

4.2.2018

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

0.3%

מדד ינואר

-0.4%

מדד פברואר

-0.2%

מדד מרץ

0.3%

ריבית בנק ישראל צפויה

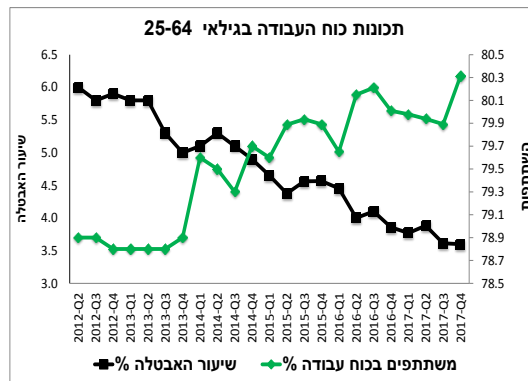
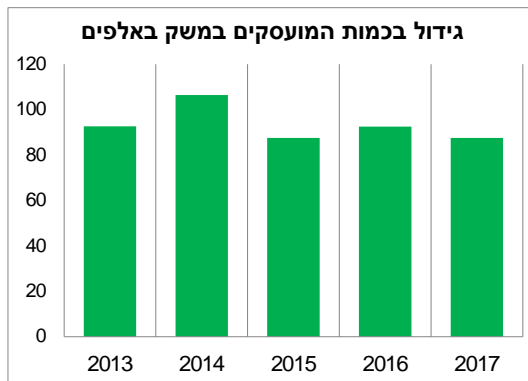
בעוד 12 חודשים

0.10%

- **שוק העבודה בישראל** נותר חזק ב-2017 תוך גידול במועסקים שהיה דומה לשנים הקודמות, עלייה במשך שבוע עבודה וירידה במשקל המשרות החלקיות.
- **סקר החברות של בנק ישראל** משקף אופטימיות של המגזר העסקי לגבי הפעילות ברבעון הראשון.
- **השקל ממשיך להיחלש** ביחס לסל המטבעות, מלבד הדולר.
- עליית ציפיות האינפלציה בישראל והיחלשות השקל מעלות **סיכון לשוק האג"ח המקומי** מעבר לסיכון המשתקף מעליית התשואות בחו"ל.
- עליית השכר הממוצע והתייקרות עלות העבודה למעסיקים מעלות **סיכון להתגברות האינפלציה בארה"ב**.
- **המח"מ הממוצע בשוק האג"ח האמריקאי** גבוה היום בכ-40% לעומת השנים 2010-1990, מה שמגדיל תנודתיות בתיקים ומעלה סיכון.
- להערכתנו, עליית התשואות בשוק האג"ח האמריקאי לא מוצתה. אי הוודאות בקשר להתפתחות הכוחות התומכים בה, שבחלקם נמצאים בראשית דרכם, מקשה על הגדרת שיווי המשקל של התשואות בנסיבות החדשות.
- יותר ממחצית מחברי הוועדה המוניטארית של ה-FED מתחלפים, מה שמעלה סיכוי להפתעות בישיבת הריבית הבאה. **עלה הסיכוי לארבע העלאות ריבית.**
- עליית הגירעון האמריקאי כבר מגבירה קצב ההנפקות.
- על רקע השיפור הניכר בפעילות הכלכלית ועלייה ברווחיות החברות, הירידות האחרונות בשוק המניות אינן מבשרות לדעתנו על היפוך המגמה החיובית.
- עליית התשואות בארה"ב מסוכנת בעיקר למניות בשווקים המתעוררים.
- הסיכון באפיק הקונצרני בישראל עלה לאור הירידות במניות מחד ועליית תשואות הבנצ'מארק מאידך. הסיכון גבר במיוחד לאור האופטימיות שהייתה לאחרונה.

## מאקרו ישראל.

מצבו של שוק העבודה בישראל השתפר, אך הוא קרוב למיצוי פוטנציאל התרחבות לפי הנתונים המסכמים את שנת 2017 בשוק העבודה, שיעור האבטלה בקרב הגילאים 25-64 נותר יציב במחצית השנייה של 2017 ברמה של 3.6%, הנמוך ביותר בעשורים האחרונים. שיעור ההשתתפות בכוח העבודה עלה בצורה יחסית חדה ברבעון האחרון, כך שמדובר בתוספת מועסקים שהצטרפו מחוץ למעגל העבודה. בסה"כ, כמות המועסקים שהתווספה לשוק העבודה בשנת 2017 הייתה דומה לשנים הקודמות, למרות הירידה בשיעור האבטלה.

