

29.7.2018

אינפלציה 12 חודשים

הבאים  
0.9%

מדד יולי  
0%

מדד אוגוסט  
0.2%

מדד ספטמבר  
0%

ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים  
0.10%

עיקרי הדברים

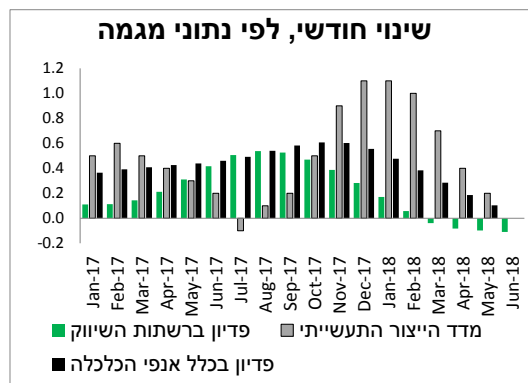
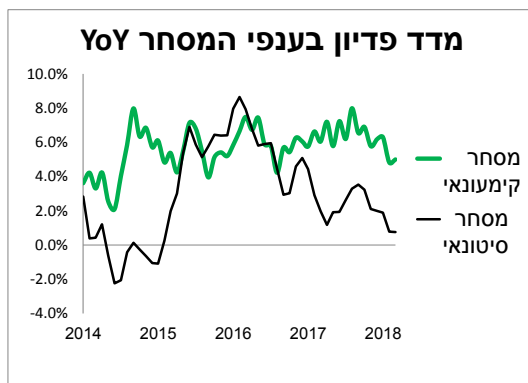
- בחודשים האחרונים ניכרת התמתנות בקצב הגידול בשורה של אינדיקטורים כלכליים במשק.
- לפי הערכתנו, ההאטה במשק אינה מקרית וצפויה להימשך.
- הציפיות לעליית הריבית ע"י בנק ישראל שמגולמות בשוק האג"ח הן בין הגבוהות בעולם ולהערכתנו מוגזמות.
- סגירת פערי התשואות בין ישראל לארה"ב לאחרונה הייתה חריגה בהשוואת למתרחש בעולם ומנוגדת לקשרארוך טווח בין פערי הריביות לפערי התשואות לטווח הקצר.
- הירידות בשוק האג"ח הקונצרני המקומי משקפות בינתיים אירוע נזילות מקומי. ההאטה בפעילות המשק יכולה להכניס היבט כלכלי למגמה בשוק.
- המשק האמריקאי ממשיך לצמוח בקצב מואץ. אולם, הצמיחה שנשענת על התמריצים הפיסקאליים החולפים עשויה להתמתן במחצית השנייה של השנה אם לא תוסר אי הוודאות הקשורה למלחמת הסחר.
- ההסכמות בין הממשל האמריקאי לאירופאים הן חדשות טובות, אך אינן מסירות לעת עתה אי הוודאות העומדת בפני המגזר העסקי. הצעדים שננקטו עד עכשיו במסגרת מלחמת הסחר ע"י הממשל האמריקאי פגעו ביצרנים המקומיים.
- הגברת התמריצים ע"י הסינים בתקופה האחרונה מעידה על התרחבות ההאטה במשק הסיני.
- נסיגה אפשרית של ה-BOJ מהשמירה על תשואת האג"ח הארוכות ברמה אפסית עשויה להחזיר כספי היפנים הרבים משוקי האג"ח בעולם הביתה.

