

24.12.2017

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

0.2%

מדד דצמבר

0.1%

מדד ינואר

-0.5%

מדד פברואר

-0.2%

ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים

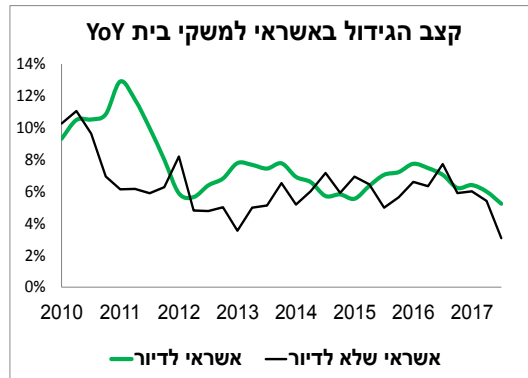
0.10%

- קצב הגידול באשראי הפרטי בישראל ממשיך לרדת, במיוחד באשראי שלא לדוור. הירידה באשראי צפויה להאט את הצריכה הפרטית.
- התחלות הבנייה במשק נמצאות בירידה, אך כמות הדירות החדשות המשתחררות לשוק עלתה וצפויה להישאר גבוהה גם בשנת 2018. גידול בהיצע הדירות להשכרה צפוי לרסן התייקרות בשכר הדירה.
- מדד הפדיון בענפי המשק מצביע על שיפור בצמיחה בחודשים האחרונים, בפרט בענף התעשייה.
- המשקיעים המוסדיים מקטינים משקל ההשקעות מגודרות מטבע מסך ההשקעות שלהם בחו"ל בעקבות התייקרות עלויות הגידור. תופעה זו צפויה להתרחב, מה שעשוי לתמוך בהיחלשות השקל.
- הנתונים הכלכליים בארה"ב מעידים על התגברות מומנטום הצמיחה שמתפשט לכלל המגזרים במשק.
- קצב אינפלציית הליבה בארה"ב התגבר. סימנים שונים מעידים שהוא צפוי להתגבר עוד יותר בהמשך.
- התחזקות הצמיחה, השפעות הרפורמה במס, הגידול הצפוי בהנפקות, התחזקות סימני האינפלציה, עליית הריבית וצמצום מאזנו ע"י ה-FED אליו מתחילים להצטרף יותר בנקים מרכזיים בעולם, כל הסימנים הללו מעידים שמשקיעי האג"ח עלולים להיות מופתעים לרעה יותר מהתפיסה הרווחת בשווקים כעת.
- האג"ח הארוכות בישראל התנתקו לעת עתה מעליית התשואות בארה"ב ובעולם בחודשים האחרונים. אולם, המשך עליית התשואות בחו"ל צפוי לגרום להפסדים גם בישראל.

## מאקרו ישראל.

### נמשכת התמתנות בקצב הגידול של האשראי הצרכני

נתוני האשראי הרבעוניים במשק שפרסם בנק ישראל ממשיכים להצביע על האטה באשראי הפרטי, במיוחד באשראי הצרכני שלא לדיור. הירידה בגידול באשראי מלווה בעלייה בהפרשות ובפיגורים בתשלומים, כפי שעולה מנתוני הבנקים וחברות כרטיסי אשראי. **הרעה באשראי הצרכני צפויה להאט את הצריכה הפרטית בשנה הקרובה.**

