

03.12.2017

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

0.4%

מדד נובמבר

-0.2%

מדד דצמבר

0.1%

מדד ינואר

-0.4%

ריבית בנק ישראל צפויה

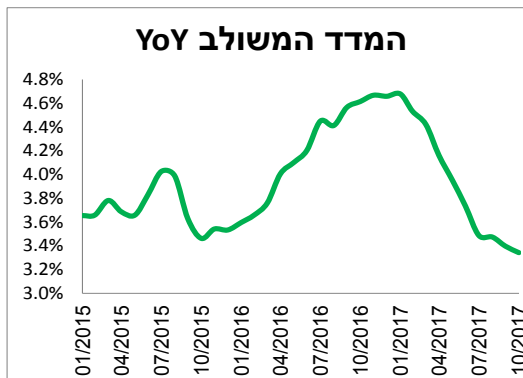
בעוד 12 חודשים

0.10%

- קצב העלייה של המדד המשולב למצב המשק הישראלי המשיך להתמתן באיטיות.
- היצרנים הישראליים בענפי התעשייה ברמות טכנולוגיה נמוכות מסתמכים בשנים האחרונות יותר על הביקושים המקומיים ופחות על היצוא. ההאטה במשק בשנת 2018 יחד עם ההשפעות של השקל החזק צפויים להקשות על פעילותם.
- ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק האג"ח המקומי התעלמו מהביטול הצפוי של המכסים, מכניסת חברת אמזון לישראל ומביטול מס דירה שלישית.
- קצב הצמיחה בארה"ב התגבר בעיקר בזכות הגידול בהשקעות, בפרט בטכנולוגיה, כאשר הצריכה הפרטית נחלשה.
- קצב האינפלציה בארה"ב עלה מעט. ספר הבז' מצביע על התגברות הלחצים לעליית המחירים.
- עלו הסיכויים לאישור הרפורמה במס בארה"ב. הרפורמה צפויה לזרז קצב הצמיחה בשנה הקרובה, אך להגביר הסיכונים לטווח ארוך יותר.
- מכלול הגורמים מעלה סיכויי לפחות ארבע העלאות ריבית בארה"ב עד סוף שנת 2018.
- פעילות מנהלי ההשקעות המוסדיים בארה"ב בחוזים על האג"ח תמכה עד עתה בהשתטחות העקום האמריקאי, אך היא צפויה להתהפך ולתמוך בעליית התשואות הארוכות.

## מאקרו ישראל.

ענפי הייצור, במיוחד ברמת טכנולוגיה נמוכה, תלויים יותר בביקושים המקומיים קצב העלייה השנתי של המדד המשולב למצב המשק ממשיך להתמתן באיטיות וירד מ-3.4% בחודש ספטמבר ל-3.3% באוקטובר. בסוף 2016 הוא עמד על 4.7%. מבחינת הרכיבים, לא היו שינויים גדולים למעט יצוא הסחורות שהתמתן, כפי שראינו גם בנתוני התמ"ג לרבעון השלישי.



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

### אמזון צפויה להוזיל רמת המחירים בישראל

ציפיות האינפלציה בשוק האג"ח די התעלמו מהאירועים השונים שצפויים לפעול להוזלת המחירים:

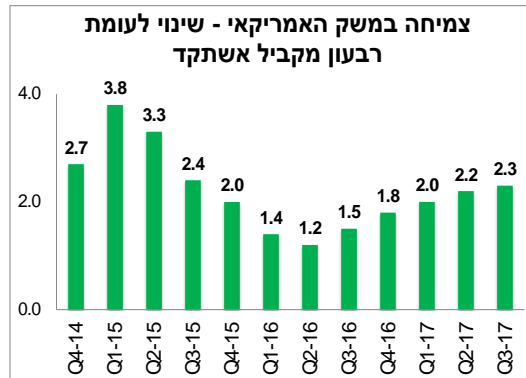
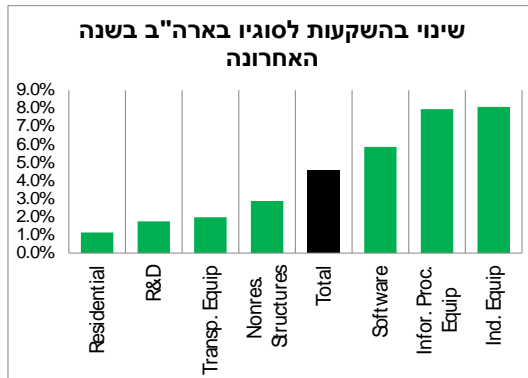
- ✓ הודעת שר האוצר על ההורדה הצפויה של המכסים.
- ✓ הכניסה הצפויה של אמזון לישראל.
- ✓ קבורת מס דירה שלישית.

