ-5%-6% בשנה, בדומה לשלוש השנים האחרונות.
- ✓ העלייה הנמשכת במחיר הנפט צפויה להוביל להתייקרות הדלק בחודש דצמבר ולהעלות את המדד בכ-0.1%. אנו נעדכן את תחזית האינפלציה לאחר פרסום המדד לחודש אוקטובר.

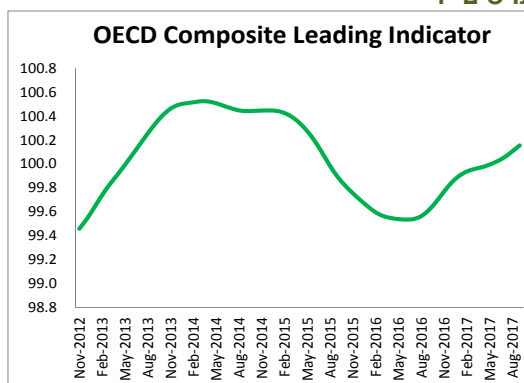


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

מאקרו עולם.

ארגון ה-OECD פרסם בשבוע שעבר את האינדיקטור המוביל שלו לצמיחה בכלכלת העולם אשר הצביע על המשך שיפור בקצב הצמיחה. לפי הארגון, מבין המדינות העיקריות, הצמיחה מאיצה בחמשת הכלכלות הגדולות באסיה (סין, הודו, יפן, אינדונזיה ודרום קוריאה), בגרמניה ובאיטליה. מכל המדינות שמסקר הארגון רק בבריטניה הצמיחה נחלשת.

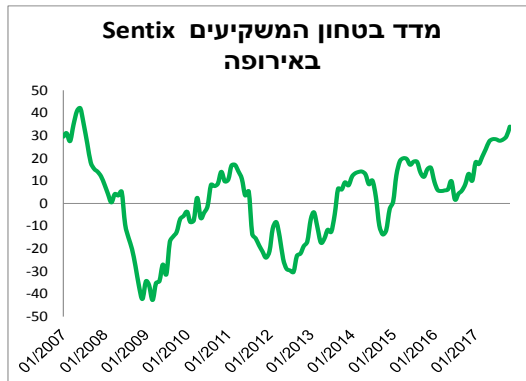
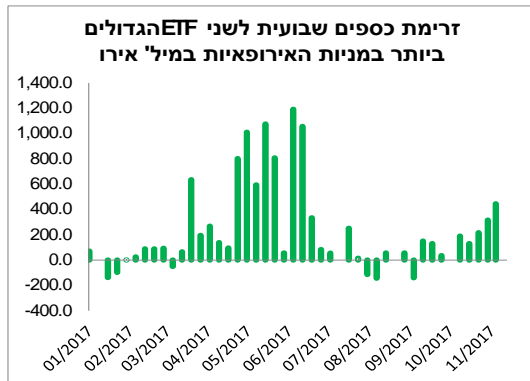
תרשים 1



מקור: OECD, מיטב דש ברוקראז'

הירידות במניות האירופאיות אינן סימן לחולשה בכלכלה

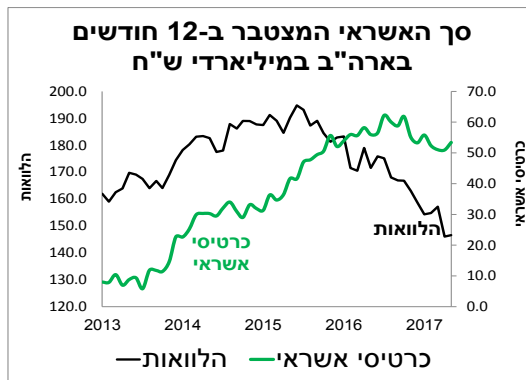
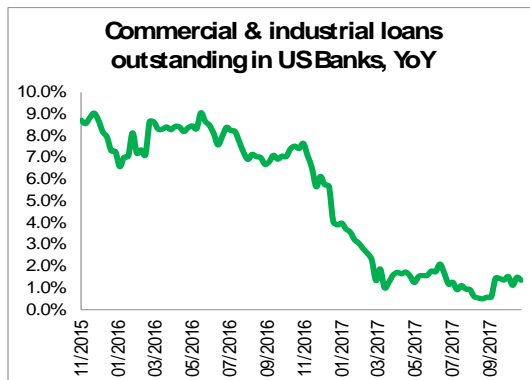
האינדיקטורים באירופה, כפי שהתרגלנו בתקופה האחרונה, המשיכו להיות חזקים גם בשבוע שעבר. המצב הטוב של הכלכלה משפיע על המשקיעים. מדד סנטימנט המשקיעים Sentix באירופה עלה לאחרונה לרמה הגבוהה ביותר מאז שנת 2007. נציין שבשבועות האחרונים התגברה זרימת הכספים ל-ETF מתמתחים במניות האירופאיות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

