

18.2.2018

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים  
הבאים  
0.4%

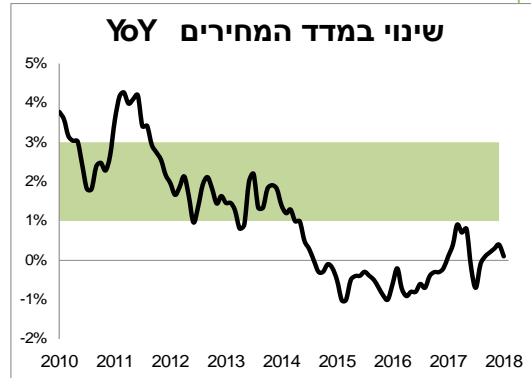
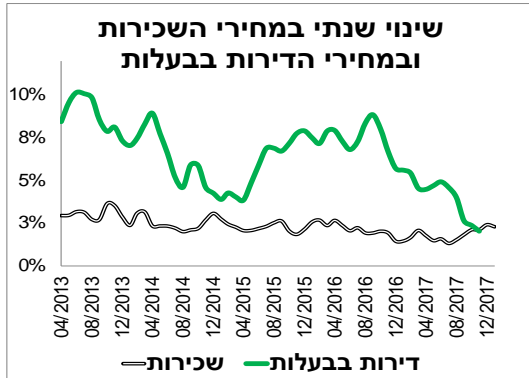
מדד פברואר  
-0.1%  
מדד מרץ  
0.3%  
מדד אפריל  
0.4%

ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים  
0.10%

- סביבת האינפלציה במשק נותרה מתונה, ללא שינוי. פיחות השקל צפוי להוסיף כ-0.1% לאינפלציה השנתית. עדכנו תחזית האינפלציה ל-12 החודשים ל-0.4%.
- ההאטה בשוק הדיור מתגלגלת לירידת מחירים, במיוחד של הדירות החדשות. ההאטה בשוק הנדל"ן צפויה לפגוע בצמיחת המשק.
- השקל ממשיך להיות המטבע החלש בעולם. אם חולשתו קשורה להאטה הצפויה בצמיחת המשק, השפעתה על עלייה באינפלציה תהיה נמוכה.
- שילוב בין העלייה המהירה בתשואות האג"ח בישראל עם פיחות השקל עשוי להצביע על יציאת משקיעים זרים משוק האג"ח המקומי.
- האירועים האחרונים מגבירים סיכון לאפיק המנייתי.
- קצב עליית התשואות בארה"ב צפוי להתמתן.
- עליית ציפיות האינפלציה בישראל בחודשים האחרונים הייתה חדה הרבה יותר מאשר במרבית המדינות האחרות כאשר סביבת האינפלציה בפועל בישראל נותרה ללא שינוי. להערכתנו, העלייה בציפיות הייתה מוגזמת.
- עליית ציפיות האינפלציה ופיחות השקל מייצרים לכאורה תנאים לבנק ישראל להעלות את הריבית. להערכתנו, הסיכוי לכך עלה במעט אך הוא עדיין נותר נמוך בנסיבות הכלכליות הנוכחיות.

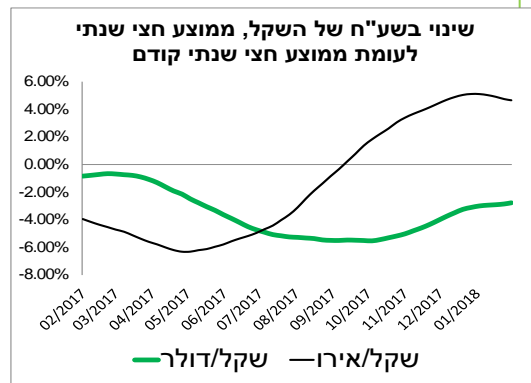
## מאקרו ישראל.