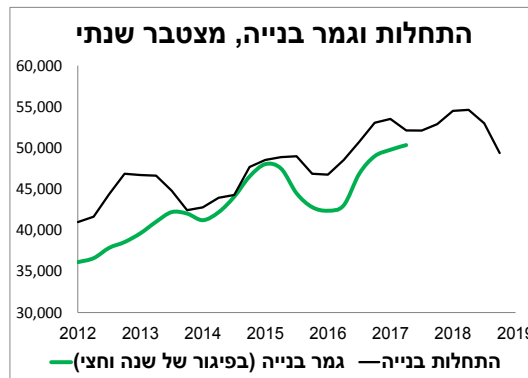
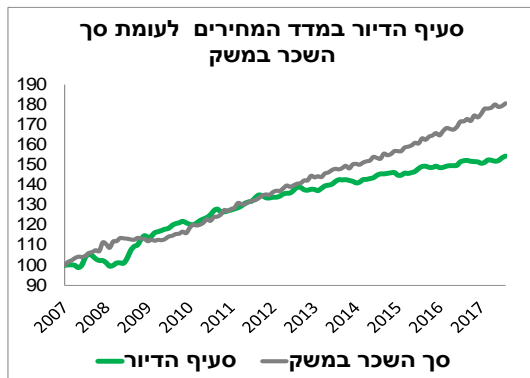


מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

### כמות גדולה של דירות חדשות בשנת 2018 צפויה לרסן התייקרות בשכר דירה

סך התחלות הבנייה ירד בשלושת הרבעונים של 2017 ב-10.7% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. לעומת זאת, גמר בנייה עלה בשלושת הרבעונים של 2017 ב-12.5%. לפי הקשר בין התחלות הבנייה לגמר בנייה, כמות הדירות הגמורות צפויה להיות גבוהה גם בשנת 2018. היקפי גמר בנייה משפיעים יותר מהתחלות הבנייה על מחירי הדירות ובמיוחד על שכר הדירה. כמות גדולה של דירות חדשות המוכנות לאכלוס בשנת 2018 צפויה להמשיך ולרסן עלייה בשכר הדירה, בהתחשב בעובדה שכשליש מהדירות החדשות נרכשו ע"י משקיעים בשנים האחרונות.

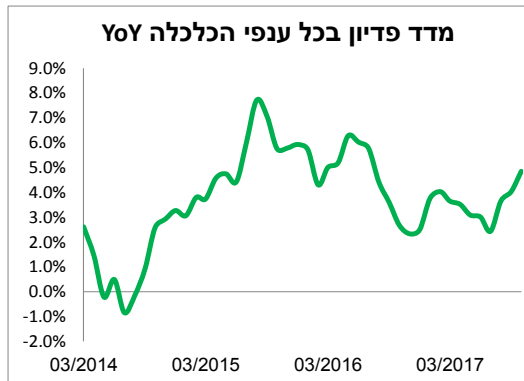
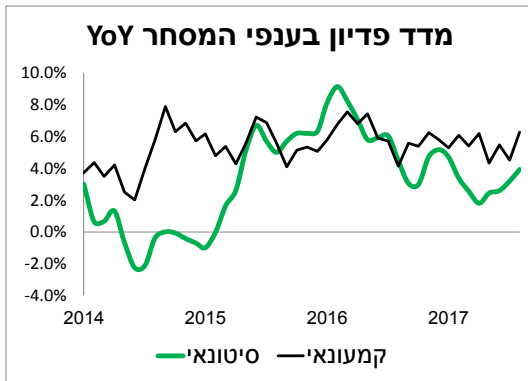
**שורה תחתונה: אנו מצפים שקצב העלייה בסעיף הדיור במדד המחירים בשנת 2018 יהיה מתון, בדומה לשנתיים האחרונות.**



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

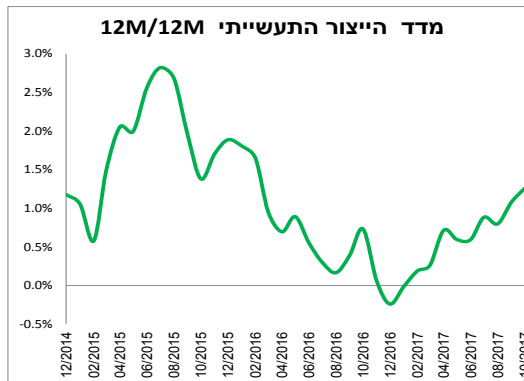
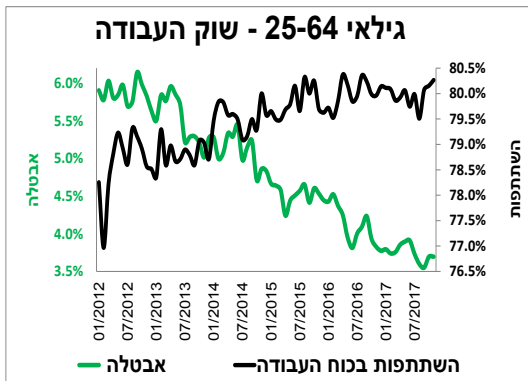
## שיפור בפדיון בכלל ענפי המשק, במיוחד בתעשייה

