

5.8.2018

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

1.2%

מדד יולי

0.1%

מדד אוגוסט

0.3%

מדד ספטמבר

0%

ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים

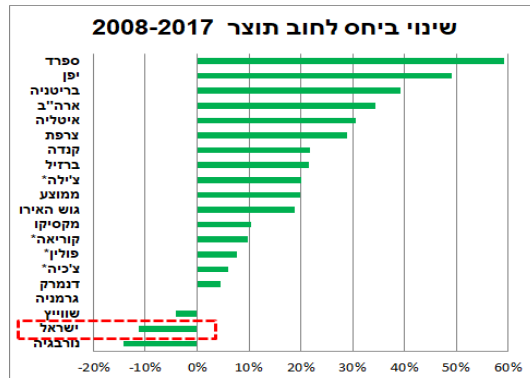
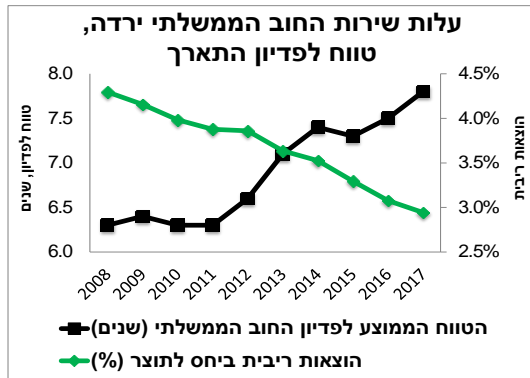
0.10%

עיקרי הדברים

- הנתונים המתפרסמים במשק ממשיכים להצביע **שקצב הצמיחה** ברבעון השני התמתן. אנו מעריכים שקיים סיכון להמשך האטה.
- בעקבות המשך עלייה במחירי הפירות והירקות ופיחות השקל, העלנו **תחזית האינפלציה** ל-12 החודשים הקרובים ל-1.2%.
- עליית **דירוג האשראי של ישראל** ל-AA מינוס לא צפויה להזיל עלויות המימון של הממשלה בגיוסים בחו"ל. דווקא בישראל הפרמיה שדורשים המשקיעים המקומיים באג"ח הארוכות חורגת מאוד ביחס למדינות בעלות דירוג אשראי דומה.
- נמשכת האטה בקצב הגידול **באשראי הצרכני** במשק.
- כ-13 בנקים מרכזיים בעולם נמצאים **בתהליך עליית ריבית**. למעט קנדה וארה"ב, כולם התחילו כשהאינפלציה הייתה מעל 2%.
- קצב הצמיחה **בפעילות התעשייתית בעולם** ממשיך להתמתן, הן במדינות המתפתחות והן המפותחות.
- ה- **FED מתקרב למכשול**. קביעת מועד הסיום המתוכנן של עליית ריבית ה-FED, כפי שבאה לידי ביטוי בתחזיותיו, עלולה לפגוע בהיצע האשראי הבנקאי, להחליש יעילות המדיניות המוניטארית ולהגדיל סיכון לזעזוע בשווקים.
- עלייה **בקצב היצוא לסין** ממדינות שונות בחודשים האחרונים והתייקרות עלויות ההובלה בניגוד לסימני האטה במשק הסיני, עשויים להעיד על הקדמת סגירת העסקאות מול סין נוכח האיומים המתגברים של מלחמת הסחר.
- גם **חברות הפלדה האמריקאיות** הצטרפו למעגל הנפגעים מצעדי הממשל במסגרת מלחמת הסחר.

## מאקרו ישראל.

שיפור בדירוג האשראי של ישראל לא יזיל עלויות המימון בשוק הבינלאומי. אולי דווקא במקומי חברת S&P העלתה דירוג האשראי של ישראל לרמה הגבוהה אי פעם - AA מינוס. הישג זה קרה הודות לשיפור ביחס חוב ציבורי לתוצר מאז המשבר שירד ב-11.3% ל-60.9%.