סביבת האינפלציה נותרה מתונה. הפיחות צפוי להוסיף כ-0.1% לאינפלציה השנתית מדד המחירים לצרכן ירד בחודש ינואר ב-0.5% בהובלת סעיף הדיור (מינוס 0.6%), ההלבשה וההנעלה (מינוס 8.8%), התרבות (מינוס 0.9%) והתקשורת (מינוס 0.3%). מרבית ההוזלות היו אופייניות לעונה זו של השנה. קצב האינפלציה השנתי ירד ל-0.1% וללא אנרגיה ל-0.2%.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

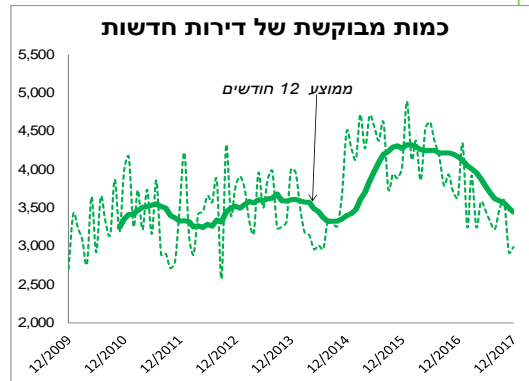
מלבד סעיפי הדיור והתחבורה (בעיקר בגלל התייקרות הדלק), שתרומתם לאינפלציה עלתה בשנה האחרונה, תרומת יתר הסעיפים ירדה או נותרה כמעט ללא שינוי. לפיכך, מלבד שני הסעיפים הללו סביבת האינפלציה במשק נותרה מתונה. פיחות השקל שהתפתח במיוחד בחודש האחרון עשוי לגרום לעליית מחירים של המוצרים והשירותים המיובאים. בעקבות פיחות השקל העלנו תחזית האינפלציה השנתית ב-0.1%. אנו מעריכים שמדד חודש פברואר ירד ב-0.1%. מדד חודש מרץ צפוי לעלות ב-0.3% ואפריל ב-0.4%. תחזית האינפלציה ב-12 החודשים הבאים עומדת על 0.4%.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

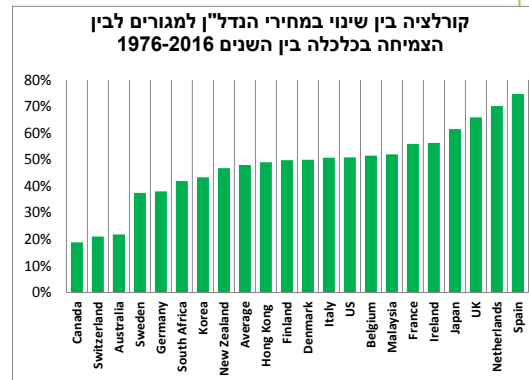
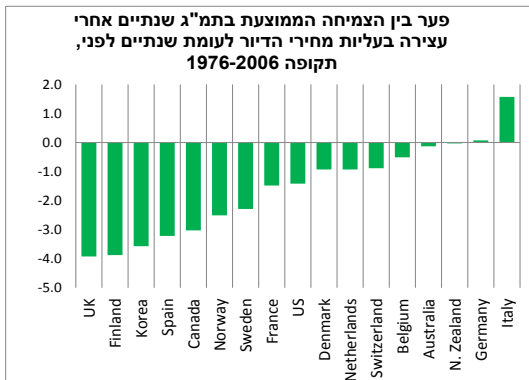
סימני ההאטה בשוק הנדל"ן הגיעו למחירי הדירות. הקיפאון יוביל לירידה בצמיחה

הסיפור העיקרי בפרסום של מדד המחירים הייתה הירידה המצטברת של 1.1% במדד מחירי הדירות בבעלות בשלושת החודשים האחרונים. קצב העלייה השנתי של מחירי הדירות בבעלות המשיך לרדת ל-2%. ירידות המחירים מעידות שההאטה בשוק הדיור מתחזקת. ירידת מחירי הדירות מלווה בירידה בהיקף העסקאות.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז

הקיפאון בשוק הנדל"ן וירידת המחירים צפויים לגרום להאטה בפעילות הכלכלית. מבדיקת הקשר בין השינויים במחירי הנדל"ן לבין צמיחה כלכלית במדינות שונות מצאנו קורלציה של למעלה מ-50% במרבית המדינות. הבדיקה שלנו העלתה שעצירת עליות במחירי הנדל"ן במדינות שונות בין השנים 1976-2006 הובילה לירידה בשיעור שבין 1%-4% בממוצע שנתי בצמיחת המשק בשנתיים לאחר מכן.



