

02.10.2018

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

1.0%

מדד ספטמבר

-0.1%

מדד אוקטובר

0.3%

מדד נובמבר

-0.2%

ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים

0.10%

עיקרי הדברים

- ארגון הסחר העולמי הוריד את תחזית הצמיחה לסחר החוץ בעולם.
- ממשכים להתפרסם אינדיקטורים שמעידים על האטה במגזר התעשייה בעולם, בעיקר מחוץ לארה"ב.
- הנתונים הכלכליים בסין מצביעים על המשך האטה בצמיחה.
- בזירת מלחמת הסחר הוסרה אי הוודאות הקשורה לקיום הסכם נפט"א לאחר הגעה להסכם בין ארה"ב למקסיקו וקנדה.
- קצב הצמיחה בכלכלה האמריקאית צפוי להאט ברבעונים הבאים בגלל ההשלכות של מלחמת הסחר, ההאטה בסחר החוץ ובמגזר התעשייה בעולם, היחלשות השפעה החיובית של הרפורמה במס והריסון המדיניות המוניטארית.
- להערכתנו, ריבית ה-FED לא תעבור את הרמה של 3% בשיא.
- תשואות האג"ח הארוכות בארה"ב כבר מגלמות את התוואי הצפוי של עליית ריבית.
- מספר גדול של בנקים מרכזיים בעולם העלו ריבית בחודש ספטמבר. חלקן, במדינות המתפתחות, עשו זאת בתגובה לפיחות בערך המטבע. הונג קונג ונורבגיה הצטרפו לבנקים מרכזיים שכבר נמצאים בתהליך עליית ריבית.
- למרות האמירות של נגיד ה-ECB על התגברות האינפלציה, הנתונים בפועל לא מאשרים זאת. עליית ריבית ה-ECB לא נראית באופק.
- התחזקו הכוחות המחלישים את המטבע האמריקאי.

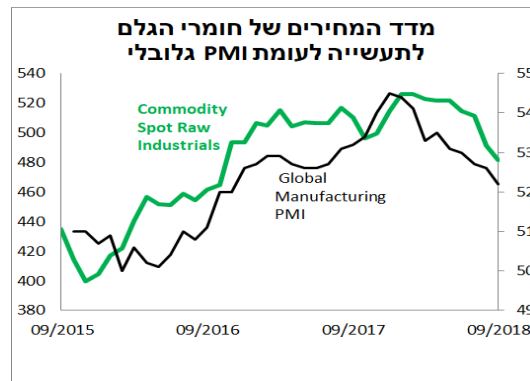
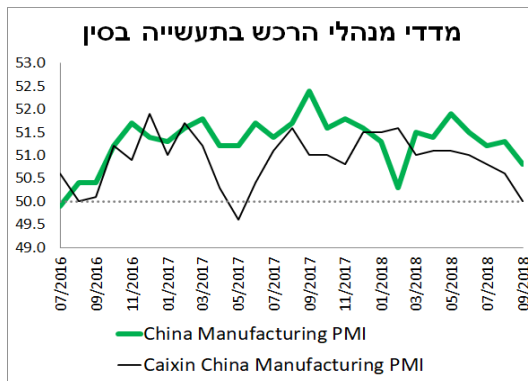
מאקרו עולם.

נמשכת האטה בצמיחה של מגזר התעשייה וסחר החוץ בעולם

האינדיקטורים הכלכליים שהתפרסמו בחודש האחרון ממשיכים להצביע על האטה בקצב הצמיחה בתחום הייצור התעשייתי וסחר החוץ בעולם. ארגון הסחר העולמי הוריד בשבוע שעבר תחזית הצמיחה לסחר החוץ בעולם בשנת 2018 מ-4.4% ל-3.9%. ארגון הסחר ציין שהסיכון לתחזית משמעותי ומוטה חזק לכיוון מטה.

מדדי מנהלי הרכש בתעשייה הגלובלי המשיך לרדת בחודש ספטמבר. רכיב המדד שמשקף הזמנות ליצוא ירד בחודש ספטמבר מתחת ל-50.