ההאטה בצמיחת האשראי הבנקאי בארה"ב נובעת בעיקר מירידה בביקוש

האשראי הבנקאי ממשיך להיות אחת הנקודות החלשות של ההתאוששות בכלכלה האמריקאית. קצב הגידול השנתי באשראי המסחרי ירד מכ-8% לפני שנה לכ-1% בחצי השנה האחרונה. כפי שהראו נתוני האשראי הצרכני שפורסמו בשבוע שעבר, היקף ההלוואות החדשות נמצא בירידה וגם הצמיחה באשראי בכרטיסי אשראי נעצרה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

התמונה התבהרה מעט אחרי פרסום ממצאי סקר קציני אשראי תלת חודשי של ה-FED בשבוע שעבר. כפי שמציג הסקר, הבנקים המשיכו להקל בתנאי האשראי לעסקים, אך הביקוש להלוואות העסקיות ממשיך לרדת בשנתיים האחרונות. הבנקים הקלו בתנאים למשכנתאות והקשיחו בהלוואות לרכבים לצרכנים הפרטיים. גם באשראי לכרטיסי אשראי ניכרת הקשחת התנאים. הביקוש לאשראי הצרכני, למעט ההלוואות לרכב, נותר חלש.

שורה תחתונה: הסיבה לגידול איטי באשראי הבנקאי בארה"ב גם בקרב החברות וגם הצרכנים נובעת בעיקר מהביקוש החלש יחסית מצד הלווים, ולא מהקשחת התנאים בבנקים.

שוקים.

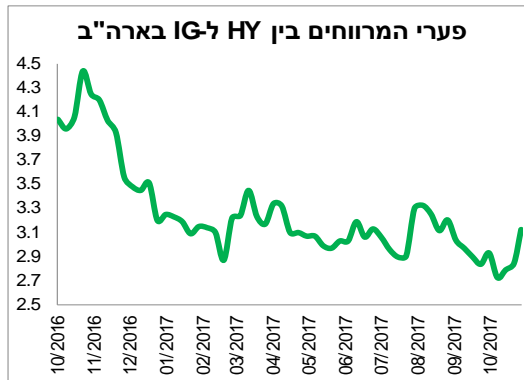
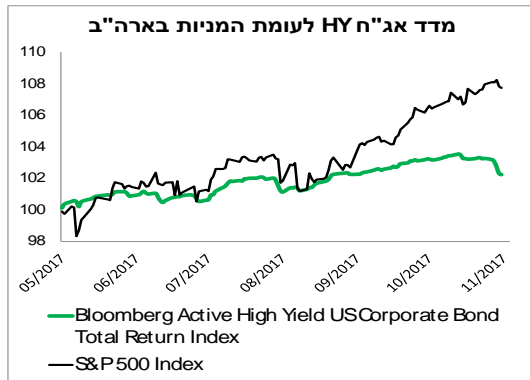
כל האפיקים הוציאו מעט אוויר חם בלי טריגר מוגדר וברור

סוף כל סוף הגיע לשווקים "המימושון" המיוחל. הוא התחיל מאג"ח ה-HY בארה"ב לפני כשבועיים. אליהן הצטרפו המניות הקטנות, כאשר חשש מאי אישור הרפורמה במס היה ההסבר הרשמי לכך. בסוף השבוע גם המניות הגדולות נדבקו קלות במגמה השלילית. באופן לא רגיל גם תשואות האג"ח הממשלתיות בארה"ב ובאירופה עלו במקביל לירידות במניות.