מקור: BIS, מיטב דש ברוקראז

הקיפאון המסתמן בשוק הנדל"ן הישראלי משפיע על הצמיחה במגוון דרכים:

- ✓ הקטנת ההשקעות בבנייה למגורים.
- ✓ הפחתת מעברי דירות שמורידה ביקושים למוצרי בני קיימא ולשירותים הנלווים.
- ✓ יצירת "אפקט העושר" שלילי, בפרט אצל המשקיעים בשוק הנדל"ן ששיעורם גדל מ-2.5% מסך משקי הבית בשנת 2007 לקרוב ל-10% בשנת 2016.
- ✓ עליית מחירי הדיור הובילה לעלייה במינוף הצרכן שמכביד על הצריכה.

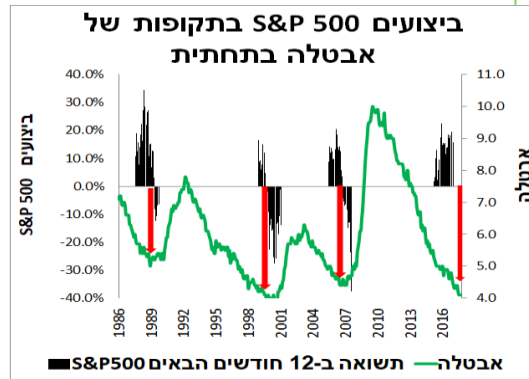
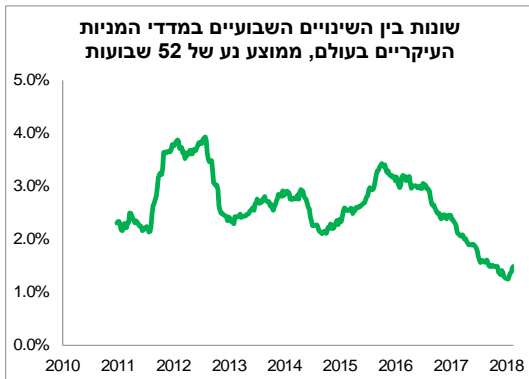
**שורה תחתונה: אנו מעריכים שצמיחת המשק תתמתן בעקבות ההאטה המעמיקה בתחום הנדל"ן. אנו מצפים לצמיחה של 2.8% ב-2018.**

## שווקים.

### הסיכון לשוק המניות עלה ומזמין התאמה בתיקים

השווקים נרגעו בינתיים מהסערה שפקדה אותם לאחרונה. אולם, לא נכון להניח שהדברים חוזרים לשגרה הקודמת. התנאים השתנו:

- ✓ מבחינה פונדמנטלית, המשק האמריקאי נמצא במצב רגיש. בכל מחזורי העסקים בעשורים האחרונים שוק המניות התהפך מחיובי לשלילי כשהאבטלה הייתה בתחתית. השינוי נובע מעלייה בלחצי השכר, באינפלציה ובריביות, כאשר ברקע תמיד התגלתה איזה בועה פיננסית (אשראי, נדל"ן, מניות).
- ✓ רוב החדשות החיוביות לשוק המניות האמריקאי כבר ידועות. הרפורמה במס אושרה, פרטי התוכנית להשקעה בתשתיות פורסמו, גודל ההרחבה הפיסקאלית ידוע. לעומת זאת, הסיכונים הפוליטיים נשארים גבוהים.
- ✓ לפעמים הירידות במניות בשנים האחרונות גרמו לעליות באג"ח. לפעמים שני האפיקים עלו בהשפעת התמריצים של הבנקים המרכזיים. כעת נכנסנו לשלב חדש בו הקשר התהפך ועליית התשואות באג"ח תהווה סיכון למניות. מעתה שוק המניות יהיה רגיש הרבה יותר למתרחש בחזית האינפלציה, הריבית והתשואות.
- ✓ בירידות האחרונות נתגלה שבתוך שוק המניות "הרגוע" נוצרו "כיסוי אוויר" לא קטנים. הפעם נחשפנו לפוטנציאל הרסני של ההשקעות בשורט על מדדי תנודתיות, אך אפשר להניח די בביטחון שזה לא הגורם הטכני היחיד שיכול להעצים ירידות בשווקים.