הבולטת במיוחד הייתה התעלמות מאמזון. מניות הקניונים ירדו בחדות והאג"ח הצמודות המשיכו בשגרה כאילו זה בשום צורה לא נוגע לרמת המחירים במשק. כניסת אמזון צפויה להוזיל מחירים של מוצרים רבים גם אם היא תצטרך לשלם מסים על הפעילות המקומית. עלויות המשלוח יוזלו ואולי אף יתבטלו וזמני ההספקה יתקצרו בחדות. **מהלך זה צפוי להכניס יותר אנשים לרכישות באינטרנט ויאלץ את הסוחרים המקומיים לצמצם פערי המחירים.**

## מאקרו עולם.

### מנועי הצמיחה במשק האמריקאי עברו מצריכה להשקעות

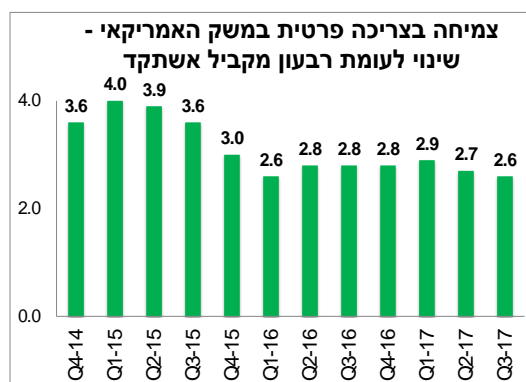
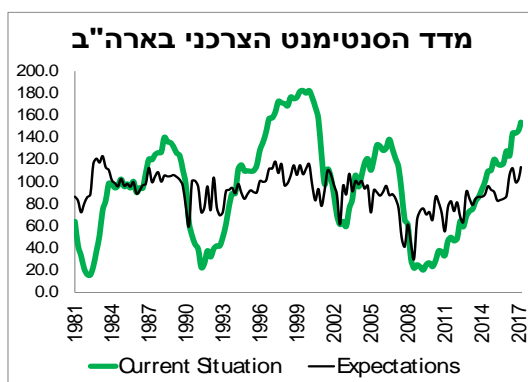
נתוני הצמיחה לרבעון השלישי במשק האמריקאי התעדכנו כלפי מעלה ל-3.3%. שני הרבעונים הרצופים של צמיחה בקצב העולה על 3% נראה כתוצאה די חזקה, במיוחד בהתחשב בעובדה שהאינדיקטורים השוטפים מצביעים על קצב צמיחה קרוב ל-3% גם ברבעון הרביעי.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

השיפור בא בעיקר בגלל גידול בהשקעות החברות. הגידול המשמעותי ביותר בהשקעות ברבעון השלישי לעומת הרבעון המקביל אשתקד נרשם בהשקעות בתוכנה, במחשבים ובציוד לתעשייה. עובדה זו מעידה שגידול בהשקעות מתרכז בהחדרת הטכנולוגיות החדשות למגזר העסקי בארה"ב. קצב הצמיחה בצריכה הפרטית דווקא נחלש. הסיבה להאטה בצריכה, למרות שהסנטימנט הצרכני נמצא בשיא מאז סוף שנות ה-90, קשורה לירידה בקצב הגידול בהכנסה הפרטית הפנויה מרמה של כ-5% ב-2014-15 לכ-1% לאחרונה.