## מאקרו ישראל

### מתרבים סימנים להאטה בפעילות המשק

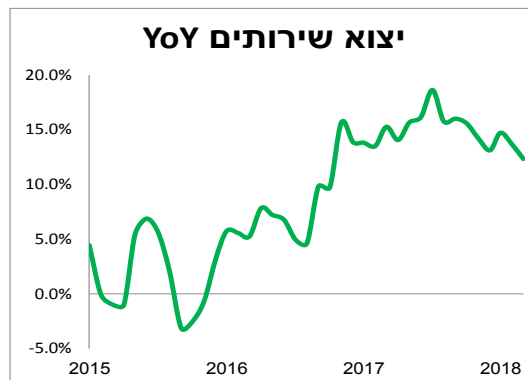
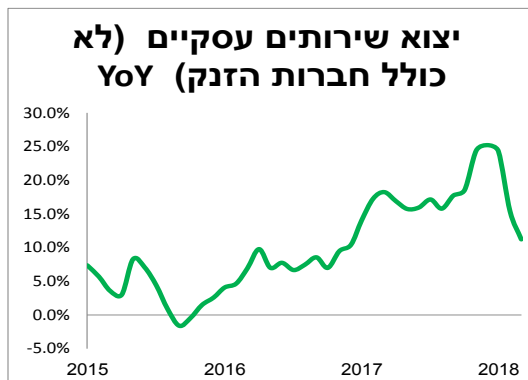
הנתונים הכלכליים האחרונים מצביעים על היחלשות במרבית האינדיקטורים. לפי נתוני המגמה, קצב השינוי החודשי בפדיון ברשתות השיווק, מדד הייצור התעשייתי ופדיון בכלל ענפי הכלכלה ירד (תרשים 1).

✓ במיוחד נחלשה המגמה בענפי המסחר, במיוחד המסחר הסיטונאי. מלבד ענפים אלו, ניכרת חולשה בענפים שקשורים לשוק הנדל"ן. לעומת זאת, בענפי הטכנולוגיה (מידע ותקשורת, שירותים מקצועיים, מדעים וטכניים) קצב הצמיחה בפדיון רק התגבר.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

✓ יצוא השירותים צמח בשלושת החודשים האחרונים ביחס לתקופה מקבילה אשתקד בקצב שנתי גבוה של כ-12%, אך זאת לעומת קצב גידול של מעל 15% במחצית השנייה של 2017. ניכרת האטה בקצב הצמיחה של יצוא השירותים העסקיים, שכולל בעיקר את שירותי המחקר והפיתוח בענפי היי טק.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

מלבד הנתונים לעיל לאחורונה, ראינו ירידה במשרות פנויות, חולשה ביצוא הסחורות וגביית המסים שהייתה נמוכה מהיעד.

כפי שכתבנו לא פעם, אנו מעריכים שהחולשה בנתונים אינה מקרית, אלא נובעת משלב מאוחר במחזור העסקים שבא לידי ביטוי בפרט בהתקררות בשוק הנדל"ן ועצירת הספקת האשראי הצרכני ע"י הבנקים. אורך התקופה ועומק ההאטה תלויים בגורמים רבים, פנימיים וחיצוניים:

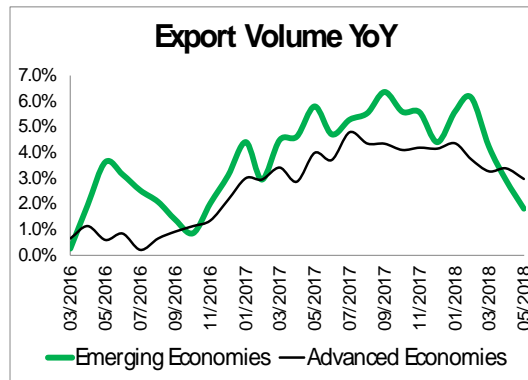
✓ אם תעמיק ההאטה בפעילות בעולם, בעיקר בסחר החוץ, כפי שמסתמן לאחורונה, הסיכון להאטה חריפה יותר יגדל.

- ✓ גם עליית הריבית ע"י בנק ישראל יכולה להחריף את ההאטה. להערכתנו, בנק ישראל ער לסיכון זה.
- ✓ המשך החרפה ביטחונית עלול לפגוע בתיירות הנכנסת שתרומתה לצמיחת המשק הייתה משמעותית בתקופה האחרונה.