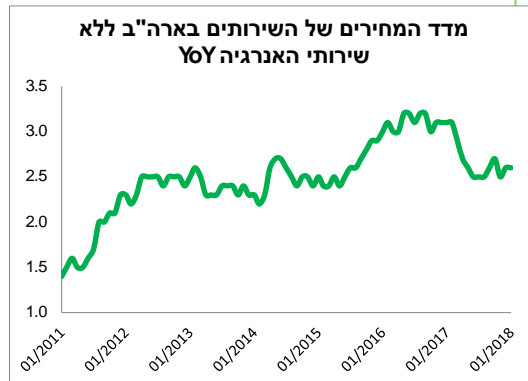
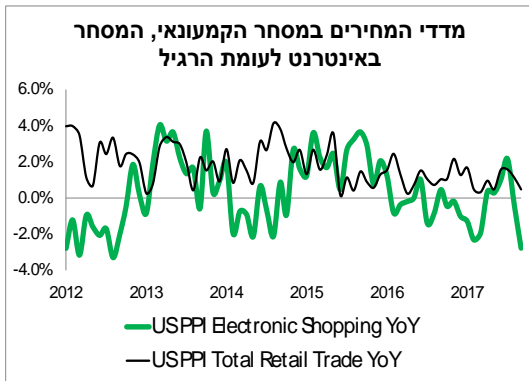


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- ✓ האג"ח הממשלתיות ששימשו בשנים האחרונות כמפלט מפני התנודתיות במניות לא בהכרח יסייעו למשקיעים בעת צרה כעת. מצב זה מגביר חוסר ביטחון אצל המשקיעים ועשוי לגרום להקטנת חשיפה לאפיק המניית.
  - ✓ הירידות הוכיחו שגם הפיזור הגיאוגרפי לא מסייע להקטין סיכונים. למרות שהסיבות לירידות התרכזו בארה"ב, הפגיעה הייתה בכל העולם ולעיתים אף בעוצמה גדולה יותר מאשר בארה"ב. השונות בין הביצועים של מדדי מניות העיקריים בעולם עומדת ברמה הנמוכה מאז המשבר. הפחתת יכולת לפזר סיכונים אמורה לגרום למשקיעים להקטין אותם.
- שורה תחתונה: התרחיש של התחממות יתר בכלכלה האמריקאית סומן על ידינו כסיכון כלכלי עיקרי לשנת 2018. אנחנו עדיין לא רואים שהאינפלציה ממש מתפרצת ועליית ריבית מאיצה, אך שוק המניות כבר מתחיל להיות רגיש לעלייה בסיכון.**