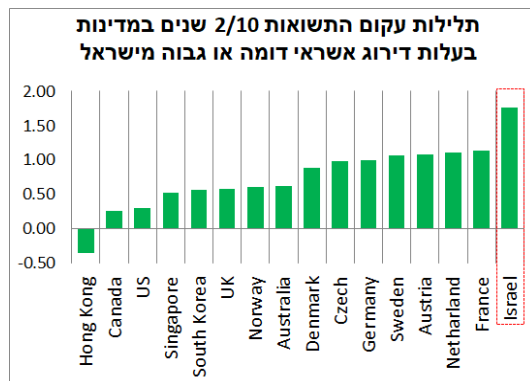
מקור: משרד האוצר, מיטב דש ברוקראז'

מבחינת עלויות המימון של הממשלה, האפסייד העיקרי יכול להתממש דווקא בשוק המקומי. עקום התשואות הישראלי הרבה יותר תלול מכל המדינות בעלות דירוג אשראי דומה או גבוה ממנה. נוכח רמת הריבית הקצרה בישראל, תשואות האג"ח הארוכות בה גבוהות מאוד בהשוואה למדינות האחרות בעלות פרמטרי סיכון דומים. שוק האג"ח המקומי נשלט ע"י המשקיעים המקומיים. דווקא הם, שאמורים להיות אדישים לסיכון של ישראל, דורשים פרמיה כפולה ומכופלת בנכס נזיל ויחסית בטוח לעומת מה שנהוג לדרוש בשוקי האג"ח במדינות האחרות.

בגיוסי הממשלה בחו"ל אין מקום להוזלת עלויות המימון. האג"ח הדולרי הישראלי נסחר בתשואה דומה לזה של דרום קוריאה, בעלת דירוג גבוה יותר של AA ונמוכה יותר מהתשואה שמשלמות אבו דאבי וכווית, גם הן בעלות דירוג AA (ראות טבלה 1).

### תשואה לפדיון של אג"ח בדולרים

תשואה לפדיון של אג"ח ל-10 שנים ב-USD	דירוג אשראי	מדינה
3.93 (2027)	AA	Abu Dhabi
3.77 (2027)	AA	Kuwait
3.69 (2027)	AA	South Korea
3.68 (2028)	AA-	Israel



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: גיוסי הממשלה בחו"ל לא יזלו כנראה בעקבות העלאת דירוג האשראי לישראל. קיים פוטנציאל גדול להוזלת עלויות המימון דווקא בשוק המקומי אילו היו פועלים בו יותר משקיעים זרים.

**הסימנים להיחלשות בפעילות הכלכלית מתרבים**

בהמשך לאינדיקטורים עליהם כתבנו בשבועות האחרונים, נתונים נוספים במשק משקפים בחלקם מגמת האטה בפעילות:

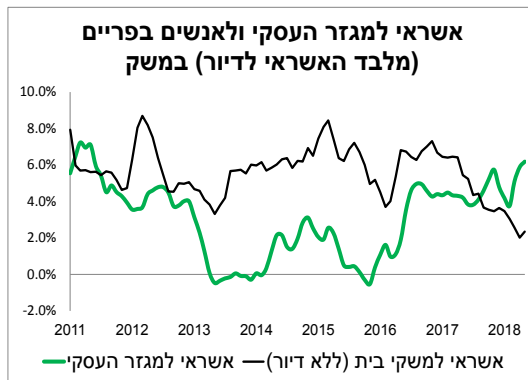
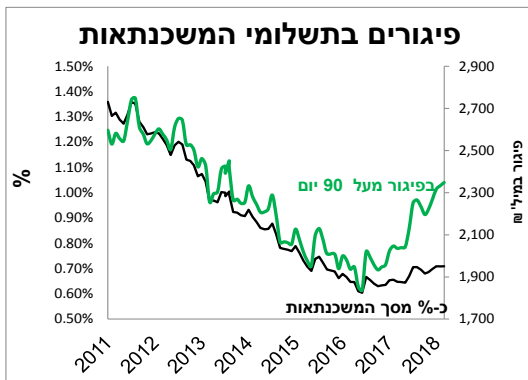
- ✓ המדד המשולב למצב המשק של בנק ישראל היה יוצא דופן והצביע על המשך התרחבות בפעילות בקצב של כ-3.5%. ההסבר החלקי לכך קשור לעובדה שהמדד מושפע עדיין מנתוני הצמיחה במגזר העסקי ברבעון הראשון.
- ✓ קצב הצמיחה השנתי של הרכישות בכרטיסי אשראי התמתן מאז תחילת השנה, אך הוא עדיין לא חורג מהטווח שפגשנו לא פעם בשנים האחרונות.
- ✓ גם סקר החברות של בנק ישראל לרבעון השני הצביע על האטה בצמיחה לעומת הרבעונים הקודמים. בלטו לשלילה בסקר ענף הבנייה והמסחר. בענפי השירותים, המסחר והתעשייה צופים התרחבות ברבעון הבא.
- ✓ משרד האוצר פרסם תחזית לצמיחה של 2.0%-2.5% ברבעון השני שמסתמכת על הנתונים השוטפים. לפי הערכות של משרד האוצר, צפויה חולשה כמעט בכל מרכיבי התוצר.