מתרבים סימני חולשה בכלכלה הסינית, במיוחד בתחום הייצור התעשייתי. מדדי מנהלי הרכש בתעשייה הסינית משקפים את אותה האטה כאשר המדד הפרטי Caixin ירד בחודש ספטמבר ל-50.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

הכלכלה האמריקאית צפויה להיחלש

הכלכלה האמריקאית במצב טוב, אבל לא יוצא מן הכלל, כפי שלעיתים אפשר להתרשם מדיווחים שונים. היוצאים מן הכלל באמת הם סקרי הסנטימנט של הצרכנים והעסקים, אך כפי שהצגנו באחת הסקירות האחרונות, הם סובלים בשנים האחרונות מהטיה פוליטית חזקה.

נתוני הפעילות, כגון הצריכה הפרטית, הייצור התעשייתי והשקעות החברות נמצאות בגבולות של הממוצע +/- סטיית תקן אחת של 15 השנים האחרונות. כל זה קורה כאשר המשק האמריקאי נהנה מהרפורמה במס שהשפעתה צפויה להיחלש בהדרגה בשנה הקרובה. במקביל להיחלשות השפעת הרפורמה והרחבות פיסקאליות, צפויות להתגבר ההשלכות השליליות של מלחמת הסחר בעיקר מול סין ואי הוודאות ביחסים עם אירופה. יחד עם זאת, ארה"ב הגיעה להסכם סחר חדש עם קנדה ומקסיקו אשר צפוי להסיר את הוודאות שעמדה בפני החברות הפועלות בשווקים אלו.

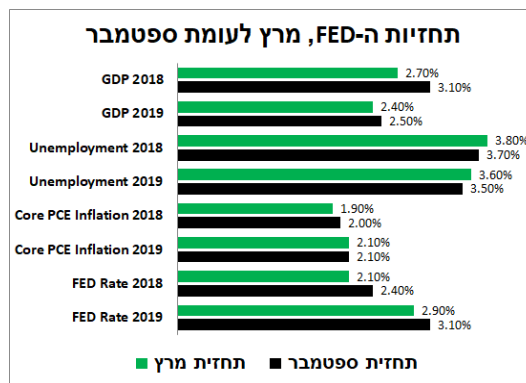
אנו מעריכים שהצמיחה במשק האמריקאי הושפעה חיובית ברבעון השלישי בגלל אפקט של הקדמת עסקאות לפני החלת התעריפים על 200 מיליארד דולר של היבוא הסיני. ההשפעה החיובית צפויה להפוך לחולשה אחרי שהתעריפים נכנסו לתוקף. אי הוודאות הכרוכה במלחמת הסחר תמשיך להאט השקעות החברות. כמו כן, התעשייה האמריקאית צפויה להיות מושפעת מהמשך ההאטה בתעשייה ובסחר העולמי. נוסף, שגם ההשפעה של המדיניות המוניטארית שהופכת ליותר מרסנת צפויה להיות מורגשת יותר.

שווקים.

ה-FED לא הפך ל"נץ"

ה-FED שוב שלח מסר מרגיע לשווקים שציפו ממנו לאמירה מוניטארית "נצית" יותר. לדעתנו, הסיכוי להפתעה "נצית" במדיניות ה-FED נמוך. סביר יותר להערכתנו שהבנק המרכזי דווקא יפתיע בהמשך בהטיה "יונית" ביחס לעמדתו הנוכחית:

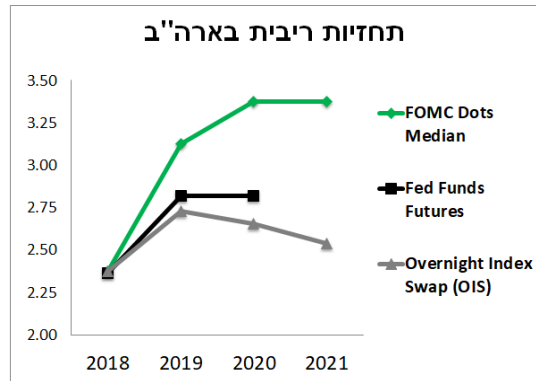
✓ למרות העלייה בקצב הצמיחה במשק האמריקאי, תחזיות ה-FED לא השתנו יותר מדי בין חודש מרץ לספטמבר.