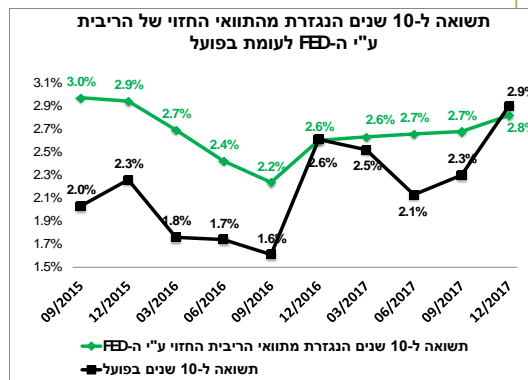
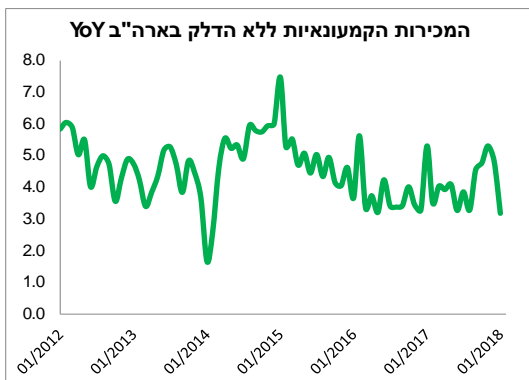
### קצב עליית התשואות בארה"ב צפוי להתמתן

- "הרמת דגל" של עליית הסיכון לשוק המניות הנובע מהתחממות יתר בכלכלה האמריקאית לא בהכרח אומר שאנו צופים המשך עלייה בתשואות האג"ח בקצב דומה לזה שהיה בחודשים האחרונים:
- ✓ קודם כל, התגובה החדה של שוק המניות לעליית התשואות מגבילה יכולת התשואות לטפס במהירות.
  - ✓ האינפלציה צפויה לעלות, הפוטנציאל לעלייה משמעותית באינפלציה בארה"ב נראה בכל זאת מוגבל. מדד מחירי שירותי הליבה, שכולל הרכיבים היציבים של האינפלציה (דיור, חינוך, בריאות, נופש וכו') נותר יציב ולא מראה סימני התחממות.
  - ✓ מדד המחירים של המכירות באינטרנט, שמהוות בארה"ב כבר קרוב ל-16% מסך המכירות הקמעונאיות ללא הדלק והרכבים, ירד בחודש ינואר ב-2.8% לעומת החודש המקביל אשתקד, אחת הירידות החזקות של חמש השנים האחרונות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

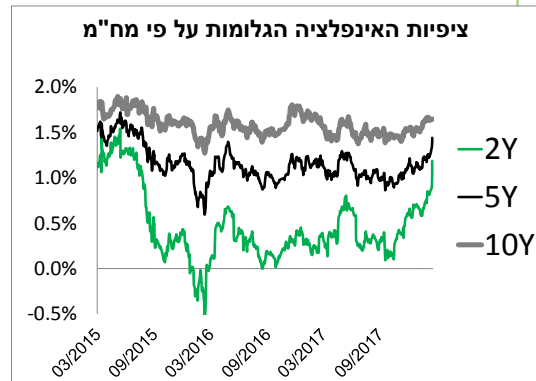
- ✓ לאחר פרסום נתוני המכירות הקמעונאיות לחודש ינואר שהיו נמוכות מהתחזית וכללו גם עדכון כלפי מטה לנתון של החודש הקודם, נראה שהעלייה שהסתמנה בצריכה הפרטית בחודשים האחרונים נמחקה וקצב השינוי במכירות הקמעונאיות חזר לרמות יחסית מתונות. שהיו בשנתיים האחרונות.
- ✓ התשואה הנוכחית של האג"ח הממשלתית ל-10 שנים עומדת מעל התשואה הנגזרת מתוואי הריבית החזוי ע"י ה-FED.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