**שורה תחתונה: ברבעון השני מסתמנת היחלשות בתחומים רבים. להערכתנו, החולשה צפויה להימשך גם במחצית השנייה של השנה.**

**קצב הגידול באשראי הצרכני במשק ממשיך להתמתן, האשראי העסקי צומח במהירות**

מעדכון נתוני בנק ישראל לגבי האשראי במשק לחודש מאי עולה המשך ירידה בקצב הגידול באשראי למשקי הבית שלא לדוור. ההאטה באשראי הצרכני יכולה להיות בין הסיבות העיקריות להאטה בצריכה הפרטית במשק בחודשים האחרונים. לעומת זאת, האשראי העסקי ממשיך לצמוח ואף בקצב מתגבר.

נציין עוד שיתרת הפיגורים במשכנתאות ממשיכה לגדול.

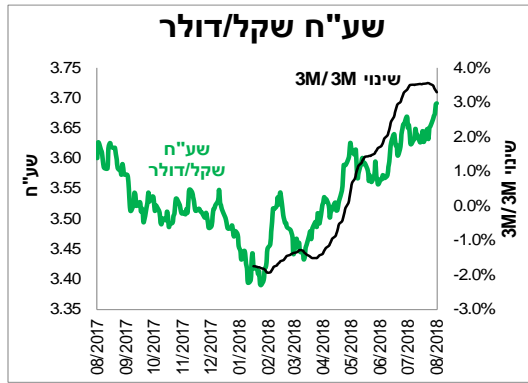


מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

**המשך פיחות השקל ועליות מחירי הירקות והפירות גרמו לעדכון תחזית האינפלציה**  
בעקבות המשך עלייה במחירי הפירות והירקות בחודש יולי עדכנו את תחזית האינפלציה לחודש זה מ-0% ל-0.1%.

בנוסף, הפיחות הנמשך של השקל, שבמבט לשינוי בשערו הממוצע מול הדולר בשלושת החודשים האחרונים לעומת שלושת החודשים הקודמים הגיע כבר לכ-3.5%. לפי מקדם התמסורת של כ-7% 8% בין שע"ח לאינפלציה, הפיחות צפוי לתרום כ-0.25% לאינפלציה בשנה הקרובה. מתוך זה 0.1% כבר נמצא בתוך התחזית וכעת הוספנו עוד כ-0.15% לתחזית האינפלציה השנתית (הוספנו לתחזית לחודש אוגוסט ואוקטובר).

**שורה תחתונה: בסה"כ, תחזית האינפלציה השנתית עולה ל-1.2%. יש להדגיש שאנו לא צופים שסביבת האינפלציה בהאצה ואיננו צופים שקצב האינפלציה ימשיך לעלות משמעותית גם בשנים הקרבות.**

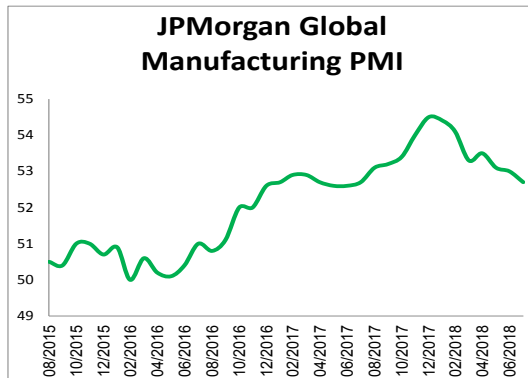
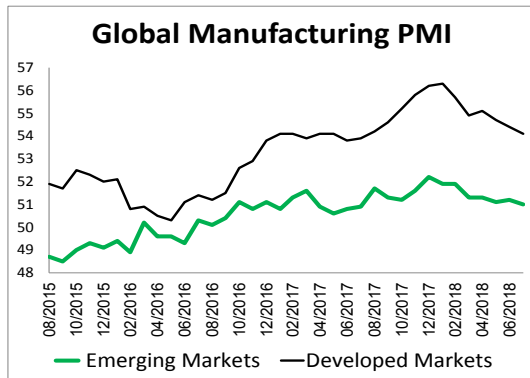


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## מאקרו עולם.