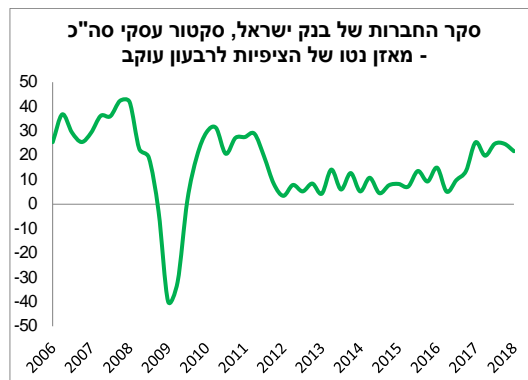
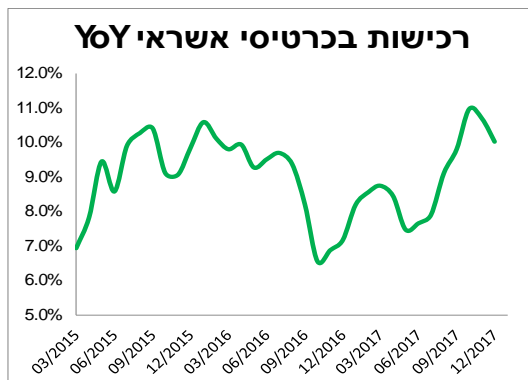


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

**שורה תחתונה: שוק העבודה בישראל נותר חזק, אך ככל הנראה הגיע למיצוי הפוטנציאל להתרחבות.**

### נתונים נוספים

- ✓ סקר החברות של בנק ישראל לרבעון הרביעי העלה שהמגזר העסקי מוסיף לצמוח בקצב נאה. מאזן נטו חיובי נרשם בענף השירותים, המלונאות, התעשייה, הבנייה והתחבורה והתקשורת. מאזן שלילי נרשם בענף המסחר. מאזן נטו של ציפיות לרבעון הבא של המגזר העסקי עומד באחת הרמות הגבוהות מאז שנת 2010. בענפי השירותים, המסחר והתעשייה צופים התרחבות ברבעון הבא.
- ✓ במחצית השנייה של 2017 נרשמה עלייה בקצב הצמיחה ברכישות בכרטיסי אשראי.



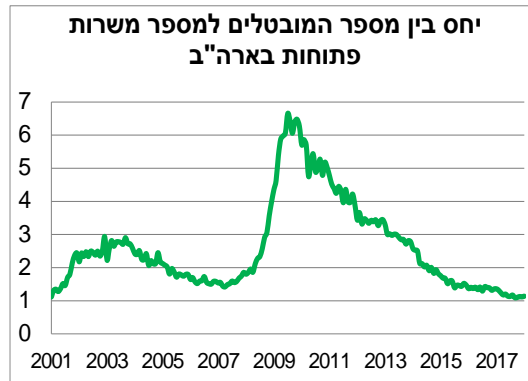
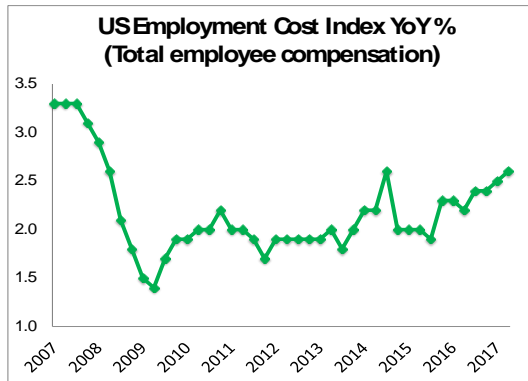
מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

## מאקרו עולם.

### עלות העבודה למעסיקים האמריקאים מתייקרת

כל הנתונים בארה"ב בסוף השבוע שכללו ההזמנות בתעשייה, מוצרי בני קיימא והסנטימנט הצרכני הפתיעו לטובה. הכותרות תפסו כמובן את נתוני שוק העבודה בהם הופיע סוף-סוף סימן ללחצי שכר. שיעור העלייה השנתי של השכר השעתי הממוצע עלה ל-2.9%, הגבוה ביותר מאז 2009. הלחצים לעליית השכר זאת התוצאה של המצב שלכל משרה פתוחה מתמודדים בסה"כ 1.1 מובטלים, הנתון הנמוך ביותר מאז תחילת שנות האלפיים.