מדד פדיון של כלל ענפי המשק מצביע על שיפור בפעילות בחודשים האחרונים. חל שיפור מסוים בענפי המסחר הסיטונאי, כאשר גידול בפדיון בענף המסחר הקמעונאי נותר די יציב, בדומה לשנתיים האחרונות. ניכר שיפור בפדיון ענף התעשייה. השיפור בא לידי ביטוי גם במדד הייצור התעשייתי תוך שיפור במכירות ליצוא.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

עלייה בהשתתפות בכוח העבודה ובמשרות פנויות מעידים על המשך איתנותו של שוק העבודה שיעור האבטלה בקרב הגילאים 25-64 עלה מ-3.5% ל-3.7% אך זאת תוך עלייה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה במחצית השנייה של השנה. נתונים אלה מעידים ששוק העבודה עדיין חזק, כפי שהראו גם נתוני משרות פנויות שממשיכות לצמוח בקצב גבוה.



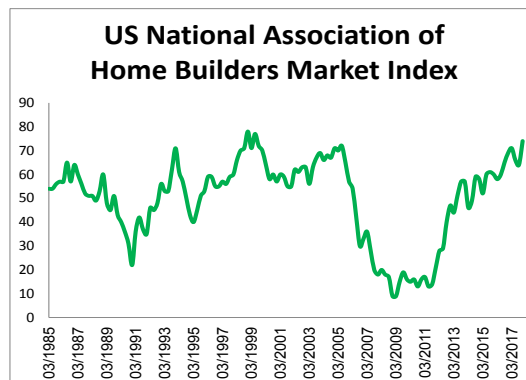
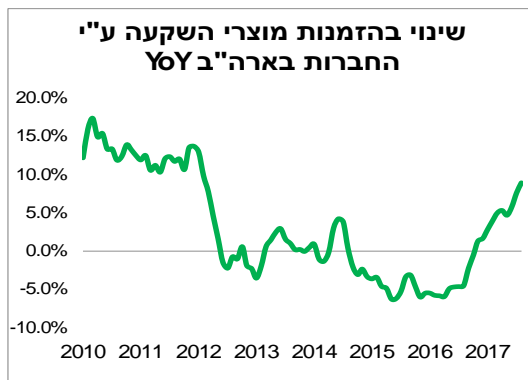
מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

## מאקרו עולם.

### מומנטום הצמיחה בכלכלה האמריקאית מתחזק

הנתונים הכלכליים בארה"ב מצביעים שהצמיחה מתגברת:

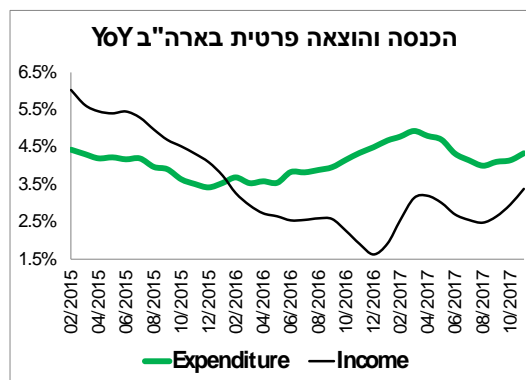
- ✓ בשבוע האחרון בלטו במיוחד נתוני שוק הנדל"ן שמבשרים על התאוששות מאוחרת בענף. מדד הסנטימנט של חברות הנדל"ן עלה לרמה הגבוהה ביותר בעשרים השנים האחרונות. חל זינוק בהתחלות הבנייה, אישורי הבנייה, מכירות הבתים החדשים ובתים יד שנייה. ההתאוששות בנדל"ן מעידה על שיפור בביטחון הצרכנים.
- ✓ החברות ממשיכות להגביר ההשקעות. קצב הגידול של רכישות מוצרי השקעה עלה לרמה שלא נראתה מאז שנת 2012.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- ✓ גם במגזר הצרכני החדשות היו חיוביות. קצב הגידול בהכנסה ובהוצאה הצרכנית מתגבר. ההוצאה הצרכנית צומחת בקצב גבוה יותר מאשר ההכנסה. כתוצאה מזה, שיעור החיסכון של הצרכנים כאחוז מההכנסה הפנויה ירד ל-2.9%, הרמה הנמוכה ביותר מאז שנת 2008.

**שורה תחתונה: כל הסימנים מעידים על התגברות מומנטום הצמיחה בכלכלה האמריקאית הן בזירת העסקים והן בקרב הצרכנים.**



## שווקים.

בשבוע שעבר נרשמה עלייה יחסית מהירה בתשואות האג"ח בעולם ובפרט האמריקאיות תוך עלייה בתלילות עקום התשואות. היו לכך מספר סיבות והמגמה צפויה להימשך להערכתנו:

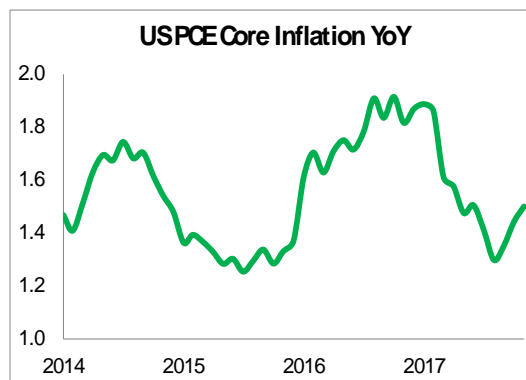
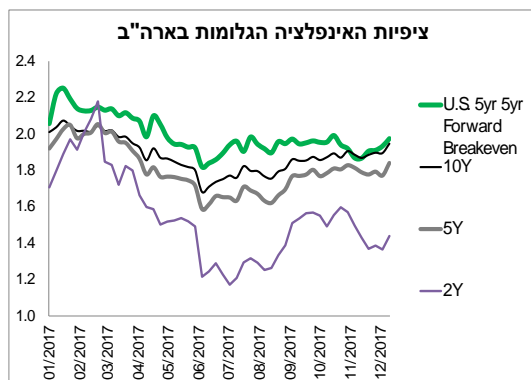
**עלייה בצורכי הגיוס של הממשל מחד והיחלשות הביקושים מאידך יתמכו בעליית התשואות** אחרי אישור הרפורמה במס בארה"ב המשקיעים מתחילים להיות מודאגים יותר ויותר מהעלייה הצפויה בגירעון הממשלתי. הגירעון האמריקאי הסתכם ב-12 החודשים האחרונים ב-684 מיליארד דולר, גידול של 20% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. הוא צפוי להיות משמעותית יותר גבוה בשנה הקרובה בגלל הירידה בהכנסות ממסים. מצד אחד הגירעון וצורכי המימון עולים ומנגד חלק מהרוכשים הפוטנציאליים של האג"ח האמריקאי צפויים לפנות את הזירה. ה-FED צפוי לפעול למעשה למכירת האג"ח במטרה לצמצם את מאזנו. בנוסף, התייקרות עלויות גידור המטבע צפויה להרחיק המשקיעים מחו"ל משוק האג"ח האמריקאי, במיוחד מאירופה ויפן.