### הצמיחה בפעילות הייצור בעולם מתמתנת

מדדי מנהלי הרכש שהתפרסמו בשבוע שעבר ממשיכים להצביע שהפעילות במגזר התעשייה בעולם ממשיכה להתמתן. המדד הגלובלי השלים בחודש יולי רצף ירידות שהחל בינואר השנה. המדד ירד הן במדינות המתפתחות והן המפותחות.

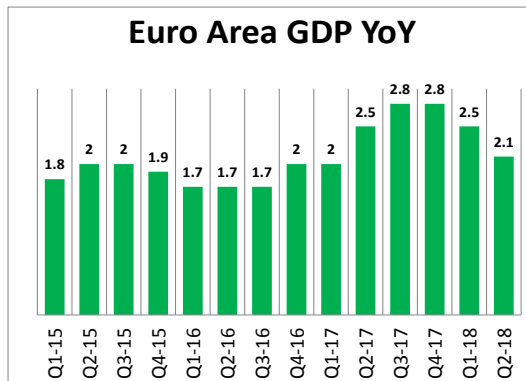
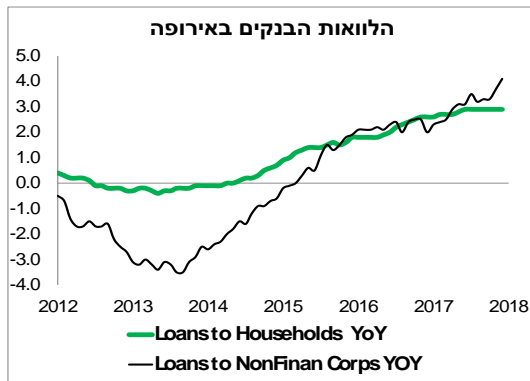


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**קצב הצמיחה בגוש האירו המשיך לרדת ברבעון השני**

קצב הצמיחה בגוש האירו ירד ברבעון השני ל-2.1%, בהמשך לירידה ברבעון הראשון. בכך חזר קצב הצמיחה לרמות שהיו בשנים 2015-16. מלבד נתוני הצמיחה, גם יתר הנתונים הכלכליים באירופה היו מעט חלשים.

אחד הנתונים החיוביים באירופה היה עלייה בקצב הצמיחה של האשראי הבנקאי למגזר העסקי לרמה שלא הייתה מאז תחילת המדידה ב-2012. צמיחת האשראי הבנקאי באירופה חשובה כי המגזר העסקי נשען במידה רבה עליו.



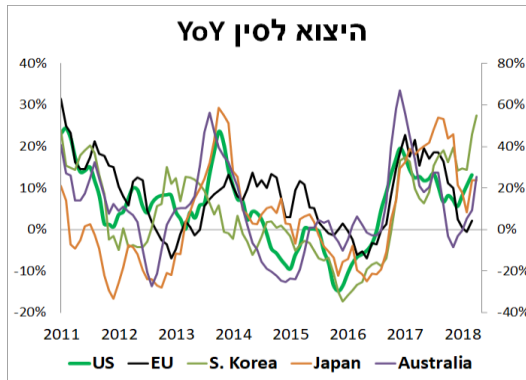
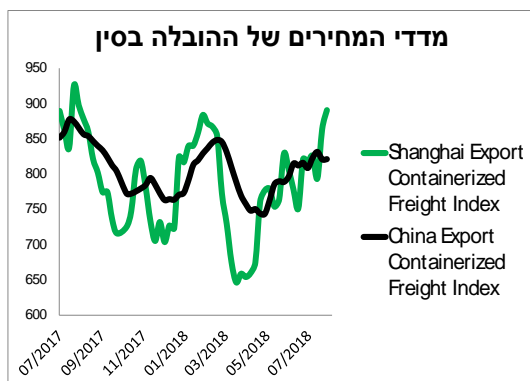
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**יתכן ויש סימנים שהחברות מזדרזות לסגור עסקאות בסין לפני הטלת התעריפים**

האינדיקטורים הכלכליים בסין, שכללו ממדי מנהלי הרכש, היו חלשים בשבוע שעבר. השווקים בסין המשיכו להציג תת ביצוע עמוק והמטבע נחלש. בנוסף, הרשויות ממשיכות לשחרר תמריצים כדי לתמוך בכלכלה.