השכר לשעה הוא רק פרמטר חלקי לבחינת השפעת לחצי השכר על הסקטור העסקי. כפי שהתפרסם בשבוע שעבר, סך עלות העבודה למעסיקים בארה"ב עלתה בשנה האחרונה בשיעור של 2.6%, הקצב הגבוה ביותר מאז תקופת המשבר.



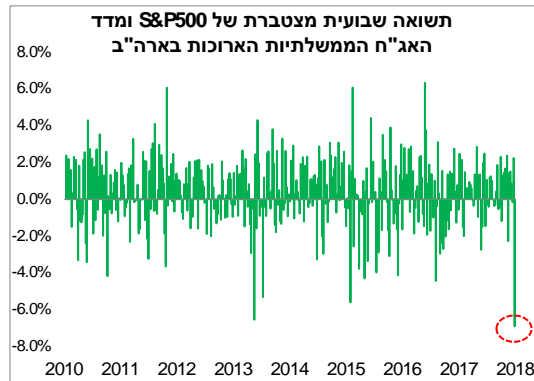
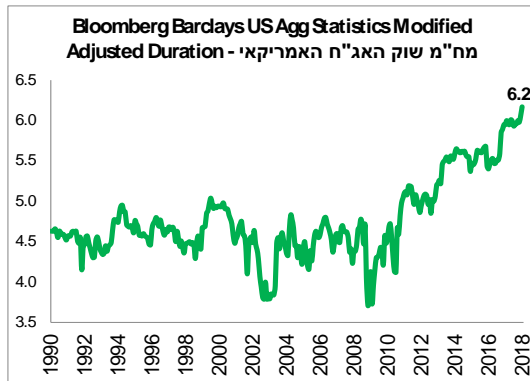
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## שווקים.

### המח"מ הממוצע הארוך של שוק האג"ח האמריקאי מעצים נזקים

זה לא היה שבוע טוב במיוחד למשקיעים שהחזיקו חשיפה גבוהה למניות והגנו על הפוזיציה באמצעות האג"ח הארוכות. הירידה השבועית המצטברת במדד S&P500 ומדד האג"ח הממשלתיות הארוכות האמריקאיות הסתכמה כמעט ב-7%, הגדולה ביותר מאז הושק מדד האג"ח בשנת 2010.

אנו פחות מוטרדים מהירידות במניות, כפי שנפרט בהמשך, ויותר משוק האג"ח. מלבד הסיכונים הכלכליים, עליהם כתבנו לא מעט בחודשים האחרונים, הוא חשוף היום לסיכון גדול במיוחד עבור המשקיעים. המח"מ של שוק האג"ח האמריקאי נמצא היום בשיא של 6.2 שנים, לעומת המח"מ הממוצע שנע בין 4 ל-4.5 שנים בין השנים 1990-2010. המשמעות כמובן שעל כל עלייה בתשואה, הנזק למחזיקי האג"ח גבוה היום ב-40% לעומת מה שהיה נהוג בעבר. המח"מ הארוך מעלה תנודתיות של שוק האג"ח לרמה הקרובה למניות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**אי וודאות ביחס לכוחות המשפיעים על התשואות מקשה להגדיר רמות שווי המשקל שלהן**  
תשואת האג"ח האמריקאית ל-10 שנים הגיעה מהר מאוד לתחזית הקונצנזוס של בלומברג לגבי רמתה בסוף השנה, העומדת כעת על 2.85%. עד לאן התשואות יעלו? קשה לדעת מהי הרמה של שווי משקל כלכלי של התשואות, כי הכלכלה העולמית עצמה יוצאת משווי משקל כלכלי ששלט בה בשנים האחרונות ועוברת לפאזה אחרת שקשה כרגע להגדיר הפרמטרים הכלכליים שלה:

- ✓ לפי הנתונים האחרונים, שוק העבודה האמריקאי רק מתחיל לייצר לחצי שכר וקשה לדעת איפה זה יעצור.
- ✓ סימני חזרת האינפלציה בארה"ב רק הופיעו. קשה לדעת לאן היא תגיע.
- ✓ השפעת הרפורמה במס בארה"ב על הגירעון התקציבי רק מתחילה להיות מורגשת. לא ברור עד כמה האיום הזה ישפיע על השוק ובאיזה עיתוי.
- ✓ ניצני שינוי המדיניות המוניטארית בעולם רק מתחילים להופיע. לא ברור באיזה קצב ועד כמה נרחב יהיה המהלך של הבנקים המרכזיים.
- ✓ התשואות אומנם עלו, אך בהשוואה היסטורית הן עדיין נמוכות מאוד, בוודאי על רקע המומנטום של האצה בצמיחה.
- ✓ לא ברור איזה רמת תשואות תעצור סופית את שוק המניות, מה שימש כבלם גם על עליית התשואות.
- ✓ לבסוף, המוטיבציה לצעדי ה-FED עדיין למניעת הסיכונים העתידיים (סיכון התפתחות האינפלציה בעתיד, יצירת המרחב לתגובה למשבר הבא, מניעת התפתחות הסיכונים הפיננסיים שלדעתו עדיין נמוכים). ה-FED עשוי לעבור **ממניעת הסיכונים לתגובה לסיכונים הקיימים**. בנסיבות אלו, קצב עליית הריבית יתגבר ורמת הריבית בסוף מחזור ההעלאות תהיה גבוהה יותר.

**שורה תחתונה: לשוק יהיה קשה לעצור את עליית התשואות עד שאינדיקטורים שתומכים בה יתייצבו או שה-FED יתחיל להגיב עליהם בעוצמה חזקה יותר.**

**יותר ממחצית מחברי הוועדה המוניטארית של ה-FED מתחלפים בזמן הכי רגיש**  
הודעת ריבית ה-FED בשבוע שעבר הייתה בפירוש "נצית". כל השינויים בנוסח לעומת ההודעה הקודמת תמכו בעליית הריבית. כדאי לשים לב, שהוועדה המוניטארית שקיבלה את ההחלטה הייתה

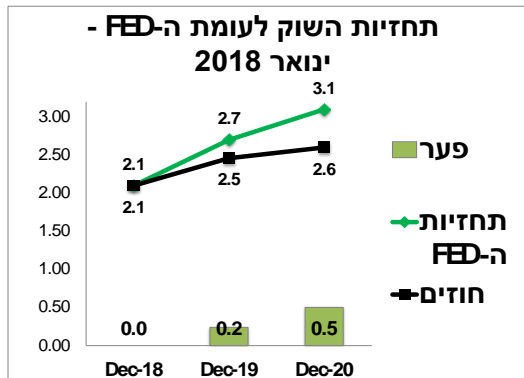
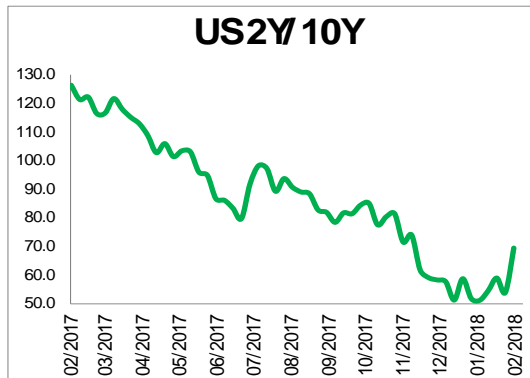
שונה מאוד מזו שקיבלה את ההחלטה בחודש דצמבר. ארבעה מתוך תשעה חברים יצאו, כולל אלה שהתנגדו לעליית הריבית בחודש דצמבר, וארבעה חדשים נכנסו. בהחלטה הבאה גם הנגידיה תתחלף ויתווסף לוועדה חבר נוסף (במקום ילן), כך שמדובר בוועדה שיותר מ-50% מחבריה מתחלפים, כולל יו"ר הוועדה.

**שורה תחתונה: בישיבה הבאה של ה-FED, בה יתפרסמו התחזיות ותהיה מסיבת העיתונאים של הנגיד החדש, צפו להפתעות.**

### עלה הסיכוי לארבע העלאות ריבית ב-2018

התמונה העדכנית שתעמוד בפני ה-FED החדש משקפת עלייה של אינפלציית הליבה ל-1.5%, הרמה הממוצעת מאז שנת 2010. ציפיות האינפלציה הגלומות עלו לרמות הגבוהות מאז שנת 2014 בתמיכת היחלשות הדולר, שיפור באינדיקטורים הכלכליים ועלייה בשכר. החוזים על הריבית כבר מגלמים שלוש העלאות ריבית ב-2018. ההסתברות הגלומה לארבע העלאות עלתה לכ-20%. בכך השוק סגר את הפער מול תחזיות ה-FED לשנת 2018, וצמצם פערים בתחזיות לשנים 2019-2020.