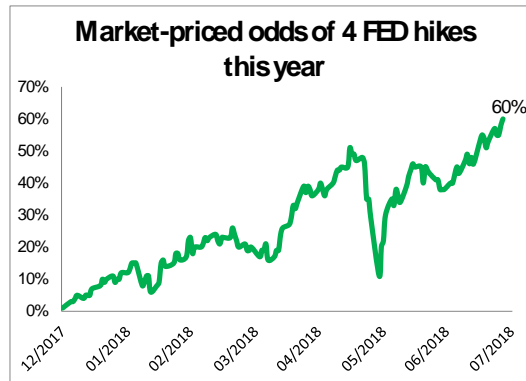
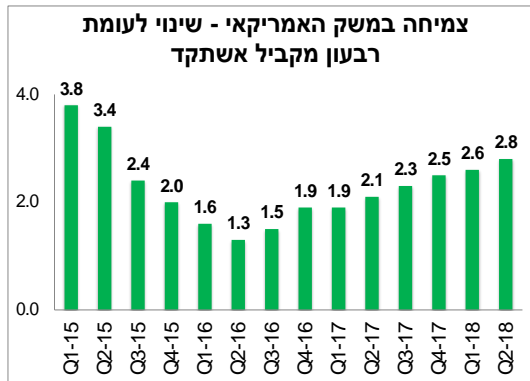
## מאקרו עולם.

### הסחר בעולם מאט

סחר החוץ בעולם מתמתן. התפתחות זו באה לידי ביטוי באינדיקטורים שונים כגון רכיבי הזמנות ליצוא במדדי מנהלי הרכש באזורים שונים. קצב הגידול ביצוא ירד, במיוחד במדינות המתפתחות, אך גם היצוא מהמדינות המפותחות מאט. אנו מעריכים שההאטה הנוכחית קשורה יותר לירידה בפעילות בסין מאשר להשלכות של מלחמת הסחר שיבואו לידי ביטוי מאוחר יותר.



**הצמיחה בארה"ב מתחזקת. בכדי להמשיך, אי הוודאות צריכה לרדת**  
המשק האמריקאי צמח ברבעון השני בקצב של 4.1% לאחר 2.2% ברבעון הראשון. זאת הצמיחה הגבוהה מאז Q3-2014. הביקושים בתוך ארה"ב היו חזקים במיוחד.  
בסה"כ, קצב הצמיחה של התוצר לעומת הרבעון המקביל אשתקד ממשיך להשתפר ועלה ל-2.8%, לעומת 2.6% ברבעון הקודם.  
צריכים לזכור שהצמיחה בארה"ב נשענת כעת על תמריצים פסיקאליים משמעותיים שהשפעתן תקטן בהמשך. בכדי שהרפורמה במס תתורגם לגידול בהשקעות החברות ותתמוך בהמשך צמיחת המשק, האיומים של מלחמת הסחר צריכים להיפסק והצמיחה בעולם צריכה להתייבב.  
פרסום נתוני הצמיחה לא השפיע על תחזיות השוק לגבי ריבית ה-FED. ההסתברות לסך של 4 העלאות ריבית נותרה ללא שינוי ברמה גבוהה של כ-60%.



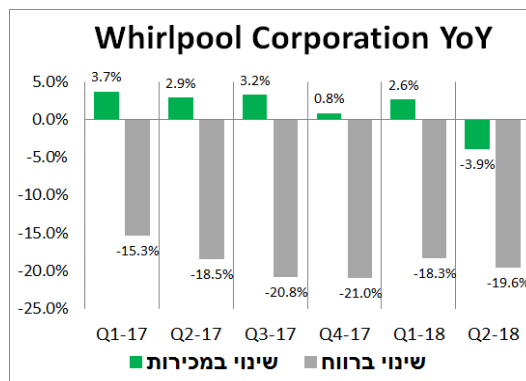
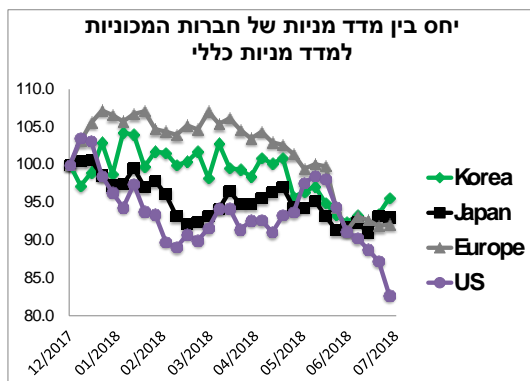
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**המדיניות בתחום הסחר של הממשל האמריקאי פוגעת לעת עתה ביצרנים המקומיים**  
התוצאות בשטח מראות שהמדיניות בתחום הסחר שנקטה עד עתה ע"י הממשל האמריקאי אינה מועילה במיוחד.