במבט לשנה הקרובה, העלייה בשכר צפויה לתמוך בצריכה הפרטית. הדיווחים בספר הבז' האחרון של ה-FED שהתפרסם בשבוע שעבר העידו שלחצי השכר מתגברים ומתרחבים. גם הרפורמה במס צפויה להגדיל את ההכנסה הפנויה.



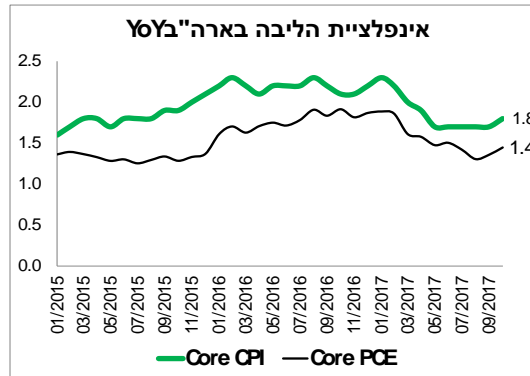
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### סימני התחזקות האינפלציה בארה"ב

מבין הנתונים האחרים שהתפרסמו בארה"ב, נציין את מדד המחירים PCE Core שקצב השינוי השנתי שלו עלה ב-0.15% ל-1.4% בחודשיים האחרונים, במקביל לעלייה של 0.1% ל-1.8% במדד הליבה CPI בחודש אוקטובר.

סימן נוסף להתחזקות עליית המחירים הופיע בספר הבז' של ה-FED. לראשונה מזה זמן רב נאמר בו שהלחצים לעליית המחירים התחזקו. אנו מעריכים שקצב האינפלציה בארה"ב יגבר בחודשים הקרובים ויצידיק המשך העלאות הריבית בשנת 2018.

Beige Book Report Month	About Prices
Beige Book - May 31, 2017	Pricing pressures were little changed from the prior report
Beige Book - July 12, 2017	Prices continued to rise modestly in the majority of Districts
Beige Book - September 6, 2017	Prices rose modestly overall across the country
Beige Book - October 18, 2017	Price pressures remained modest since the previous report
Beige Book - November 29, 2017	Price pressures have strengthened since the last report



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### שווקים

המערבולת של האירועים הפוליטיים והכלכליים מושכת את השווקים לכיוונים מנוגדים. הרפורמה במס קרובה לאישור, מה שתומך בעליות שערי המניות ותשואות האג"ח. מנגד, התגברו הסיכונים להפלה של טראמפ, מה שפועל בכיוון הפוך. אם החקירה של טראמפ תוביל להדחתו מהבית הלבן זה אמור לקרות אחרי שהרפורמה במס כבר תאושר (אם תאושר). אפשר להעריך שהעזוץ בשווקים מהדחתו יהיה קצרת טווח מכיוון שהכוחות שהובילו את השווקים השנה לא ממש היו קשורים אליו. אם ההבטחה העיקרית שלו (הרפורמה במס) תתממש, השווקים יכולים להמשיך ולהסתדר גם בלעדיו.

### עלו הסיכויים ליותר העלאות ריבית בארה"ב

התחזקו הכוחות שצפויות להוביל לעליית ריבית ה-FED ותשואות האג"ח:

1. לאחר האישור בקונגרס, עלו הסיכויים להוצאתה לפועל של הרפורמה במס. הרפורמה צפויה להגביר את הצמיחה בטווח הקצר, לתמוך בעלייה באינפלציה ולהגדיל את הגירעון.
2. הגירעון הגדול לבדו עדיין לא הסיבה לעליית תשואות האג"ח בעידן שהבנקים המרכזיים מתערבים בשווקים, כפי שראינו לא פעם בשנים האחרונות. אולם זה נכון לגבי תקופות של האטה בכלכלה. הגירעון יחד עם השיפור בצמיחה ועלייה באינפלציה ובריבית דווקא אמור לדרבן עליית התשואות.