### הבנקים המרכזיים מתחילים לשנות כיוון

מתחזקת מגמה למדיניות מוניטארית מהדקת יותר בעקבות ה-FED האמריקאי. לפני שבוע עלתה הריבית בארה"ב, בסין ובהונג קונג. בנובמבר הודיע הבנק המרכזי שהוא צפוי להעלות ריבית מוקדם מהצפוי. הבנק המרכזי של שוודיה הודיע שיפסיק תוכנית רכישות האג"ח שנמשכה בשלוש השנים האחרונות. בשבוע שעבר שלושה חברי הוועדה המוניטארית של ה-ECB התבטאו בצורה כזאת או אחרת בעד אפשרות למדיניות מוניטארית מצמצמת יותר.

### יותר ויותר סימנים משקפים אפשרות לעלייה בסביבת האינפלציה בכלכלה האמריקאית

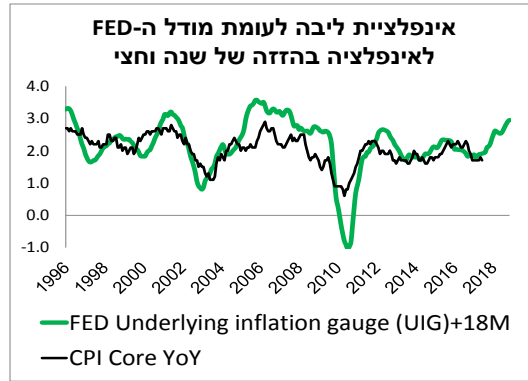
אישור הרפורמה במס גרם להתעוררות חששות המשקיעים מפני עלייה באינפלציה. ראשית, קצב העלייה במדד המחירים העיקרי שנמצא תחת מעקב של הבנק המרכזי האמריקאי PCE Core עלה מ-1.3% בחודש אוגוסט ל-1.5% בחודש נובמבר. ציפיות האינפלציה הגלומות בארה"ב עלו לאורך כל הטווחים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

אנו חושבים שהסיכויים להפתעה משמעותית כלפי מעלה באינפלציה בארה"ב עולים. בתרשים מטה ניתן לראות את מדד הליבה היציבה של האינפלציה המתפרסם ע"י ה-FED וכולל רק הרכיבים היציבים ביותר שכלולים במדד המחירים לצרכן בתוספת מספר פרמטרים מאקרו כלכליים. במהלך

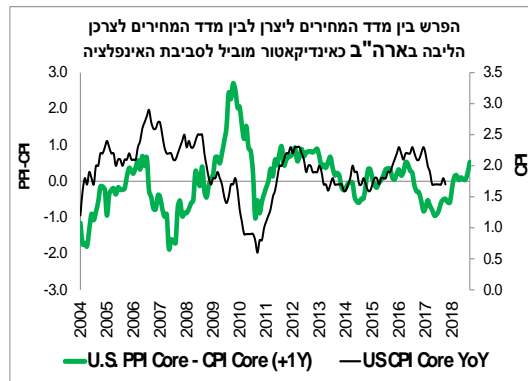
העשרים השנים האחרונות מדד זה היה אינדיקטור מוביל די מובהק לגבי סביבת האינפלציה העתידית בארה"ב, כפי שניתן לראות בגרף. אינדיקטור זה מקדים את מדד אינפלציית הליבה האמריקאי (CPI Core) בשנה וחצי ומצביע שסביבת האינפלציה בארה"ב עוברת בתחתית וצפויה לעלות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

אינדיקטור נוסף לעלייה הצפויה באינפלציה ניתן למצוא בפער בין קצב השינוי במדד מחירי הליבה ליצרן לבין מדד מחירי הליבה לצרכן. פער זה עלה לאחרונה ומשקף שהמגזר היצרני נאלץ לשלם מחירי גבוהים יותר, אך עדיין לא מגלגל אותם על הצרכן. גם אינדיקטור זה הוכיח את עצמו כמוביל לעומת סביבת האינפלציה בפועל.