הזכרנו כבר בסקירות קודמות שהמכסים על יבוא מכונות כביסה הקפיצו את המחירים שלהן. בשבוע שעבר התפרסמו התוצאות הכספיות של חברת Whirlpool, היצרנית הגדולה של מכונות כביסה בארה"ב. למרות המכסים על יבוא מכונות כביסה שהיו אמורים להעניק יתרון ל-Whirlpool, סך המכירות של החברה ירדו ב-3.9% לאחר צמיחה עקבית ברבעון הקודמים. הרווח ירד בכ-20%, בדומה לרבעונים הקודמים. החברה ציינה, שעליית מחירי חומרי הגלם, שנובעת בין היתר מהמכסים על יבוא הפלדה והאלומיניום, תרמה לפגיעה ברווח.

גם הדוחות של יצרני הרכב האמריקאיות הושפעו לרעה ממדיניות הממשל בתחום הסחר, כפי שציינו כמה מהן.

**שורה תחתונה: הממצאים מראים שהדרך להגן על היצרנים המקומיים באמצעות המכסים, כפי שבחר הממשל האמריקאי, פוגעת יותר ממה שהיא עוזרת.**



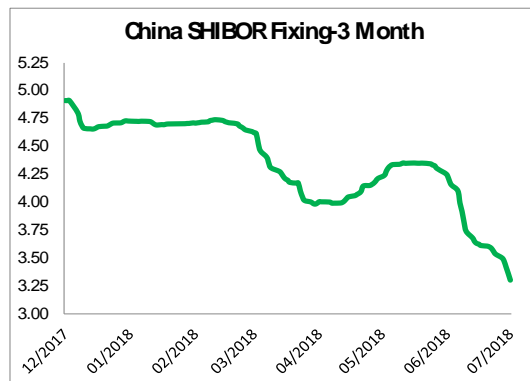
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**ההסכמות בין אירופה לארה"ב אינן מסירות אי הוודאות העומדת בפני המגזר העסקי**  
יש תקווה שלפחות בחלק מהחזיתות של מלחמת הסחר עשוי להיות מפנה חיובי בעקבות ההסכמות בין הממשל האמריקאי לבין האירופאים על הקפאת סנקציות נוספות וניהול מו"מ לשיפור תנאי הסחר. כמו כן, לפי דברי הבכירים האמריקאים, תיתכן בקרוב התקדמות במו"מ על ה-NAFTA.

יחד עם זאת, ההסכמות בין ארה"ב לאירופה לא מסירות אי הוודאות הקיימת ולא מבטלות לעת עתה את התעריפים שכבר הוטלו. לכן, כל עוד הצדדים לא מגיעים להסכמים סופיים החברות ימשיכו לפעול בזהירות ביחס לעסקאות ותוכניות השקעה חדשות.

**התגברות הצעדים להמרצת הכלכלה מעידה כנראה על החרפת ההאטה בכלכלה הסינית**  
 גם בשבוע האחרון פוחת שערן של היואן הסיני ביחס לדולר האמריקאי בשיעור של כ-1%, בדומה לשבוע שעבר. הפיחות המצטבר מהשיא כבר מגיע לכ-9%. מלבד פיחות המטבע, הסינים הודיעו על תמריצים פסיקאליים חדשים. כמו כן, הבנק המרכזי פרסם הקלות לבנקים. ריבית ה- Shibor ל-3 חודשים הסינית ירדה בחודש האחרון ב-1% ל-3.3% בהמשך לירידה מתחילת השנה. ההודעות התדירות על התמריצים של הממשל הסיני מעידות על הרעה בפעילות המשק, שהיא להערכתנו אחד המקורות העיקריים להאטה בפעילות באירופה, יפן והמדינות המתפתחות מתחילת השנה. השפעות מלחמת הסחר עלולות להחריף את המגמה השלילית.