3. הסיכויים לעלייה באינפלציה עלו אחרי שמדד מחירי הליבה בארה"ב עלה בחודשיים האחרונים וספר הבז' הצביע על התחזקות הלחצים לעליות המחירים.
4. בעדותו בפני הקונגרס בשבוע שעבר הנגיד החדש של הבנק המרכזי תמך בהמשך העלאות ריבית ה-FED כדי להשיג יעדי הבנק.
5. החבר החדש בוועדה המוניטארית של ה-FED Marvin Goodfriend, שהתמנה בשבוע שעבר, הוא כלכלן מאקרו קלאסי שצפוי להסתמך בהחלטותיו יותר על מצבה של הכלכלה ושל שוק העבודה התומכים בהמשך העלאות הריבית.

### הרפורמה מעלה סיכונים למשק האמריקאי לטווח ארוך

השפעות ארוכות הטווח של הרפורמה במס צפויות להיות הפוכות מההשפעות הקצרות. מהסקרים שנעשו בקרב הכלכלנים בארה"ב עולה שלאורך זמן היא לא תצליח להגביר את הצמיחה ותשאיר חוב גדול בתקציבה של הממשלה. לכן, התחממות מהירה של הכלכלה האמריקאית הצפויה בשנת 2018 כתוצאה מהרפורמה במס במתכונתה הנוכחית מקטינה סיכוי ל"נחיתה רכה" במשק האמריקאי בסוף מחזור העסקים הנוכחי.

### פעילות מנהלי השקעות בארה"ב באמצעות החוזים צפויה לדרבן עליית התשואות הארוכות

למרות הכוחות הכלכליים הפועלים לעליית התשואות בארה"ב בחודשיים האחרונים, הם השפיעו בעיקר על האג"ח הקצרות והבינוניות, אך לא הארוכות, מה שבא לידי ביטוי בהשתטחות עקום התשואות. מלבד ההסברים הכלכליים הרבים לתופעה שהועלו לאחרונה, אנו רוצים להציע הסבר נוסף שקשור לפוזיציה של המשקיעים המוסדיים בחוזים על האג"ח.

בתרשים מטה ניתן לראות את שינוי בתלילות העקום האמריקאי (2Y/10Y) בפרקי זמן של שלושה חודשים לעומת ההפרש בין פוזיציות נטו בחוזים על האג"ח ל-10 שנים לבין הפוזיציה לשנתיים של המשקיעים המוסדיים האמריקאים (Asset Managers). פוזיציות המוסדיים מוצגת בפיגור של כחודש לעומת השינוי בתלילות. ככל שהפער בין פוזיציות לונג בחוזים הארוכים גדולה יותר לעומת הפוזיציה בחוזים על האג"ח הקצרות, המשקיעים המוסדיים אמורים להרוויח מהשתטחות העקום ולהפך.

כפי שניתן לראות בתרשים, המוסדיים פעלו די מדויק בשלוש השנים האחרונות, הגדילו פוזיציה להשתטחות תוך כדי עלייה בתלילות העקום וסגרו אותה בהדרגה כשהמגמה התהפכה.

לאחרונה הירידה בתלילות העקום לא גרמה למוסדיים לסגור את הפוזיציה להשתטחות, אלא הם המשיכו להגדיל אותה (לקנות אג"ח ארוכות ולמכור את הקצרות). בכך הם סטו מהקשר ההיסטורי לשינויים בתלילות העקום, כפי שהוצג בתרשים. זה יכול להסביר (חלקית לפחות) את אי העלייה של התשואות הארוכות.

אולם, כעת, בכדי לחזור לקורלציה ההיסטורית הם צפויים לסגור את הפוזיציה ע"י מכירת האג"ח הארוכות ו/או קניית הקצרות. מהלך זה של המוסדיים צפוי לתת דחיפה לעליית התשואות הארוכות.



מקור: Bloomberg, 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
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 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 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 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'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

03-12-2017

תאריך פרסום האנליזה