צריך לציין שגם באירופה קיים קשר דומה. באירופה הפער בין PPI ל-CPI עלה לאחרונה אף בשיעור חד יותר מארה"ב, מה שעשוי לבשר שגם באירופה קיים סיכוי גבוה לעלייה באינפלציה בשנה הקרובה.



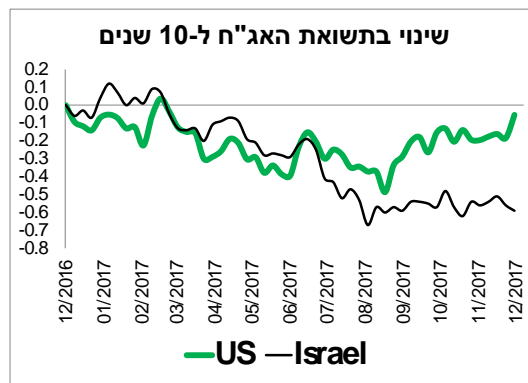
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**התפיסה שלתשואות הארוכות בארה"ב אין לאן לברוח עשויה להתערער**  
המשקיעים תמיד צריכים לחשוש מהתפיסות הרווחות שמושרשות בשווקים. כמו שיש מקום לדאגה כשכולם חושבים ששוק המניות יעלה, כך גם התפיסה שהתשואות הארוכות לא יברחו רחוק מהרמות הנוכחיות עלולה להתברר כמלכודת. לעומת העובדה שלשוק המניות יש לפחות הרבה סיבות לאופטימיות, למשקיעים בשוק האג"ח האמריקאי יש בעיקר סיבות לדאגה. התגברות הצמיחה בכלכלה, השפעות הרפורמה במס, הגידול הצפוי בהנפקות, התחזקות סימני האינפלציה, עליית הריבית ע"י ה-FED וצמצום מאזנו אליו מתחילים להצטרף יותר בנקים מרכזיים בעולם, כל

הסימנים הללו מעידים שמשקיעי האג"ח עלולים להיות מופתעים לרעה בצורה חזקה יותר ומהר יותר מאשר משקיעי המניות בשנה הקרובה.

**השוק המקומי התנתק מהאמריקאי, אך בסה"כ רק מנע הפסד ולא ייצר רווח**

בשוק האג"ח המקומי עליית התשואות בארה"ב בינתיים כמעט לא הייתה מורגשת. למרות העלייה בתשואת האג"ח האמריקאי ל-10 שנים בחודש האחרון, תשואת האג"ח בישראל דווקא ירדה. כתוצאה מזה, הפער השלילי בין שני השווקים התרחב לכ-0.7%, הגדול ביותר אי פעם. הקשר בין התשואות האמריקאיות לישראליות התנתק בחודשים האחרונים. מאמצע חודש אוגוסט התשואה ל-10 שנים בארה"ב עלתה בכ-0.4%, כאשר התשואה בישראל כמעט לא השתנתה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

יחד עם זאת, מחודש אוגוסט מחזיקי האג"ח השקליות הארוכות אומנם לא הפסידו, אך גם לא רשמו רווחים. במבט קדימה, המשך עליית התשואות האמריקאיות, כפי שאנו צופים, עשוי במקרה הטוב להשאיר את מחיר האג"ח השקלית הארוכה ללא שינוי, אך במקרה פחות טוב, המשקיעים עלולים להפסיד.

ככל שהמשקיעים הישראליים מעריכים שתהיה עלייה מוגבלת בלבד בתשואות האמריקאיות הארוכות הם פחות מוטרדים גם מהאג"ח השקליות. אולם, כפי שהצגנו לעיל, הסימנים מעידים שקיים פוטנציאל לעלייה משמעותית יותר בתשואות בארה"ב. בתסריט זה המשקיעים באג"ח השקליות לא ייצאו "יבשים" מהסערה.