**שורה תחתונה: לדעתנו, המשך ההאטה בסין מהווה אחד הסיכונים המשמעותיים לצמיחה בעולם.**

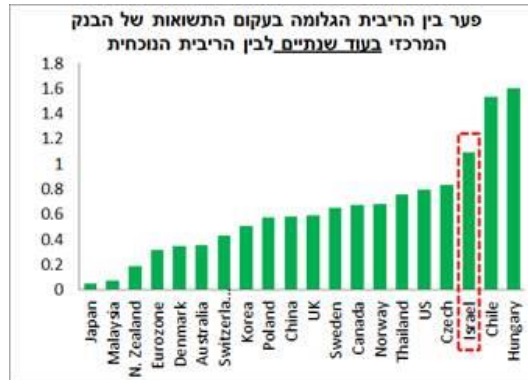
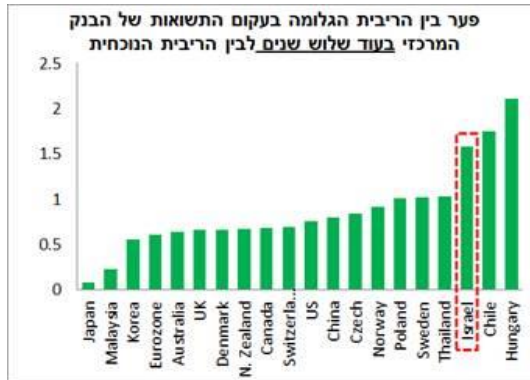


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## שווקים

**שוק האג"ח בישראל מגלם עליית ריבית בשנים הקרובות בין הגבוהות בעולם**  
 ההאטה האפשרית בפעילות המשק, כפי שהתבטאה באינדיקטורים שונים לאחרונה, סותרת ציפיות שהתפתחו בשוק לעליית ריבית של בנק ישראל. הציפיות לעליית ריבית בישראל הן בין הגבוהות בעולם. הפער בין הריבית הגלומה של בנק ישראל בעקום התשואות בעוד שנתיים לבין הריבית הנוכחית עומד על יותר מאחוז. הפער לשלוש שנים

מגיע למעלה מ-1.5%. ציפיות אלו גבוהות מהציפיות בארה"ב, קנדה או צ'כיה שכבר נמצאות בתהליך עליית ריבית ונמוכות רק מצ'ילה והונגריה בעלות אינפלציה גבוהה בהרבה מישראל. בהתחשב בהאטה אפשרית בפעילות המשק שקשורות לשוק הנדל"ן והאשראי הצרכני, תחומים רגישים לשינויים בריבית, לעליית ריבית, אפילו קטנה, יכולות להיות השלכות משמעותיות. עובדה זו מקטינה סיכויי לעליית הריבית.

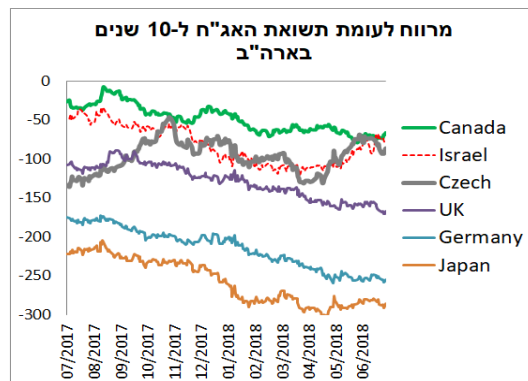
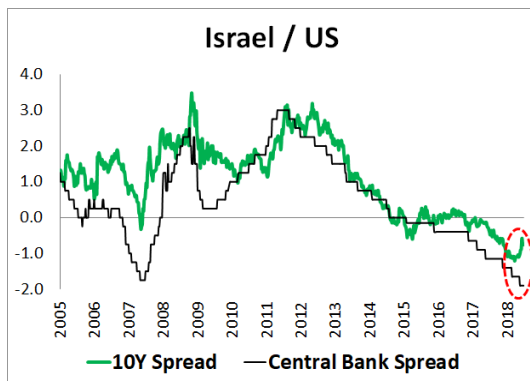