מקור: FED

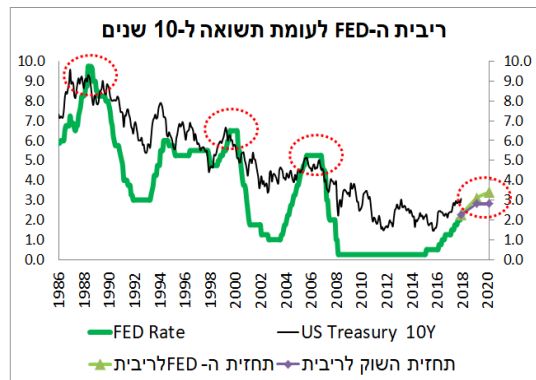
- ✓ הכלכלה האמריקאית נמצאת אומנם במצב טוב, אך כפי שכתבנו בפרק הקודם, צפויה להיחלש בשנה הקרובה.
- ✓ אינפלציה הליבה בארה"ב (PCE Core) נותרה כמעט ללא שינוי מאז חודש מרץ ברמה של כ-2%. לאור תמונה זו, הנגיד האמריקאי הדגיש מספר פעמים במסיבת העיתונאים שהוועדה המוניטארית לא רואה סימנים של האצה באינפלציה.
- ✓ השווקים הפיננסיים לא "חמים" במידה כזאת שה-FED חייב להעלות ריבית כדי לקרר אותם.
- ✓ תחזית ריבית ה-FED צופה שהריבית תעלה עד ל-3.4% בשנת 2020. אולם, מספיק שחבר אחד מתוך הוועדה המוניטארית יזוז מתחזית זו כלפי מטה כדי שכל התחזית (החציון) תרד למטה. לעומת זאת, כדי לעלות את החציון צריך שמספר חברים בוועדה יעלו את התחזית. לכן, הסיכון הגדול יותר לתחזית ה-FED לריבית הוא כלפי מטה.
- ✓ תחזיות השוק מעריכות שהריבית לא תגיע ל-3%.
- ✓ בסופו של דבר צריכים לזכור שבין שני הסיכונים המנוגדים העומדים מפני ה-FED, להגזים בעליית הריבית או להישאר "מאחורי העקום", הסיכון הראשון מסוכן הרבה יותר, כפי שמראה הניסיון ההיסטורי. סכנת האינפלציה לא התפתחה בארה"ב כבר עשרות שנים. אם תהיה קצת אינפלציה גבוהה יותר זה עשוי אף לסייע למשק כעת. לעומת זאת, עלייה מוגזמת של הריבית הפכה לא מעט צמיחות כלכליות ומיתונים.

שורה תחתונה: להערכתנו, בסיכוי גבוה יותר ריבית ה-FED לא תגיע בשיא לרמה של יותר מ-3%.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

תשואות האג"ח הארוכות בארה"ב מגלמות תואי עליית הריבית הצפוי
הנאמר בפרק הקודם לא תומך בהאצה של תהליך עליית הריבית ומעלה סבירות שה-FED יסיים את התהליך ברמות ריבית שהוא מתכנן או נמוכות מהן. יש לכך השלכות חשובות לגבי שוק האג"ח. הניסיון של העשורים האחרונים מלמד שתשואות האג"ח ל-10 שנים וריבית ה-FED מגיעות בשיא במהלך עליית ריבית לאותה רמה. זה קרה בשנת 1989, 2000 ובשנת 2006. יש בכך כמובן גם הגיון.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

לפיכך, בהתאם לתחזיות הריבית הנוכחיות של ה-FED הפוטנציאל לעלייה נוספת של התשואות עדיין קיים, אך הוא מצומצם יחסית. זה נכון במיוחד לאור העובדה שהסיכוי שתחזית ה-FED תרד בהמשך גבוה יותר מאשר שהיא תעלה גם בגלל הסיבות הכלכליות וגם הטכניות, כפי שפירטנו קודם.