לעומת הנתונים החלשים, היצוא לסין ממדינות האחרות, כפי שמדווח על ידן, דווקא עבר מהאטה להאצה בקצב הצמיחה בחודשים האחרונים. סימן חיובי נוסף הייתה עלייה במחירי הובלה ימית בסין (תרשים 16).

על רקע הנתונים בסין עצמה וצעדי הרשויות לעידוד הכלכלה קשה להאמין שהמצב בסין דווקא משתפר כעת. יתכן והסתירה בין האינדיקטורים נובעת מהקדמת עסקאות עם סין לפני כניסה לתוקף של התעריפים שצפוי להטיל הממשל האמריקאי.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

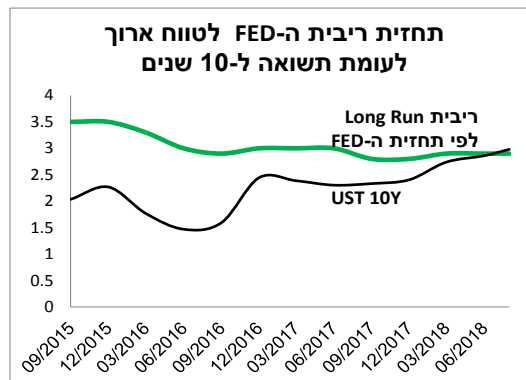
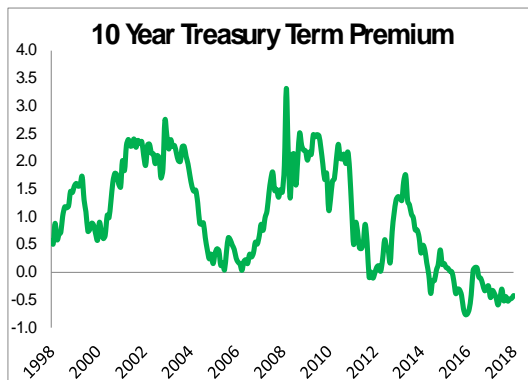
## שווקים.

### ה-FED מתקרב למכשול

הבנק המרכזי האמריקאי לא שינה כמעט את הודעת הריבית שלו והשאיר את כולם לחכות לשיבת הבאה בסוף ספטמבר בידיעה שהריבית תעלה כמעט בוודאות. למרות השיפור בכלכלה האמריקאית, התשואות הארוכות בארה"ב מתקשות לעלות. התשואה ל-10 שנים נעה כבר חצי שנה בטווח צר בין 2.8%-3.0% ו-30 שנה בטווח של 3.0%-3.2%. "תקיעות" התשואות בטווח צר מסמנת לדעתנו מלכוד אליו צועד ה-FED. תחזית הריבית ארוכת הטווח שמפרסם ה-FED מדי רבעון מאז שנת 2012 שעומדת בסביבות 3% מהווה מחסום לתשואות הארוכות. איך מסיימים מחזור מוניטארי מצמצם כשה-FED מסמן מראש באיזה רמת ריבית זה צפוי לקרות?

תזמון מראש של סיום עליות ריבית זאת משימה יומרנית מדי. קצת קשה לדעת האם המצב הכלכלי בשנת 2020 שבה הריבית צפויה להיעצר לפי ה-FED יהיה מתאים לכך. זה מייצר בעיות לא פשוטות לבנק מרכזי ולשווקים:

- ✓ ראשית, כפי שאמרנו, התחזית "חוסמת" עליית התשואות הארוכות בשעה שהתשואות הקצרות ממשיכות לעלות. כתוצאה מזה, עקום התשואות מתקרב מהר להתהפכות. היפוך העקום לא בהכרח מהווה איתות למיתון צפוי, אך הוא עלול לקרב את המיתון בגלל שעקום שטוח גורם לבנקים לצמצם היצע של האשראי.
- ✓ ככל שמתקרבים לסוף הידוע מראש, עליות ריבית כבר לא פועלות לצמצם המדיניות המוניטארית, כפי שהיה רוצה ה-FED. השוק שרואה שסוף עליות ריבית מתקרב עשוי לפועל כאילו הריבית כבר לא עולה ולהוריד התשואות בחלק הארוך של העקום. מצב זה יכול "להפוך" עקום מהר יותר ובנוסף להגדיל סיכונים פיננסיים.