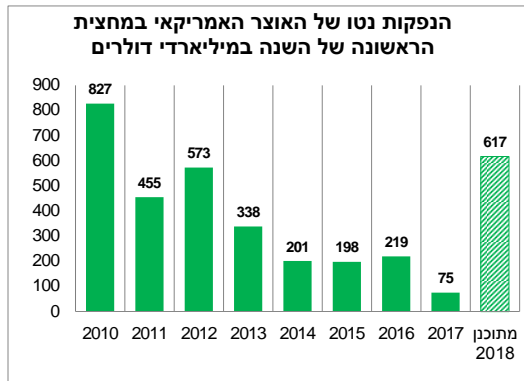
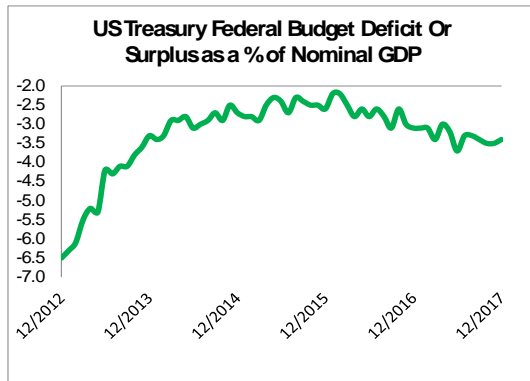
**שורה תחתונה: אנחנו מעריכים שהסיכוי לארבע העלאות ריבית השנה גבוה יותר ממה שמגולם בחוזי הריבית.**



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### האוצר האמריקאי מגדיל היקף ההנפקות ונערך להעמקת הגירעון

גם החדשות בתחום הגירעון בארה"ב דחפו את התשואות למעלה. משרד האוצר האמריקאי פרסם היקף הנפקות נטו במחצית הראשונה של 2018 שיעמוד על 617 מיליארד דולר, ויהיה הגדול ביותר מאז שנת 2010. הגירעון האמריקאי שהיה עוד לפני הרפורמה במגמת עלייה בגלל ההוצאות לביטוח בריאות ולפנסיה צפוי להתרחב כעת בקצב מהיר יותר.

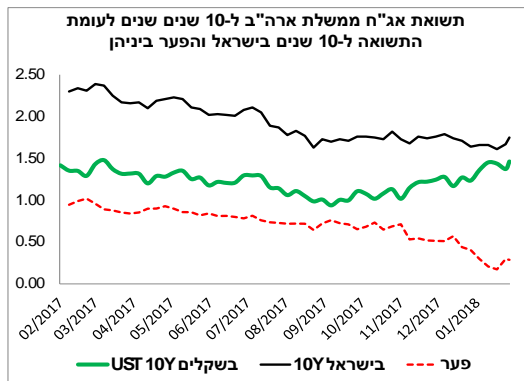
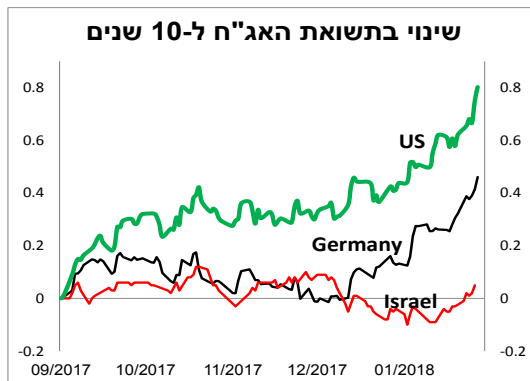