הפעם, המגמה באג"ח הממשלתיות התחילה דווקא באירופה, אליה הצטרפה ארה"ב. על רקע הנתונים הכלכליים הטובים, המשקיעים באג"ח האירופאיות מדי פעם מקבלים רגליים קרות מתשואות נמוכות. במיוחד התחילו להיות רגישים המשקיעים באג"ח הבריטי בהתשואות עלו בשיעור הגבוה ביותר. לאחר שה-BOE העלה את הריבית בפעם הראשונה ולמרות שנתן להבין שלא מתכוון לעשות זאת שוב בקרוב, רגישות משקיעי האג"ח לנתונים כלכליים חיוביים בממלכה תהיה גבוהה.

פתיחת המרווחים באג"ח ה-HY בארה"ב מייצרות נקודה נוחה להגדלת חשיפה אליהן

בשבועיים האחרונים עלה המרווח הממוצע באג"ח ה-HY בארה"ב. גם המרווחים באג"ח בדירוג השקעה עלו, אך הרבה פחות. כתוצאה מזה, הפער בין המרווחים ב-HY לבין ה-IG עלה לרמות בהם היה בתחילת חודש ספטמבר. להבדיל מהנהוג בשנים האחרונות, המרווחים עלו כמעט בכל הענפים למעט האנרגיה והפיננסים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

הטריגר לירידות בשוק ה-HY קשור ככל הנראה לגידול משמעותי בהנפקות. החברות הגבירו קצב ההנפקות לפני השינויים האפשריים שיהיו בעקבות הרפורמה במס בארה"ב. עלייה במרווחים דווקא יכולה להיות הזדמנות להגדיל חשיפה, כי אחרי הרפורמה, כפי שכתבנו בסקירה מ-15/10, היקף ההנפקות צפוי לקטון והירידה בהיצע עשויה להוביל לצמצום המרווחים.

השתטחות אינה סימן למיתון. השתטחות טובה למניות

נושא הירידה בתלילות העקום האמריקאי לרמה הנמוכה של העשור העסיקה לא מעט את המשקיעים לאחרונה. מעבר להתייחסות בסקירה הקודמת נוסף עוד מספר נקודות:

- ✓ לעומת האמרה הנפוצה, הירידה בתלילות אינה בהכרח הסימן למיתון המתקרב. במחצית השנייה של שנות ה-90 תלילות העקום האמריקאי הייתה נמוכה יותר מהיום במשך חמש

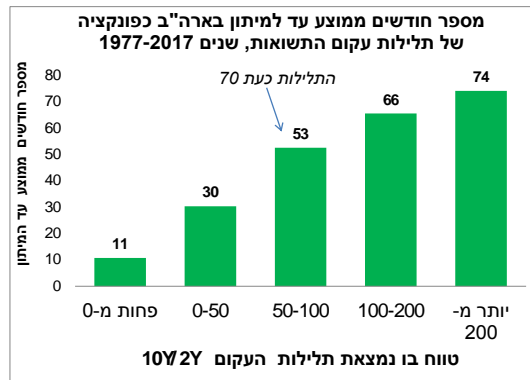
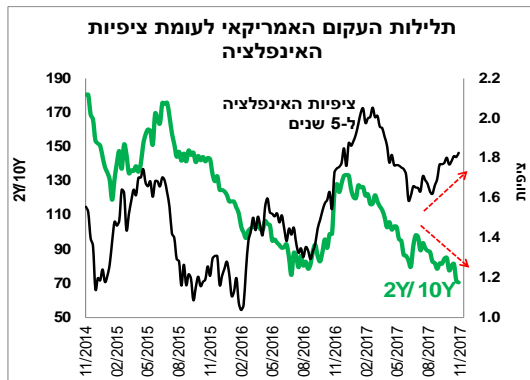
שנים בלי שקרה מיתון. ירידה בתלילות העקום זה רק סימן משני לאפשרות של מיתון. כדי שהיא תצביע על המיתון המתקרב לא רק התשואות הארוכות צריכות לרדת, אלא חייבות גם הקצרות (!). כך קרה בכל אחד משלושת המיתונים האמריקאים שהיו מתחילת שנות ה-90. זה בוודאי לא מה שקורה היום כאשר התשואות לשנתיים ולחמש שנים נמצאות בעליה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

✓ מהבדיקה שלנו של חמישים השנים האחרונות עולה שהמיתון בארה"ב מגיע בממוצע רק אחרי 53 חודשים כאשר תלילות העקום נמצאת בטווח בין 50-100 נ.ב. (כעת התלילות עומדת על 70 נ.ב.). רק כאשר העקום כבר מתהפך בפועל, צפו למיתון במרחק של פחות משנה.

