

24.6.2018

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

0.8%

מדד יוני

-0.1%

מדד יולי

0.1%

מדד אוגוסט

0.1%

ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים

0.10%

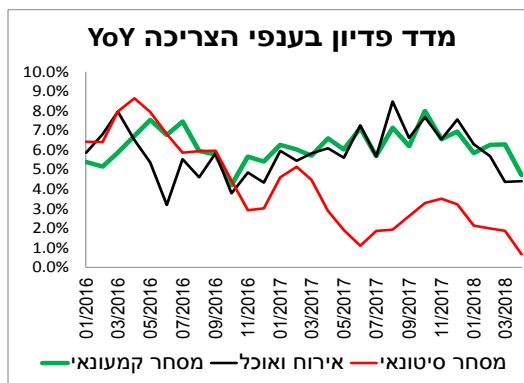
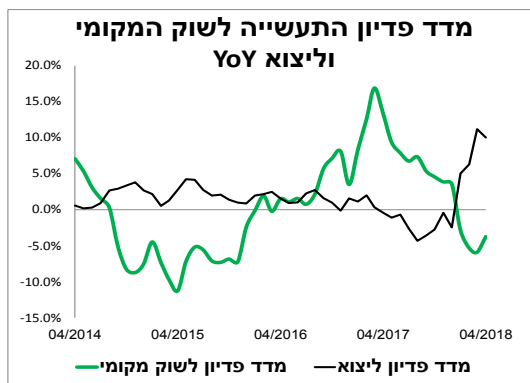
עיקרי הדברים

- **מדדי הפדיון בענפי המשק ומדד הייצור התעשייתי** מצביעים על התמתנות בפעילות המקומית ושיפור ביצוא, בעיקר בענפי הטכנולוגיה.
- **האשראי העסקי במשק** צמח ברבעון הראשון בקצב גבוה. לעומת זאת, **האשראי הצרכני**, במיוחד לא לדיוור, המשיך להתמתן וצפוי להחליש את הצריכה הפרטית.
- נמשכת התמתנות בקצב הגידול של **המשורות הפתוחות במשק**, במיוחד בענפים הקשורים לצרכן.
- הירידה החדה **בהתחלות הבנייה** ברבעון הראשון מסמנת לחץ חזק לירידת מחירי הדירות ו/או על מלאים גבוהים של הדירות הלא מכורות בידי הקבלנים.
- מבחינתו של **בנק ישראל** מבשילים התנאים לעליית ריבית. להערכתנו, ההאטה המתפתחת במשק תקשה על בנק ישראל להתקדם משמעותית בתהליך.
- סיכוני **מלחמת הסחר** ממשיכים לגדול. השפעתה מתחילה להיות מורגשת לא רק בשווקים הפיננסיים, אלא גם באינדיקטורים המשקפים את הכלכלה הריאלית. זה בא לידי ביטוי בעיקר בעליות מחירים של הסחורות שארה"ב מייבאת ובהוזלות הסחורות שהיא מוכרת ליצוא עליהם הוטלו מכסים, כמו גם בהרעה בסנטימנט העסקי.
- לאחר מגמת חולשה בנתונים הכלכליים ביפן, אירופה ובשווקים המתעוררים מתחילת השנה, הופיעו בחודש יוני מספר אינדיקטורים שעשויים להעיד על **בלימת המגמה השלילית**.
- הכוחות הכלכליים מגבירים לחצים בטווח הקצר **לתיקון כלפי מעלה בשוקי המניות ובתשואות האג"ח** בתרחיש של הגעה להסכם בנושאי הסחר בין ארה"ב לשותפיה, שהוא עדיין התרחיש המרכזי בתחזית.