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### סתירה בין מרווחי התשואות הארוכות מול ארה"ב לבין מרווחי הריביות הקצרות מנוגדת לדפוס ההיסטורי

עליית התשואות בישראל בחודשים האחרונים הייתה די חריגה יחסית להתפתחויות בעולם. המרווח בין האג"ח ל-10 שנים בישראל לבין האמריקאי עלה כמו בצ'כיה שבה הריבית עלתה כבר 4 פעמים מתחילת השנה. זאת בניגוד לירידה במרווח במרבית המדינות האחרות, כולל בקנדה ובריטניה, שגם בהן הריבית עלתה בפועל.

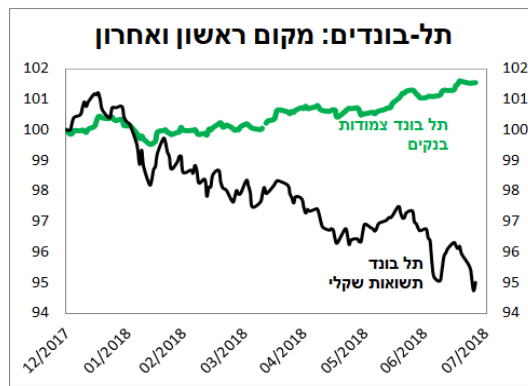
התנהגות המרווח ל-10 שנים בין ישראל לארה"ב גם מנוגדת לקשר ארוך טווח בינה לבין פערי הריביות של הבנקים המרכזיים. מאז 2005 כיוון פערי הריביות, שממשיכים להתרחב (לכיוון שלילי), קבע גם את כיוון במרווח בין תשואות האג"ח ל-10 שנים. סביר להניח שעד סוף השנה פער הריביות יעלה בעוד 0.25%-0.5%.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

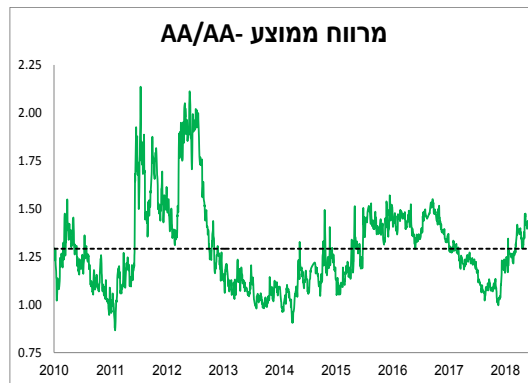
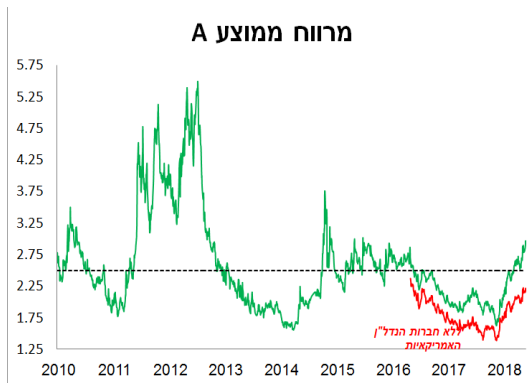
למעשה שוק האג"ח המקומי כבר מגלם תסריט של עליית ריבית די משמעותית יחסית לציפיות לעליית הריבית של הבנקים המרכזיים בעולם. אם הריבית לא תעלה או תעלה בשיעור נמוך, כפי שאנו מעריכים, תיקון התשואות כלפי מטה יכול להיות משמעותי.