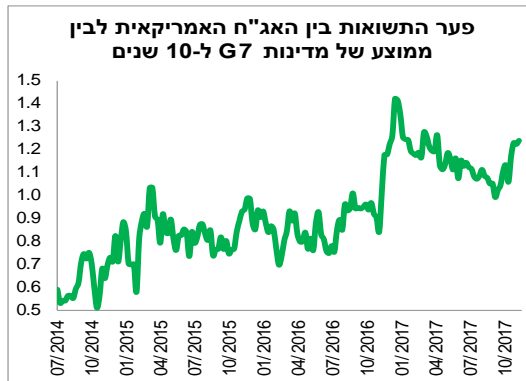
נוסף, שאין סימנים למיתון המתקרב כמעט באף אינדיקטור כלכלי, בפרט במדד האינדיקטורים המובילים שמצביע דווקא על האצה בצמיחה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

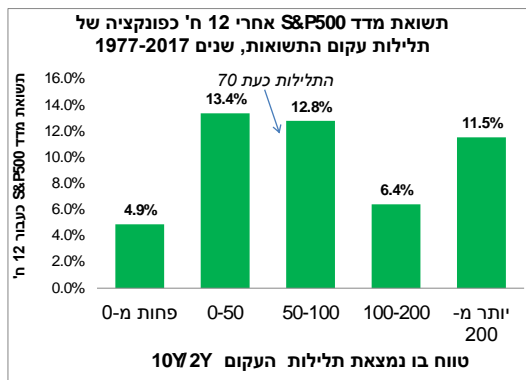
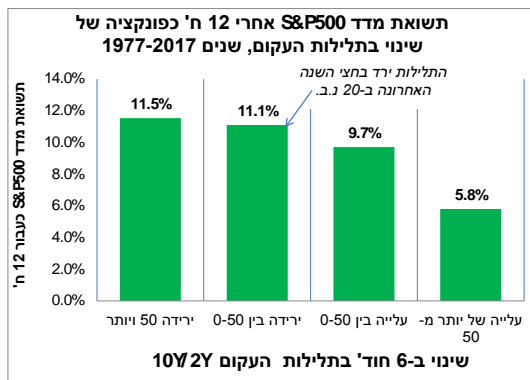
✓ ירידה בתלילות העקום האחרונה סותרת מגמה של עלייה בציפיות האינפלציה. ציפיות האינפלציה נמצאות במגמת עלייה (בעיקר בגלל מחירי הנפט), אך התלילות יורדת. שני הקווים יצטרכו להתכנס. להערכתנו זה יקרה דרך עלייה בתשואות האג'ח הארוכות.

✓ הביקושים לאג'ח הארוכות האמריקאיות מגיעים בין היתר כתוצאה מהיעדר אלטרנטיבות לאג'ח בטוחות בתשואה סבירה בשאר העולם. פער התשואות ל-10 שנים בין ארה"ב לממוצע המדינות G-7 שוב טיפס לרמות גבוהות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

✓ המשקיעים שחוששים שבירידה בתלילות העקום יש בשורה של מיתון ומפולת בשוק המניות יכולים להירגע. מדד S&P500 הניב במוצע בחמישים השנים האחרונות 12.8% בשנה העוקבת תקופה בה תלילות העקום הייתה בטווח שבין 50-100 נ.ב. אם התלילות תרד מתחת ל-50 נ.ב. הסטטיסטיקה תהיה אפילו יותר טובה למניות. התקופות הפחות טובות למניות צפויות למשקיעי המניות כאשר העקום מתהפך או כאשר התלילות נמצאת בטווח בין 100-200 נ.ב..



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: עליית ריבית ה-FED עד לרמה של 2.25% בעוד כשנה, בהתאם לתחזית שלו, צפויה להתרחש תוך ירידה נוספת בתלילות העקום האמריקאי מתחת ל-50 נ.ב. ותוך כדי עלייה בתשואות הארוכות.

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>				

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 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 בקבוצת 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

12/11/2017

תאריך פרסום האנליזה