## מאקרו ישראל.

### מסתמנת האטה בנתוני הפדיון בענפי המשק ובייצור התעשייתי למעט טכנולוגיה עילית

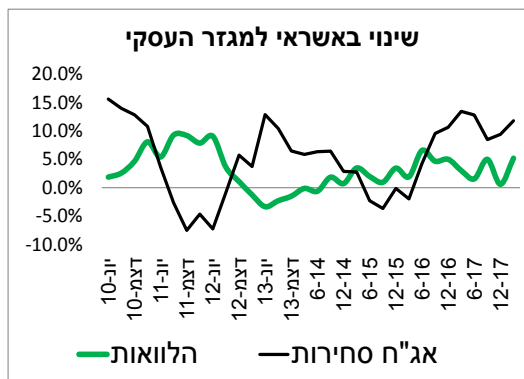
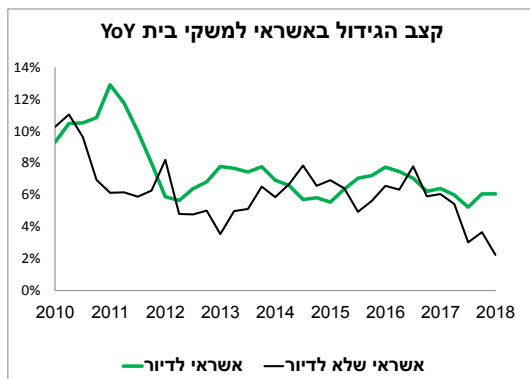
- ✓ קצב העלייה במדד הפדיון בכלל ענפי המשק ירד בחודשים פברואר-אפריל ל-1.6%, לעומת 6.5% בשלושת החודשים הקודמים, לפי נתוני מגמה. ההאטה בפדיון מורגשת בעיקר בענפים שקשורים לצרכן, המסחר ואירוח ואוכל.
- ✓ בתחום הייצור התעשייתי מורגשת האטה בפעילות התעשייה לשוק המקומי ושיפור בפעילות ליצוא, בעיקר של ענפי הטכנולוגיה העילית. מכירות התעשייה לשוק המקומי ירדו בשלושת החודשים האחרונים לעומת אשתקד. לעומת זאת, מכירות התעשייה ליצוא השתפרו משמעותית.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

### צמיחה באשראי העסקי לעומת האטה בצרכני

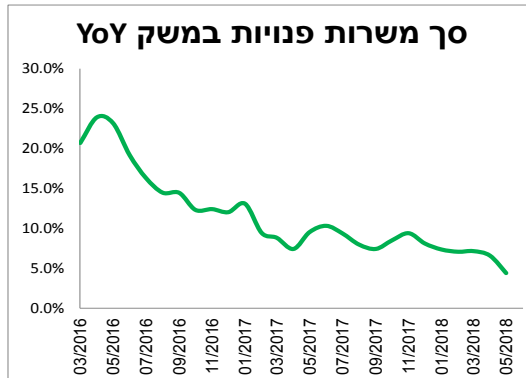
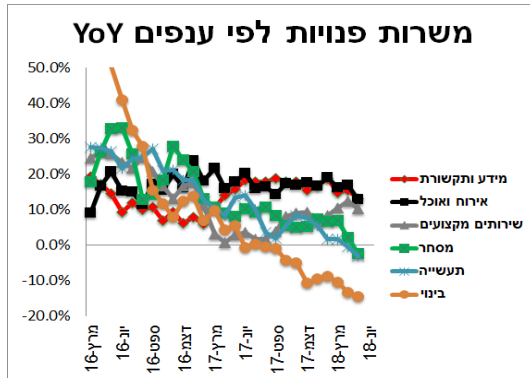
מנתוני האשראי במשק ברבעון הראשון שפורסמו ע"י בנק ישראל עולה שהאשראי למגזר העסקי עלה ברבעון הראשון בקצב גבוה. במיוחד גדל האשראי באמצעות הנפקות אג"ח. לעומת זאת, הצמיחה באשראי הצרכני המשיכה לרדת. קצב הגידול של האשראי שלא לדיור ירד לרמה הנמוכה ביותר מאז המשבר בשנת 2008. צמצום האשראי הצרכני צפוי להחליש את הצריכה הפרטית.



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

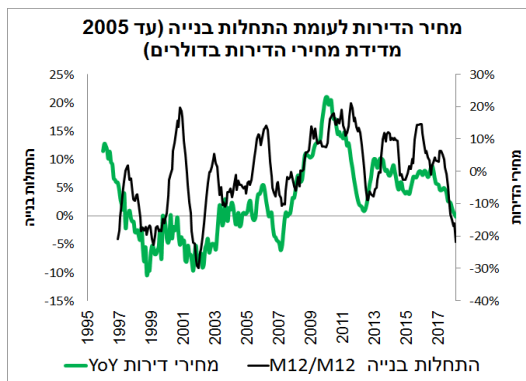
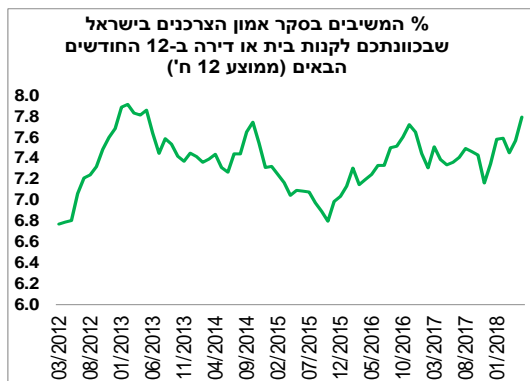
## האטה במשרות פנויות במשק