**השוק הקונצרני ממשיך לסבול מפדיונות, אך מוקדי הפגיעה עדיין מוגבלים**  
בשבוע האחרון נמשכה ואף החריפה המגמה השלילית בשוק האג"ח הקונצרני המקומי. הירידות בשוק הקונצרני הישראלי משקפות אירוע מקומי מכיוון ששוקי האג"ח הקונצרניות בחו"ל היו בסה"כ רגועים לאחרונה. גם בשוק המקומי לא מדובר בירידות בכל השוק. הפגיעה מתרכזת בעיקר באג"ח האמריקאיות הנסחרות בישראל. יחד עם זאת, היא גולשת יותר ויותר גם לסקטורים האחרים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

לעת עתה הירידות בשוק הקונצרניות זה אירוע נזילות שקשור בעיקר לפדיונות בקרנות הנאמנות. אולם, אם מגמת היחלשות בפעילות המשק, שסימניה ראינו לאחרונה, תגבר, היא עלולה להחמיר את המגמה השלילית בשוק הקונצרני.

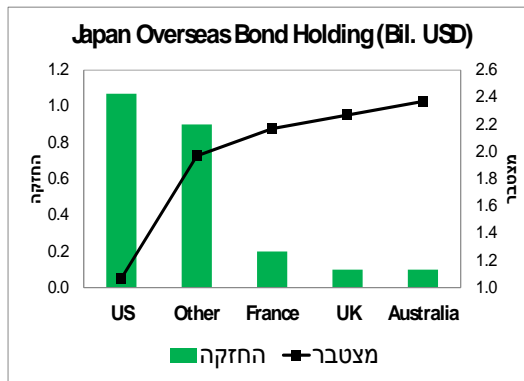
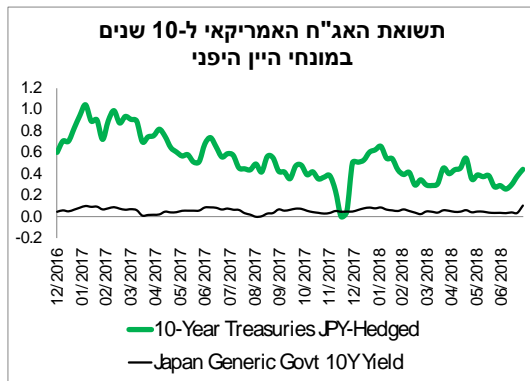


מקור: בורסה, מיטב דש ברוקראז'

**השמועות על השינוי במדיניות ה-BOJ העלו תשואות בכל העולם**  
השמועות על השינוי במדיניות ה-BOJ, שלפיהן הוא צפוי לדון בפגישתו השבוע בהגמשה או ביטול של הצמדת תשואת האג"ח ל-10 שנים לרמה אפסית, הצליחו להעלות תשואות בארה"ב ולא רק בה שבוע וחצי האחרונים.

תשואת האג"ח היפנית ל-10 שנים עלתה לרמה של מעל 0.1% לראשונה מאז ינואר. לכאורה לא מדובר באירוע גדול, אך למעשה יכולות להיות לו השלכות משמעותיות. ראשית, מדובר בעוד בנק מרכזי גדול שעושה צעד לכיוון הגמשת מדיניותו המרחיבה. שנית, בגלל התשואות האפסיות בבית, המשקיעים היפנים מחזיקים כמות מאוד גדולה של אג"ח זרות. עלייה בעלויות הגידור כבר פגעה בכדאיות החזקת האג"ח האמריקאיות ע"י היפנים. עליית התשואות בבית עשויה להחזיר משקיעים יפניים הביתה.

**שורה תחתונה: חזרת המשקיעים היפניים לשוק האג"ח המקומי עשויה להיות זרז לעליית התשואות בארה"ב.**



מעל 10 שנים	10-6	5-2	עד 2 שנים
<b>אג"ח ממשלתיות</b>			
+		+	
+		+	
<b>אג"ח קונצרניות</b>			
	+	+	+
<ul style="list-style-type: none"> <li>• דירוג AA- ומעלה</li> <li>• דירוג A+/A</li> <li>• דירוג A- ומטה</li> </ul>			
<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 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

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

29/07/2018

תאריך פרסום האנליזה