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

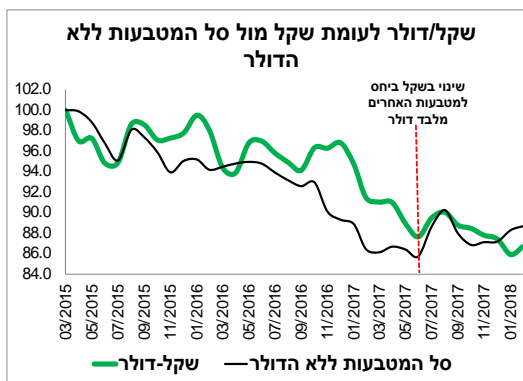
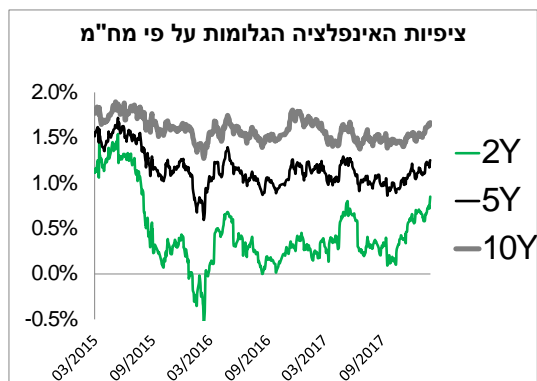
### הסיכון בשוק האג"ח הישראלי עולה

גם ישראל הצטרפה בשבוע שעבר למגמת עליית התשואות בעולם. להערכתנו, המגמה צפויה להתעצם בהתבסס מספר גורמים:

1. ראשית, מאז שתשואת האג"ח ל-10 שנים בארה"ב הגיעה בתחילת ספטמבר ל-2.05%, היא הספיקה לטפס ב-0.8%, בגרמניה בכ-0.5% ובישראל ב-0.05% בלבד.
2. כרית הביטחון שמגנה על השוק המקומי מפני עליית התשואות בשוק האמריקאי הצטמצמה. הפער בין תשואת האג"ח השקלית ל-10 שנים לבין תשואת האג"ח האמריקאית המקבילה לאחר המרתה לתזרים שקלי ירד מתחת ל-0.3%, נמוך מפערי פרמיות הסיכון CDS בין שתי המדינות.



3. ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק המקומי עלו לאחת הרמות הגבוהות בשלוש השנים האחרונות בכל הטווחים. גם הציפיות לשנתיים מתקרבות לגבול התחתון של יעד האינפלציה. אנחנו לא מעריכים שהאינפלציה בפועל תעלה, אך המשקיעים צריכים לשים לב למה שנאמר ע"י הנגידה לאחרונה: בנק ישראל עשוי להעלות ריבית אם ציפיות האינפלציה יתבססו בתחום היעד גם אם האינפלציה בפועל עדיין תהיה מתחת ליעד.
4. כדאי לשים לב שהשקל נחלש מול רוב המטבעות מלבד הדולר. מגמת היחלשות מול המטבעות האחרים התחילה באמצע שנת 2017. מאז השקל התחזק בכ-1% ביחס לדולר, אך נחלש בכ-3.5% ביחס ליתר המטבעות המרכיבות את הסל מלבד הדולר. המגמה התעצמה לאחרונה. בשבוע האחרון השקל שוב היה בין המטבעות החלשים בעולם ביחס לדולר. גם התפתחות זו מעלה סיכון הריבית והסיכון לשוק האג"ח המקומי.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## הירידות במניות ובאג"ח הממשלתיות תופסות את שוק הקונצרני בשיא הפריחה

השוק הקונצרני המקומי נתפס במלקחיים. מצד אחד, עליית תשואות הבנצ'מארק ומנגד, ירידות שערים בשוק המניות. המרווחים עלו בשבוע האחרון, אך הם עדיין נמוכים מאוד. "המלקחיים" תופסים את השוק הקונצרני דווקא בשיא האופטימיות שבאה לידי ביטוי בהזרמת כספים מוגברת אל האפיק.

## הירידות בשוק המניות אינן צפויות לשנות המגמה

שוק המניות מתחיל להפנים את הסיכון שנושאת עמה עליית התשואות בשוק האג"ח כשהוא דווקא נמצא בתקופה של שיא האופטימיות. אנו מעריכים שברמת התשואות הנוכחית באג"ח ועל רקע שיפור ניכר בפעילות הכלכלית בארה"ב ומחוץ לה ועלייה ברווחיות החברות, הירידות האחרונות בשוק המניות אינן מבשרות על היפוך המגמה החיובית. הירידות דווקא מטיבות עם המניות ע"י הוצאת "אוויר חם" שהצטבר בו.

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 ניהול תיקים 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 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 בנתוני 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 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

04-02-2018

תאריך פרסום האנליזה