לאחרונה ניכרת התמתנות בגידול במספר משרות פנויות במשק. קצב הגידול השנתי שהגיע לכ- 25% לפני שנתיים ירד לאחרונה לכ-4%, כאשר מתחילת השנה כמעט לא היה גידול במשרות הפנויות. הירידה המשמעותית ביותר ניכרת בענפי הבנייה, התעשייה והמסחר. לא ברור האם חברות לא מחפשות עובדים כי אין עובדים זמינים או שהביקוש לעובדים ירד בגלל האטה בעסקים. למעט ענף הבנייה שהפעילות בו נחלשה בבירור, עדיין קשה להגיע למסקנות על כך.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

הירידה החדה בהתחלות הבנייה מסמנת התחזקות הלחצים להורדת מחירי הדירות. התחלות הבנייה ברבעון הראשון ירדו בכ-28% לעומת הרבעון המקביל אשתקד. זאת הירידה החדה ביותר מאז שנת 2001. בעבר ירידה כל כך חדה בהתחלות הבנייה התרחשה בתקופות של ירידות יותר משמעותיות במחירי הדירות ממה שראינו עד עכשיו, מה שיכול להעיד על הגברת לחצים להורדת המחירים ו/או על מלאים גבוהים של הדירות הלא מכורות. הקבלנים בינתיים לא עושים זאת ומקווים שהתקופה הקשה תסתיים בקרוב. יתכן שהקבלנים צודקים במידה מסוימת בהערכות שלהם מכיוון שהביקושים הכבושים לדירות לא נעלמו. לפי סקר סנטימנט הצרכנים האחרון של הלמ"ס, משקל המשיבים לסקר שאמרו שבכוונתם לקנות דירה בשנה הקרובה נמצא עדיין ברמה יחסית גבוהה. יחד עם זאת, אם הביקושים הכבושים לא יתממשו בפועל בחודשי הקיץ, בהם בדרך כלל יש פעילות מוגברת של רכישות דירות, הירידה במחירי הדירות עשויה להחריף.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

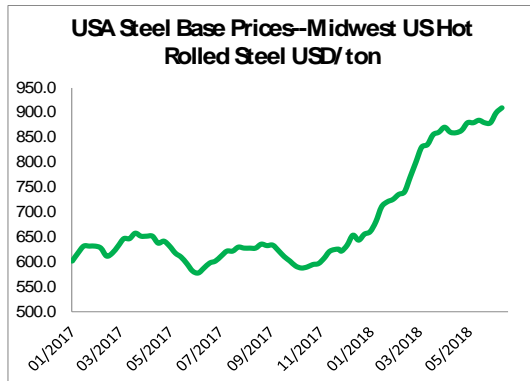
שורה תחתונה: התמתנות הפדיונות בענפי המסחר, ירידה במכירות התעשייה לשוק המקומי, צמצום באשראי הצרכני, ירידה חדה בהתחלות הבנייה והאטה בגידול במשרות פנויות מסמנים האטה בפעילות המקומית. להערכתנו, מגמה זו תימשך בחודשים הבאים.

## מאקרו עולם.

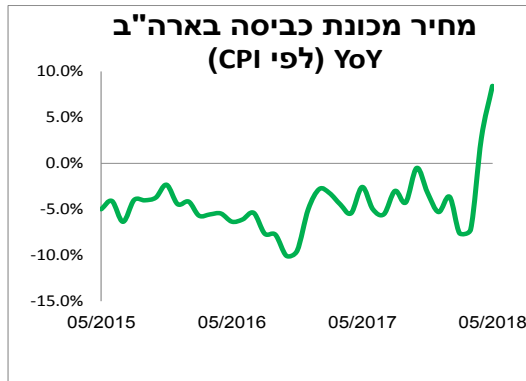
השלכות של מלחמת הסחר התחילו להופיע באינדיקטורים הכלכליים לאחר שבשבועות האחרונים גם האיחוד האירופאי, הודו, מקסיקו וקנדה הודיעו על הטלת מכסים על היבוא מארה"ב, הסיכון למלחמת הסחר גדל. ההשפעות הראשוניות מתחילות להופיע לא רק בשווקים הפיננסיים אלא גם בנתונים כלכליים. מהם ניתן ללמוד מה צפוי במידה והעימותים בזירה זו ימשיכו להחריף:

- ✓ שני הסקרים בקרב המגזר העסקי שפורסמו בארה"ב בשבוע שעבר מעלים חשש שתוצאותיהן כבר הושפעו ממלחמת הסחר. Philadelphia Fed Business Outlook Survey ומדד מנהלי הרכש בתעשייה האמריקאית (PMI) היו נמוכים משמעותית מהתחזיות.
- ✓ דוברי ה-FED כולל הנגיד פאול אמרו בשבוע שעבר שהם מקבלים יותר ויותר דיווחים מאנשים במגזר העסקי המעידים שחוסר הוודאות שנובע מההשפעות של מלחמת הסחר מתחיל להשפיע על ההחלטות העסקיות.

תרשים 2



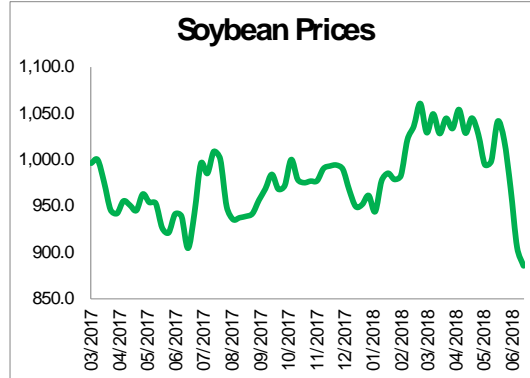
תרשים 1



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- ✓ אחד המקרים המעניינים לגבי השפעות מכסי היבוא הייתה עלייה חדה במחירי מכונת הכביסה בארה"ב לאחר הטלת המכסים על היבוא שלהן בחודש ינואר. מחיריהן זינקו בחודש מאי לקצב עלייה שנתי של כ-10% לאחר שבשנים האחרונות מחירי מכונת הכביסה ירדו בשיעור של כ-5% בשנה.
- ✓ מתחילת השנה זינקו מחירי הברזל בארה"ב בכ-40% בעקבות הטלת המכסים על היבוא.
- ✓ מנגד, בעקבות הטלת מכסים ע"י השלטונות בסין על יבוא פולי סויה מארה"ב מחירי הסויה בארה"ב ירדו בחדות. החקלאים בארה"ב מתחילים לספור נזקים.
- ✓ חברת Daimler פרסמה אזהרת רווח בגלל הסנקציות הסיניות והיא כנראה לא תהיה היחידה.

תרשים 3

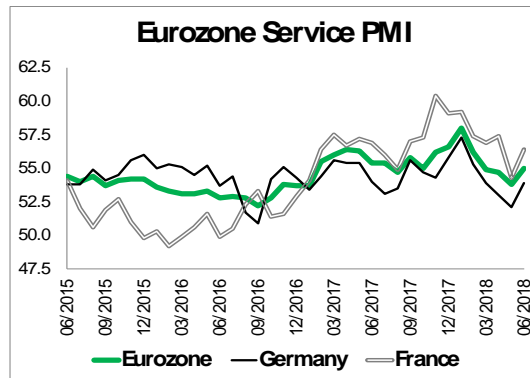
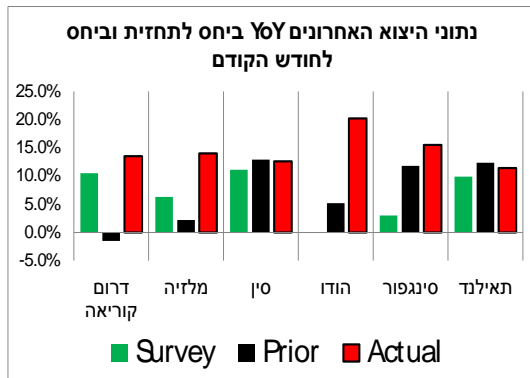


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה:

1. סימני מלחמת הסחר מתחילים להופיע בעולם הריאלי ולא רק הפיננסי.
2. מדדי המחירים בחודשים הקרובים בארה"ב עשויים להפתיע כלפי מעלה בגלל ההתייקריות הקשורות למלחמת הסחר.
3. ה-FED לא צפוי להערכתנו להאיץ קצב עליית הריבית לאור סימני עלייה באינפלציה בגלל מלחמת הסחר בעקבות ההאטה בפעילות שתרחש כנראה במקביל. התרחיש של סטגפלציה נוסח שנות ה-70-80 נראה בעל סבירות נמוכה.