**שורה תחתונה: הגורמים התומכים בעליית תשואות האג"ח בעולם ובפרט בארה"ב ממשיכים להתחזק. להערכתנו, עליית התשואות של השבועות האחרונים לא מוצתה וצפויה להימשך.**

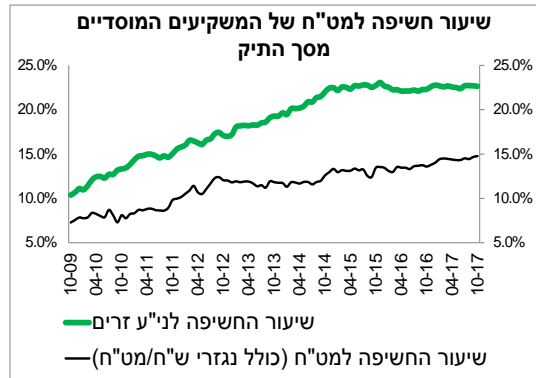
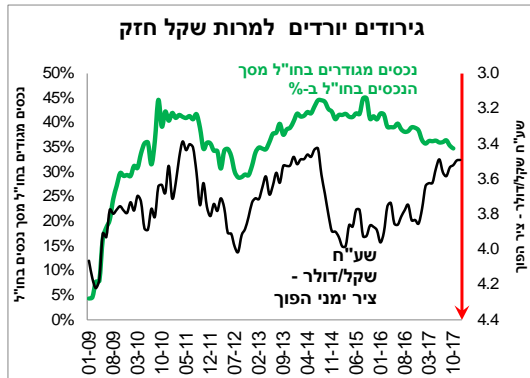
**המשקיעים ממשיכים להוציא השקעות לחו"ל, אך מגדרים פחות סיכוני מטבע**

מנתוני בנק ישראל עולה ששיעור השקעות המוסדיים בחו"ל מסך התיק נותר יחסית יציב בשנתיים האחרונות. לעומת זאת, שיעור החשיפה למט"ח מסך התיק, כלומר החשיפה לחו"ל בנטרול גידורי מטבע, עלה מ-14% בסוף שנת 2016 ל-14.8% בחודש אוקטובר. העלייה בחשיפה למט"ח לא מתבססת ככל הנראה על אמונה בדולר או באירו, אלא תוצאה של התייקרות עלויות הגידור של שע"ח של השקל בעקבות הרחבת פערי הריביות בין ישראל לארה"ב.

משקל ההשקעות המגודרות מסך ההשקעות בחו"ל נמצא בירידה בשנתיים האחרונות מכ-40% בתחילת שנת 2016 לפחות מ-35% בחודש אוקטובר האחרון (תרשים 24). באפיזודה הקודמת של

הירידה בגידורים בשנים 2011-2012 היא התרחשה במקביל להיחלשות השקל. הפעם השקל דווקא התחזק, מה שמצביע שהירידה בהגנת מטבע קשורה להתייקרות עלות הגידורים ולא להימור על כיוון השקל.

**שורה תחתונה:** עלויות הגידור צפויים להמשיך ולהתייקר עם המשך עליית הריבית בארה"ב. שמירה על משקל קבוע של ההשקעות בחו"ל בתיק נוכח זרם החסכונות המתגבר שנכנס לגופי השקעה לטווח ארוך צפוי לגרום לגידול בהשקעת לא מגודרות בחו"ל, מה שבסופו של דבר עשוי להפעיל לחצים להיחלשות השקל.



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

|   |      |     |                   |
|---|------|-----|-------------------|
| מעל 10 שנים   | 10-6 | 5-2 | עד 2 שנים         |
| <b>אג"ח ממשלתיות</b>  |      |     |                   |
|   |      | +   | +                 |
|   | -    | -   |                   |
|   |      | +   |                   |
| <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. |      |     |                   |



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 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 לערוך 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 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.

## עצמות 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 המסקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

זבז'ינסקי אלכס

24-12-2017

תאריך פרסום האנליזה