

26.11.2017

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים  
הבאים  
0.4%

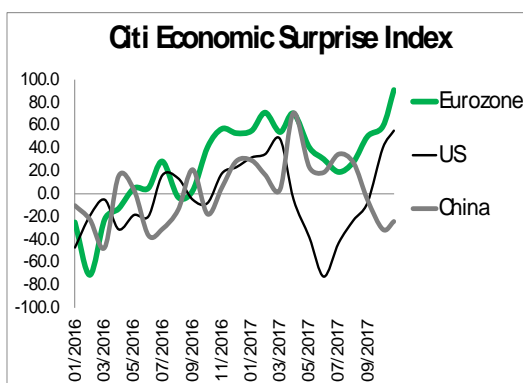
מדד נובמבר  
-0.2%  
מדד דצמבר  
0.1%  
מדד ינואר  
-0.4%

ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים  
0.10%

- הנתונים הכלכליים המתפרסמים באירופה מצביעים על התגברות קצב הצמיחה בגוש האירו לרמה של כ-3.0%-3.5%. על רקע זה, המדיניות המוניטארית הנוכחית נראית יותר ויותר חריגה.
- הנתונים ממשיכים להצביע שצמיחת המשק האמריקאי התגברה במחצית השנייה של השנה.
- הירידה בתלילות עקום התשואות האמריקאי מתרחשת תוך עלייה די מהירה בתשואות הקצרות. החוזים כבר מגלמים הסתברות של יותר מ-50% לעליית ריבית נוספת בחודש מרץ. שינוי קל בכיוון האינפלציה ו/או אישור הרפורמה במס עשויים לשחרר "נצרה" שמחזיקה את התשואות הארוכות ברמות הנוכחיות.
- הסינים מנסים לטפל בסיכונים הפיננסיים ובמקביל להרגיע את השווקים באמצעות הזרמות נזילות מאסיביות. בינתיים, צעדים אלה הצליחו לעצור את עליית התשואות הממשלתיות, אך לא את עליית המרווחים באג"ח הקונצרניות שנמשכה ואף האיצה בשבוע האחרון.
- ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק האג"ח המקומי המשיכו לעלות גם בשבוע האחרון. הן אף התעלמו מהודעת שר האוצר על כוונתו להוריד מכסים לשורה ארוכה של מוצרי צריכה מיובאים.

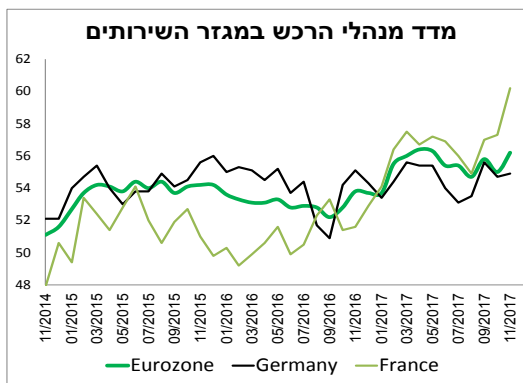
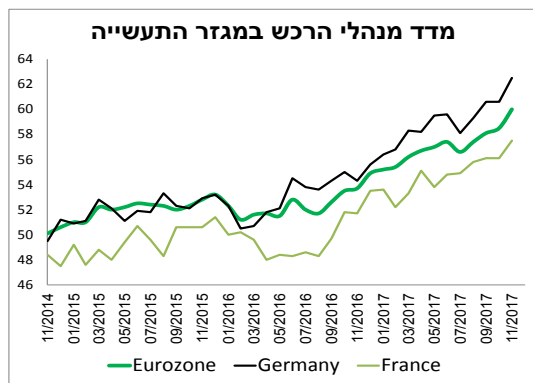
## מאקרו עולם.

מדדי ההפתעות בנתונים הכלכליים של סיטי מספרים את הסיפור של הכלכלה העולמית בחודשים האחרונים בנתון אחד. באירופה ובארה"ב המדדים עולים בחצי השנה האחרונה לגבהים חדשים כאשר בסין המדד נחלש.