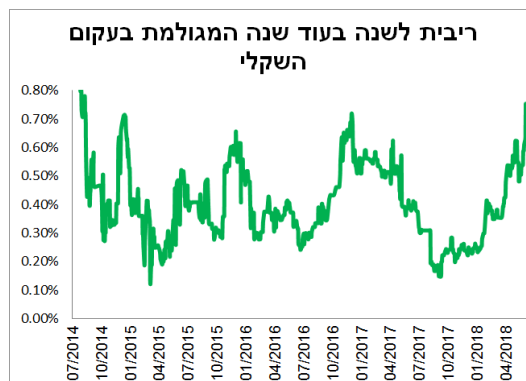
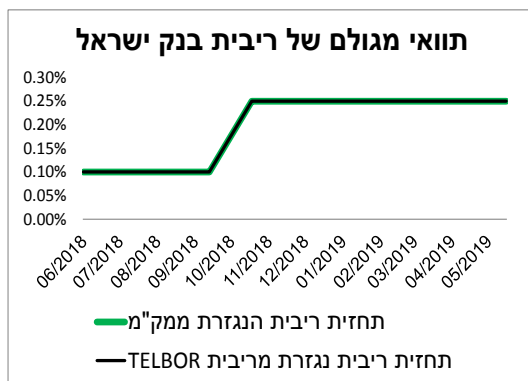
שיפור מסוים במגמה שלילית בנתונים הכלכליים ביפן, אירופה והמדינות המתפתחות לאחרונה התפרסמו בעולם נתונים כלכליים שעשויים להעיד על התייצבות המגמה השלילית גם אם עדיין לא על חזרה למגמת שיפור. בין היתר השתפר מדד מנהלי הרכש במגזר השירותים באירופה, נתוני היצוא במדינות אסיה ומספר אינדיקטורים ביפן.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## שווקים.

**בנק ישראל מתקרב למילוי התנאים הנדרשים מבחינתו לעליית הריבית**  
 ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק האג"ח המקומי עלו משמעותית אחרי פרסום מדד המחירים האחרון. הסיבות לעלייה בציפיות היו מקומיות, כי הציפיות בעולם דווקא ירדו. ברקע לעלייה בציפיות היו כנראה ההודעות על ההתייקרות המתוכננת של מוצרים שונים. כעת ציפיות האינפלציה לכל הטווחים נמצאות בתחום יעד האינפלציה של בנק ישראל. האינפלציה בפועל צפויה להיכנס אל תחום היעד אחרי המדד הקרוב. מבחינתו של בנק ישראל אין שינוי בקצב הצמיחה במשק.  
 כתוצאה מזה, התגבשו התנאים שמאפשרים לבנק ישראל להזיז את הריבית מהמקום בו היא עומדת כבר שלוש וחצי שנים. בנק ישראל עשוי באחת הישיבות הקרובות להודיע שבשלו התנאים והריבית תעלה בקרוב.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

למרות העלייה בציפיות הריבית, השקל לא התחזק וזה די מפתיע. הוא אחד המכשולים בפני בנק ישראל.

השפעת ההודעה ע"י בנק ישראל, אם תהיה כזאת, לגבי עליית ריבית קרובה עשויה לגרום לעלייה נוספת של התשואות לאורך כל העקום. תהליך עליית הריבית מוביל בדרך כלל להשתטחות עקום התשואות.