מקור: *FED, Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'*

- ✓ בעבר כשה-FED העלה ריבית תוך עמימות לגבי מועד הסיום ורמת הריבית הסופית, השוק לקח בחשבון את הסיכון של אי הוודאות, ושיקף אותו ברמת התשואות הארוכות. נראה שזה לא קורה כעת. לראיה פרמיית הזמן (Term premium) המגולמת באג"ח ל-10 שנים מעולם לא הייתה נמוכה כל כך כפי שהיא היום. היעדר פרמיית הסיכון מהווה סיכון בפני עצמו דווקא כשה-FED נכנס לשלבים המאוחרים של עליית הריבית אם הבנק המרכזי או השוק מחליטים שחסם לריבית לא תקף מסיבה

כלשהי (בגלל אינפלציה, גירעון, צמיחה וכו'). זה יכול לגרום לזעזוע חזק יותר בשוק מאשר במצב של עליית ריבית בעבר.

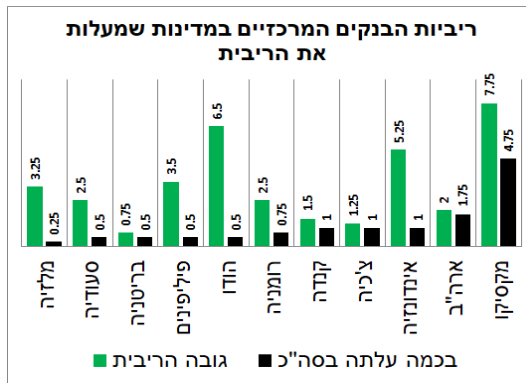
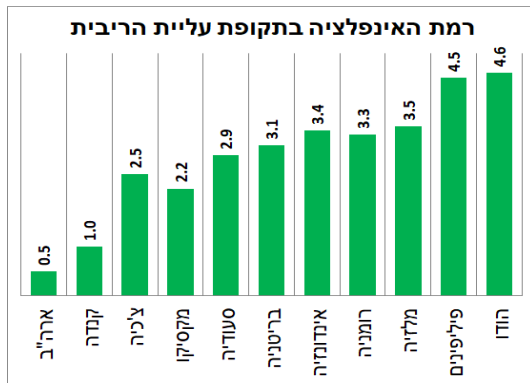
**שורה תחתונה:** תחזיות ה-FED לריבית בסוף תהליך עליית הריבית מעלה בשלב זה סיכון לפגיעה בהיצע האשראי הבנקאי, משבשות יכולתו של הבנק המרכזי לנהל מדיניות מוניטארית יעילה ומגבירה סיכון לזעזוע בשווקים.

בהשוואה למדינות שמעלות את הריבית האינפלציה בישראל נמוכה מדי כדי להצטרף למהלך שבוע האחרון הועלתה ריבית בצ'כיה (+0.25% ל-1.25%), אנגליה (+0.25% ל-1.75%) והודו (+0.25% ל-6.5%).

בסה"כ כ-11 בנקים מרכזיים בעולם נמצאים כעת בשלבים שונים של עליית הריבית (למעט הבנקים שפועלים במצב חרום כגון טורקיה או ארגנטינה).

רמת האינפלציה שבה החלה עליית הריבית במדינות אלה הייתה גבוהה ולעיתים משמעותית מהרמה של 2% בכל המדינות, למעט קנדה וארה"ב. ה-FED האמריקאי העלה ריבית בפעם הראשונה כאשר האינפלציה הייתה 0.5% בלבד. אולם, אינפלציית הליבה (CPI Core) עמדה על 2%. בקנדה הריבית עלתה בפעם הראשונה כאשר האינפלציה הייתה כ-1%, כאשר אינפלציית הליבה עמדה על כ-1.3%.

**שורה תחתונה:** האינפלציה בישראל נמוכה כעת מהאינפלציה שהייתה במרבית המדינות שנמצאות בתהליך עליית ריבית בעת עליית ריבית ראשונה, למעט קנדה. מלבד האינפלציה הנמוכה גם סיכון הקיפאון בשוק הנדל"ן וסימני האטה במשק יקשו על בנק ישראל להתחיל בעליית הריבית.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

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 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 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 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.

## 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

05/08/2018

תאריך פרסום האנליזה