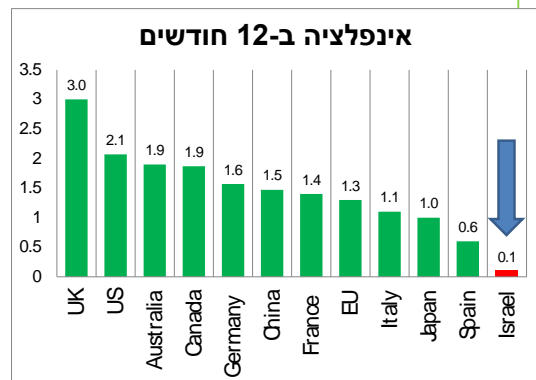
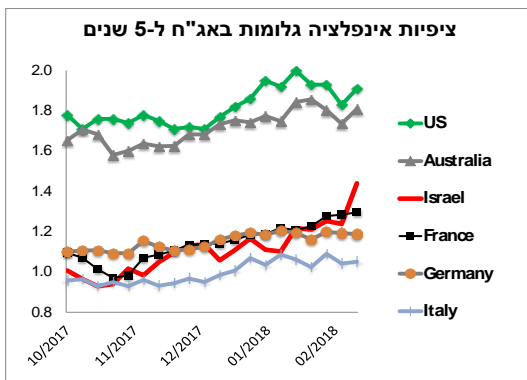
**שורה תחתונה: אנו מעריכים שבנסיונות תשואות האג"ח האמריקאיות לא צפויות לעלות הרבה מעבר לרמות הנוכחיות.**

**ציפיות האינפלציה בישראל ממשכות לעלות למרות שהאינפלציה בפועל נותרה במקום** לאחר הפרסום של מדד המחירים בישראל ולפני פתיחת המסחר, ציפיות האינפלציה לטווחים של שנתיים וחמש שנים בישראל הגיעו לרמות הגבוהות מאז תחילת שנת 2016.



מקור: מיטב דש ברוקראז'

העלייה החדה בציפיות האינפלציה החלה בספטמבר כאשר קצב האינפלציה עמד על 0.1%. הציפיות ברחו למעלה, אך קצב האינפלציה השנתי חזר כעת לאותה הרמה. הציפיות לחמש שנים, שעד לפני מספר חודשים היו בין הנמוכות בישראל בהשוואה למרבית המדינות העיקריות עקפו כעת את הציפיות של כל המדינות האירופאיות והן נמוכות רק מהציפיות בבריטניה ובארה"ב. זה קורה כאשר קצב האינפלציה בישראל בשנה האחרונה היה הנמוך ביותר בקרב כמעט כל המדינות.

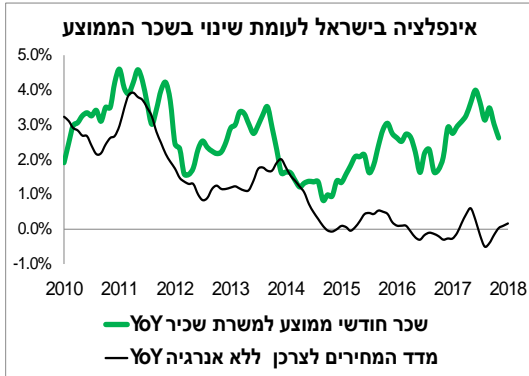


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

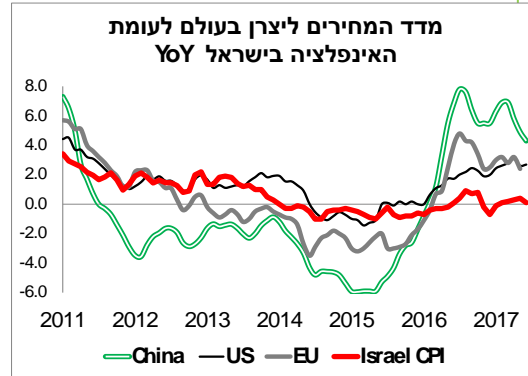
על מה התבססה העלייה בציפיות האינפלציה?

- ✓ **עלייה במחירי הנפט** – בחצי השנה האחרונה התייקרות הדלק הוסיפה כבר כ-0.25% למדד המחירים. כיוון מחירי הנפט התהפך בינתיים והסבירות שהמחירים יעלו בעוצמה דומה גם בהמשך נמוכה. בכל מקרה, מחירי הנפט משפיעים על כל המדינות ואינם יכולים להסביר עלייה בציפיות האינפלציה בישראל בקצב מהיר יותר מאשר במדינות האחרות.
- ✓ **פיחות השקל** – השקל גם בשבוע האחרון היה המטבע החלש בעולם. אולם, כדי להצדיק עלייה בציפיות האינפלציה של כ-1% לשנתיים או 0.5% לחמש שנים, כפי שקרה בחודשים האחרונים, נדרש פיחות השקל בשיעור של בין 20% ל-25%, בהנחה שהתמסורת בין הפיחות לאינפלציה הנה כ-10%. עד עתה יש לפיחות השפעה מוגבלת בלבד על האינפלציה ב-12 החודשים הקרובים וזניחה מעבר לתקופה זו.