מבחינת התחזיות המגולמות בחוזים על הריבית, הריבית לא תגיע אפילו ל-3%. מבחינתם התשואות ל-10 שנים כבר נמצאות ברמה גבוהה מדי ומגלמות פרמיית סיכון.

שורה תחתונה: הסיכון של עלייה משמעותית בתשואות האג"ח האמריקאיות נמוך יחסית.

מתגברות עליות ריבית בעולם

הרבה זמן לא ראינו כל כך הרבה עליות ריבית בחודש אחד. בחודש ספטמבר 15 בנקים מרכזיים בעולם העלו ריבית (ראו טבלה). למעשה, חלק גדול מהמדינות בהן עלתה הריבית נפגעו מהמשבר שפקד לאחרונה את המדינות המתפתחות, בהן פיחות המטבע הגביר הסיכון האינפלציוני. המדינות שהעלו את הריבית במהלך עסקים רגיל כללו את ארה"ב וצ'כיה שממשיכות את התהליך שהחלו קודם, אליהן הצטרפו החודש נורבגיה והונג קונג שהעלו ריבית ב-0.25%.

שינוי	ריבית	מדינה
100	8.50%	PAKISTAN
50	4.50%	PHILIPPINES
25	5.50%	INDONESIA
25	2.50%	MACAU
25	2.50%	HONG KONG
25	3.00%	UAE
25	2.75%	SAUDI ARABIA
25	2.50%	BAHRAIN
25	2.25%	USA
25	1.50%	CZECH REPUBLIC
200	16.00%	UZBEKISTAN
25	0.75%	NORWAY
25	7.50%	RUSSIA
625	24.00%	TURKEY
50	18.00%	UKRAINE

הסיכוי לעליית ריבית באירופה נותר נמוך

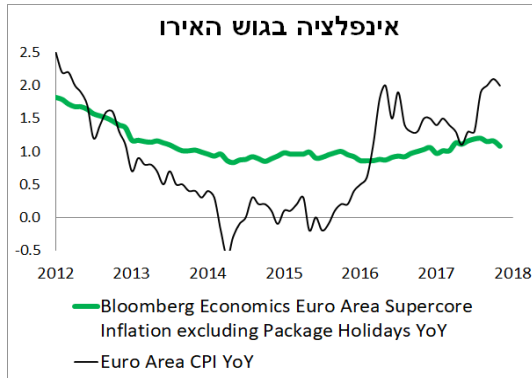
בשבוע שעבר אמר נגיד ה-ECB שהוא רואה סימנים של התגברות האינפלציה בגוש האירו. אולם, נתוני האינפלציה שהתפרסמו אחרי דבריו לא ממש תומכים באמרתו. אינפלציית הליבה בגוש האירו הייתה נמוכה מהתחזית וירדה ל-0.9% לעומת הציפיות לעלייה ל-1.1%.

למרות זאת, השוק לוקח דבריו של דראגי ברצינות. החוזים על הריבית מגלמים שמועד עליית הריבית הראשונה בגוש האירו יהיה בעוד כשנה לעומת ההערכות לדחייה של כשנה וחצי שהייתה רק לפני חודשיים.