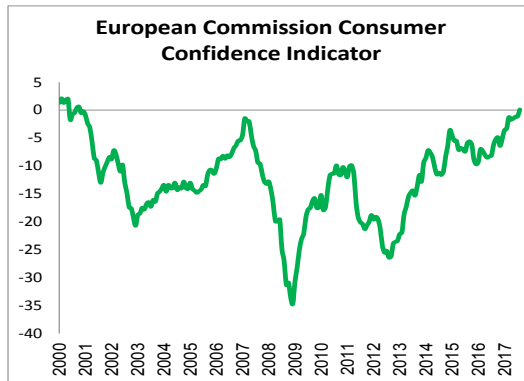
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

באירופה מתרחב הפער בין המצב הכלכלי לבין המדיניות המוניטארית באירופה קיבלנו שוב סדרת נתונים כלכליים שמשאירה את כל התחזיות מאחור. מדדי מנהלי הרכש לחודש נובמבר ביבשת עלו מעל התחזיות ומעל הנתון של החודש הקודם. במיוחד בולט המדד בתעשייה שהגיע לרמה של 60. רמות אלה משקפות קצב צמיחה של קרוב ל-3.5%, הרבה מעל התחזיות הוורודות ביותר למשק האירופאי.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

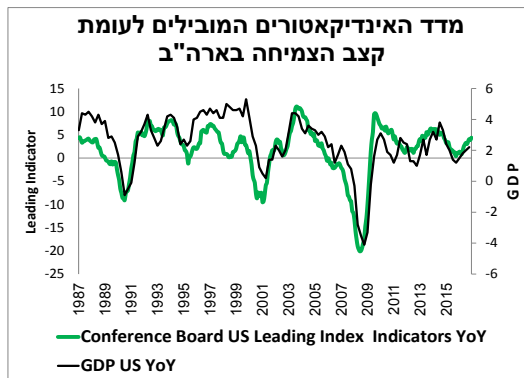
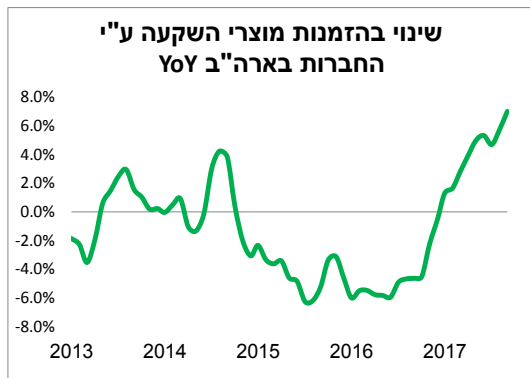
גם מדד הסנטימנט הצרכני באירופה עלה לרמה הגבוהה ביותר מאז שנת 2000. כמו כן, מדד הציפיות לפעילות הכלכלית של מכון IFO בגרמניה עלה לשיא מאז תחילת שנות ה-90. די מדהים שבאותו זמן הריבית באירופה עדיין משקפת משבר עמוק. אם הפעילות תמשיך להשתפר בקצב כל כך גבוה, קשה לדמיין שהבנק המרכזי לא יצטרך להגיב בשלב כלשהו.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**קצב הצמיחה במשק האמריקאי במחצית השנייה של השנה הואץ**

גם בארה"ב התפרסמו בעיקר נתונים כלכליים חיוביים. שיעור השינוי השנתי של מדד האינדיקטורים המובילים עלה ל-5.2%, הגבוה ביותר מאז 2015. למדד האינדיקטורים המובילים יש קשר הדוק לצמיחת התוצר. לפי הנתון האחרון, צמיחת המשק האמריקאי ברבעון הרביעי צפויה להיות בין 3.0% ל-3.5%. מדובר בהאצה בקצב הצמיחה לעומת המחצית הראשונה של השנה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