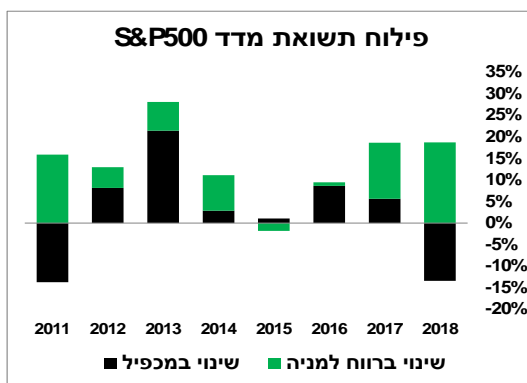
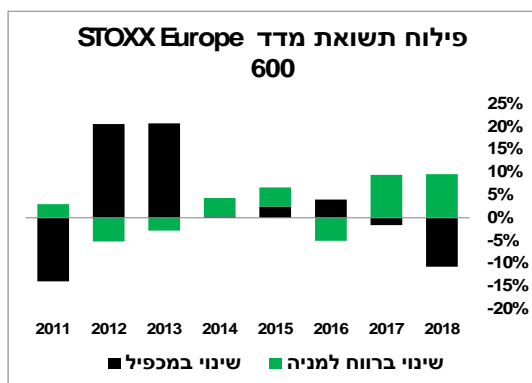
מבחינתו של בנק ישראל מבשילים התנאים לעליית ריבית. להערכתנו, בנק ישראל יתקשה להתקדם משמעותית בתהליך בגלל גורמים הבאים:

- ✓ סימני האטה בפעילות הכלכלית במשק צפויים להתגבר.
- ✓ לפני שמדברים על עלייה או אי עליית הריבית צריכים בכלל לדעת מי יהיה הנגיד/ה הבא ומה עמדתו.
- ✓ בינתיים, אי הוודאות לגבי המצב הכלכלי בעולם עלתה. אם המגמה השלילית תלך ותרחיף הסיכוי לעליית הריבית בישראל ירד.

**שורה תחתונה: התנאים שהציב בנק ישראל לתחילת עליית הריבית מתחילים להתגבש, אך במקביל מתחזקים הכוחות שיפריעו בסופו של דבר לבנק ישראל להתקדם משמעותית עם תהליך עליית הריבית.**

## "הקפיצים" מתחת לשווקים

מתחת לשוק המניות עומד "קפיץ" מכווץ שעשוי להשתחרר. התשואה הנמוכה יחסית שהשיג S&P500 מתחילת השנה מורכבת מהעלייה הגדולה ברווחיות החברות שקוזזה ע"י ירידה חדה במכפילי הרווח. באירופה המצב די דומה, אך בעוצמה נמוכה יותר. בפעם האחרונה היה מצב דומה בשנת 2011 ובשנים 2012-13 השוק עלה בחדות. הנסיבות היום כמובן שונות. ארה"ב נמצאת בשלב מאוחר של המחזור הכלכלי, הריבית עולה ו-QE (Quantitative Easing) של הבנקים המרכזיים התחלף ל-QT (Quantitative Tightening). מבחינה אסטרטגית בשלב זה של מחזור העסקים אנחנו מעדיפים לא להיות בחשיפה גבוהה לאפיק המנייתי. אולם, במבט טקטי "הקפיץ" מתחת לשוק המניות יכול להשתחרר אם הסיכונים כגון מלחמת הסחר יוסרו, מה שבהחלט יכול לקרות למרות ההחרפה האחרונה ואנחנו אף מתייחסים עדיין לאפשרות זו כתרשיש המרכזי.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

נראה, שגם שוק האג"ח האמריקאי, בו התשואות הארוכות משייטות כבר תקופה באזור 3% מתוח על "קפיץ". רק שהוא עשוי לקחת את השוק לכיוון הפוך משוק המניות של ירידות מחירים. גם כאן, במבט אסטרטגי, התשואות הארוכות קרובות לשווי משקל כי ריבית ה-FED צפויה בסופו של דבר להיעצר ברמות של כ-3% להערכתנו, להערכת ה-FED והשווקים. אולם, במבט טקטי, התשואות עשויות להשתחרר במכה כלפי מעלה אם הנסיבות הפוליטיות ישתנו לטובה ובתמיכת הגורמים הבאים:

- ✓ הפחתת ביקושים לאג"ח משיקולי "בריחה לביטחון".
- ✓ לפי האינדיקטורים השונים אליהם התייחסנו בסקירות האחרונות כולל היום, קיים סיכון להפתעה כלפי מעלה באינפלציה בטווח הקצר.
- ✓ המשקיעים נמצאים בעמדות "לונג" חזקות על שוק האג"ח האמריקאי.
- ✓ צריך לקחת בחשבון שגם אם תהיה החרפת מלחמת סחר היא תוביל בשלב ראשון לעליית מחירים שעלולה להשפיע לרעה על שוק האג"ח בטווח הקצר, כפי שפירטנו קודם.
- ✓ גם בזירה המקומית, עלו הסיכונים לעליית ריבית, כפי שפירטנו קודם.

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 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 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 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 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

24-06-2018

תאריך פרסום האנליזה