- ✓ **יבוא האינפלציה מחו"ל – ל-CPI בישראל יש מתאם די חזק למדדי המחירים ליצרן בעולם.** בינתיים, מדדי המחירים ליצרן בארה"ב, אירופה וסין ממשיכים לעלות בקצב מתון ולא מראים סימני האצה.
- ✓ **עלייה בשכר העבודה בישראל – הקשר בין עליית השכר לאינפלציה בישראל די התנתק** בשנים האחרונות. על רקע שינוי הכיוון בשוק הדיור וההאטה באשראי צרכני קיים סיכון משמעותי שהצריכה הפרטית תיחלש למרות שוק עבודה חזק. בסביבה זו יהיה קשה לאינפלציה להתרומם משמעותית מהרמה הנוכחית.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'



**שורה תחתונה: ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק האג"ח כבר מגלמות עלייה באינפלציה לרמות הגבוהה מקונצנזוס התחזיות ומהתחזית שלנו, זאת כאשר האינפלציה בפועל נותרה ללא שינוי.**

### ניתן לצאת בהדרגה מהמח"מ הדפנסיבי של תיק האג"ח

- עליית התשואות בשוק האג"ח המקומי בחודש האחרון הייתה כמעט הגבוהה ביותר בקרב המדינות העיקריות ולוותה בעלייה חדה בציפיות האינפלציה.
- לכאורה, השוק מייצר לבנק ישראל תנאים לעליית ריבית. ציפיות האינפלציה כמעט לכל הטווחים נכנסו אל תוך יעד האינפלציה. תשואות האג"ח עלו לא רק לטווחים הארוכים, אלא גם הבינוניים. גם פיחות השקל מאפשר לבנק ישראל לחשוב על העלאת ריבית.
- עליית ציפיות האינפלציה ופיחות השקל מייצרים לכאורה תנאים לבנק ישראל להעלות את הריבית. להערכתנו, הסיכוי לכך מעט עלה אך עדיין נותר נמוך בנסיבות הכלכליות הנוכחיות. זה העיתוי לדעתנו לחזור ולהאריך מח"מ התיק בהתבסס על השיקולים הבאים:
- ✓ ציפיות האינפלציה עלו בלי שסביבת האינפלציה עלתה.
- ✓ למרות שהציפיות עלו והשקל פוחת, בנק ישראל יתקשה להתקדם לכיוון העלאת ריבית כל עוד האינפלציה בפועל נותרת רחוקה מגבול התחתון של יעד האינפלציה.
- ✓ אם פיחות השקל מבטא חשש מפני האטה במשק, בנק ישראל יתקשה לעלות ריבית.
- ✓ ההאטה המחריפה בשוק הנדל"ן והתמתנות משמעותית בגידול באשראי הצרכני צפויים להאט קצב הצמיחה במשק. בנק ישראל יתקשה בתנאים אלו להצדיק עליית הריבית.
- ✓ אם עליית התשואות נובעת ממכירות המשקיעים הזרים ומפדיונות הקרנות היא מייצרת עמדה נוחה לכניסה לשוק האג"ח.
- ✓ כפי שהערכנו לעיל, הפוטנציאל להמשך עליית התשואות בארה"ב מוגבל להערכתנו.



## פרטי מכין האנליזה

אלכס זבז'נסקי, 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 זה 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, לייעוץ/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 השקעות, לרבות החברה האם מיטב דש השקעות בע"מ, חברות אחיות וחברות 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 רכושה 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'נסקי, 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'נסקי אלכס

18-02-2018

תאריך פרסום האנליזה