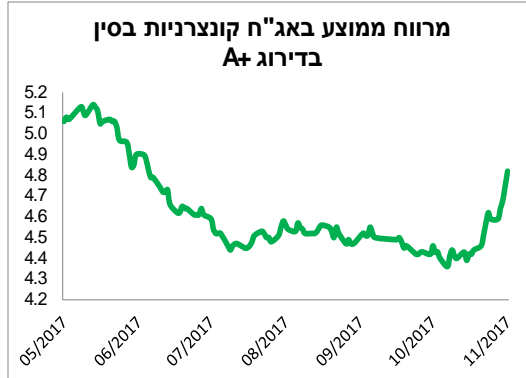
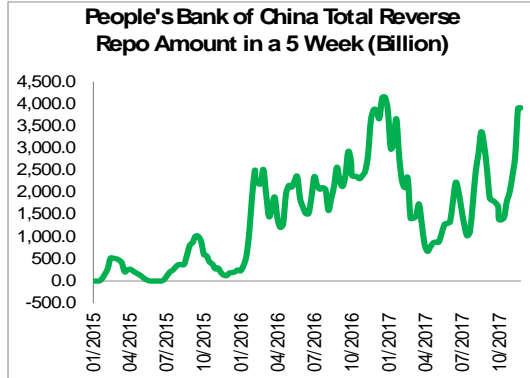
רכישות מוצרי השקעה ע"י החברות האמריקאיות עלו לקצב צמיחה שנתי של מעל 6%. תנופת ההשקעות במגזר העסקי מבשרת על אופטימיות של הסקטור ומגדילה פוטנציאל של צמיחה עתידית.

**שווקים.**

**הסינים מנסים להוריד מינוף ומגדילים סיכונים בשווקים**

ההתפתחויות בשווקים בסין בשבועות האחרונים היו במוקד העניין של המשקיעים. לאחר הכנס החמש שנתי של המפלגה הקומוניסטית הואצו תהליכי הרפורמות במערכת הפיננסית. נגיד הבנק המרכזי דיבר על צורך בהורדת הסיכון הפיננסי בסין. לאחר שבפעמים הקודמות התנודתיות

בשווקים בסין באה לידי ביטוי בעיקר במטבע ובשוק המניות, הפעם הביטוי הבולט ביותר משתקף בשוק האג"ח.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

תשואות האג"ח הממשלתיות עלו עד סוף חודש אוקטובר ויחסית התייצבו מאז. בנוסף לעליית תשואות הבנצ'מארק עלו המרווחים באג"ח הקונצרניות. המרווח הממוצע של אג"ח בדירוג A+ עלה ב-0.25% רק בשבוע האחרון ובכ-0.6% מתחילת אוקטובר. נציין שביום חמישי גם המדד המרכזי בבורסת סין נפל לקראת סיום המסחר ביותר מ-2% לפני שהתייצב ביום שישי. הרשויות הזרימו 3900 מיליארד יואן (קרוב ל-600 מיליארד דולר) לשווקים בחמשת השבועות האחרונים באמצעות מכרזי ריפו הפוך, אך בינתיים לא עצרו את עליית המרווחים. זאת כמעט ההזרמה הגבוהה אי פעם, למעט התקופה בסוף שנת 2016. יש לשים לב באותו התרשים שמהמשבר בשוק המניות הסיני באמצע 2015 ועד למשבר של בריחת המט"ח בסוף 2016 הרשויות נאלצות להגדיל את ההזרמות כדי להרגיע את השווקים. באירוע הנוכחי של שוק האג"ח הסיני כבר הגענו קרוב לשיא והיד עוד נטויה.

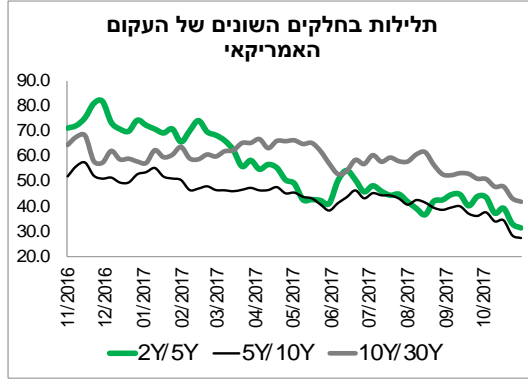
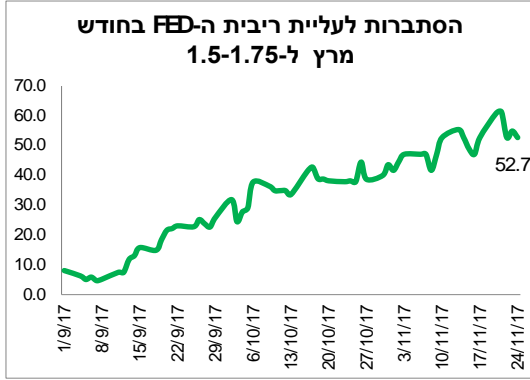
**שורה תחתונה: הסיכונים המיידיים מכיוונה של סין עלו. כפי שהערכנו בתחזית השנתית, מאמצי הרשויות להוריד רמת המינוף במשק הסיני מהווה אחד הסיכונים העיקריים לשווקים במבט לשנה הקרובה.**