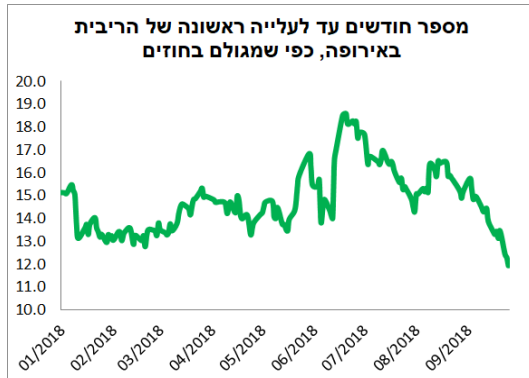
לדעתנו, ההתפתחויות באירופה לא ממש מקרבות עליית הריבית באירופה:

- ✓ ראשית, האינפלציה לא באמת עולה.
- ✓ הכלכלה האירופאית מראה סימני היחלשות, בעיקר במגזר התעשייה.
- ✓ קיימים סיכונים פוליטיים כמו הסיכון באיטליה שהחריף בשבוע שעבר לאחר שהממשלה החדשה החליטה להגדיל גירעון תקציבי מעבר לרמה שהומלצה ע"י גוש האירו.
- ✓ בעוד כשנה ה-FED צפוי לסיים או להיות קרוב לסיים של תהליך העלאת ריבית. אם במועד זה ה-ECB יתחיל לעלות ריבית בגוש האירו או אפילו רק ייווצרו ציפיות לכך, זה עשוי ליצור לחץ חזק להתחזקות האירו, מה שיקשה על התוכניות של ה-ECB.

תרשים 2



תרשים 1

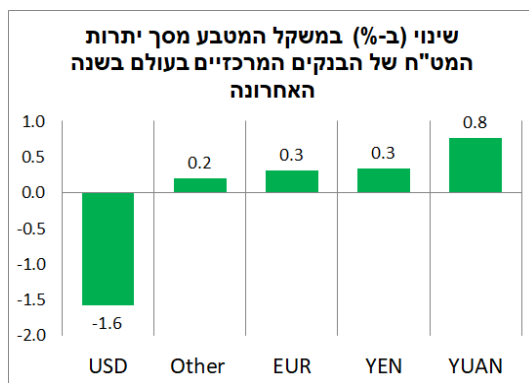
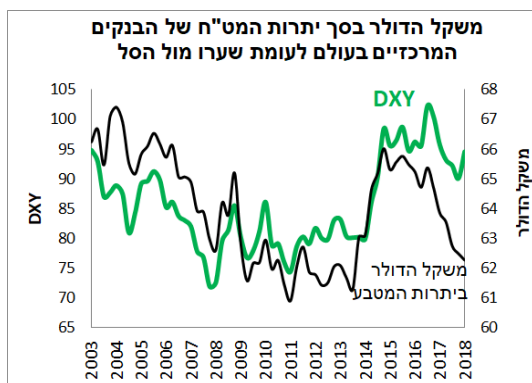


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

מאזן הכוחות משתנה נגד הדולר

ואם הזכרנו את הדולר, מתחזקים הכוחות שפועלים נגדו:

- ✓ ככל שריבית ה-FED ממשיכה לעלות, הפוטנציאל להמשך עליית הריבית מצטמצם, מה שפועל נגד המטבע האמריקאי.
- ✓ יותר בנקים מרכזיים מתחילים להעלות את הריבית.
- ✓ כפי שפורסם בשבוע שעבר, הבנקים המרכזיים בעולם ממשיכים להקטין חשיפה לדולר ביתרות המט"ח שלהם. הדולר אומנם עדיין המטבע הדומיננטי ומהווה כ-62% מסך רזרבות המט"ח, אך משקלו ירד בכ-1.6% בשנה האחרונה לעומת עלייה בחלקם של המטבעות האחרים, במיוחד המטבע הסיני. משקל המטבעות השונים ביתרות המט"ח נמדד במונחי דולר. לכן, ירידה במשקלו של הדולר שהייתה מעבר להיחלשותו ביחס לסל המטבעות מעידה שהבנקים המרכזיים מקטינים משקל הדולר בצורה אקטיבית. המחקרים ההיסטוריים מראים שכאשר ארה"ב מתנתקת מבעלי בריתה הם מקטינים החזקת המטבע שלה.



מקור: IMF Cofer, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: ללא התפתחויות חריגות צפויים לחצים להיחלשות הדולר בעולם בחודשים הבאים.

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 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 בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ, 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 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

2/10/2018

תאריך פרסום האנליזה