**העקום האמריקאי ממשיך להשתטח למרות עלייה בציפיות לעליית הריבית בטווח הקצר**  
פרסום פרוטוקול ישיבת ריבית ה-FED חשף מסרים סותרים. עליית הריבית בדצמבר כבר כמעט וודאית, אך הנגידים חוששים שהאינפלציה לא תחזור לכיוון היעד ותקשה על המשך התהליך. במקביל, הייתה עליית מדרגה ברמת הזהירות שהשמיעו חברי הוועדה המוניטארית מפני עלייה בסיכונים הפיננסיים בעקבות המשך עליות השערים בשווקים. בינתיים, עקום התשואות האמריקאי ממשיך להשתטח בכל חלקיו. מתחילת חודש אוקטובר תשואות האג"ח לשנתיים עלתה כמעט ב-0.3% ל-1.75% ובעצם מגלמת ריבית ה-FED בעוד שנתיים בין 2.25% ל-2.50%, לא רחוק מתחזית ה-FED לריבית של 2.7%. בפרק זמן זה (מתחילת אוקטובר) התשואה ל-10 שנים נותרה ללא שינוי ול-30 שנה ירדה ב-0.1% ל-2.75%. צריך לציין גם שהסיכוי לעלייה נוספת של ריבית ה-FED בחודש מרץ המשך לעלות בהדרגה עד לרמה הגבוהה מ-50%. אם הריבית תעלה גם בדצמבר וגם במרץ יהיה קשה לתשואות הארוכות להישאר ברמה הנוכחית.

אם זאת התחזית שמגלם העקום בלי שהאינפלציה מתקדמת לכיוון היעד, מה יקרה אם האינפלציה תעלה, אפילו כמעט? אם זה יקרה, שילוב של כלכלה מתחזקת, שווקים גבוהים, אינפלציה עולה

ואולי גם אישור הרפורמה במס יכולים לשחרר את "הקפיץ" של התשואות בחלק הארוך של העקום האמריקאי אשר נלחץ לאחרונה עם הירידה בתלילות העקום.

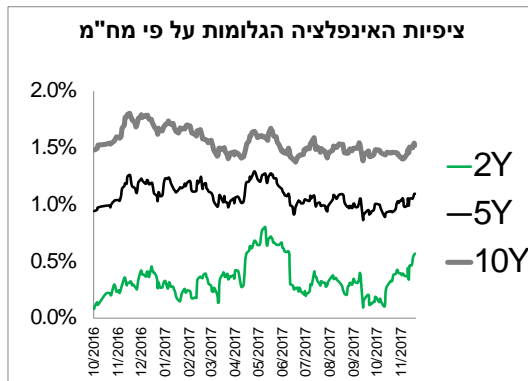
**שורה תחתונה: בנסיבות הנוכחיות הירידה בתלילות העקום האמריקאי מגבירה סיכון לעליית התשואות הארוכות.**



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**ציפיות האינפלציה בישראל המשיכו לעלות למרות הכוונה להוריד מכסים**

ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק האג"ח הישראלי המשיכו לעלות גם בשבוע שעבר. הציפיות לכל הטווחים עלו לרמה הגבוהה מאז חודש יוני. העלייה בציפיות לא נעצרה אפילו אחרי ששר האוצר הכריז על הכוונה להוריד מכסים על שורה ארוכה של מוצרים מיובאים שלא מיוצרים בישראל. אחרי שבמצטבר האינפלציה בישראל עלתה בחמש השנים האחרונות ב-0.7%, השוק מגלם כעת שהיא תעלה בחמש השנים הבאות בכ-1.1% בממוצע כל שנה.



מקור: מיטב דש ברוקראז'

מעל 10 שנים	10-6	5-2	עד 2 שנים	
<b>אג"ח ממשלתיות</b>				
+			+	• שקליות
	-	-		• צמודות
		+		• ריבית משתנה
<b>אג"ח קונצרניות</b>				
				• 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 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

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

27-11-2017

תאריך פרסום האנליזה