

07.10.2018

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

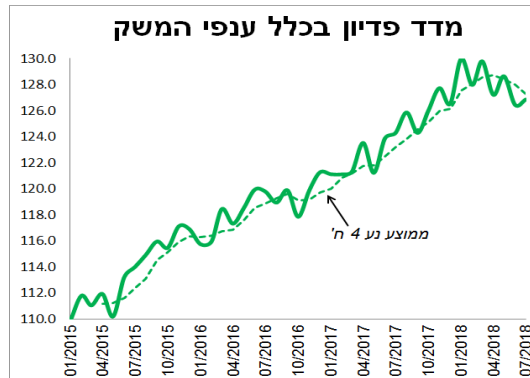
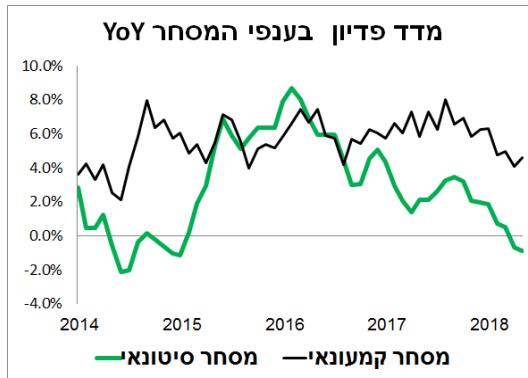
- **מדד הפדיון בכל ענפי המשק** בישראל נמצא במגמת ירידה בחודשים האחרונים. במיוחד בולטת האטה בענפי הנדל"ן והמסחר הסיטונאי.
- קצב הצמיחה השנתי של **מדד הייצור התעשייתי** ללא תעשיית טכנולוגיה עילית ירד לאפס. בולטת ירידה במכירות התעשייה לשוק המקומי.
- ירד משמעותית קצב הגידול **במספר המבקרים בישראל**.
- על רקע ההאטה בצמיחת המשק, במיוחד בהתחשב בסיבות שגורמות להאטה, היחלשות האינפלציה ועלייה בסיכונים גלובליים, אנו מעריכים שהסיכוי לעליית **ריבית ע"י בנק ישראל בקרוב נמוך**.
- העלייה החדה יחסית **בתשואות האג"ח האמריקאיות** קשורה להערכתנו יותר לגורמים טכניים מאשר לכוחות הכלכליים.
- **החולשה בשוקי המניות** בעולם הגיע גם לשוק האמריקאי, במיוחד למדדים מהשורה השנייה. עליית תשואות האג"ח הגבירה אטרקטיביות של האפיק בהשוואה למניות בראיה היסטורית.
- **נאום מתוכנן של סגן הנשיא האמריקאי נגד סין** בשבוע שעבר עלול לסמן החרפת הצעדים הנגדיים בין המדינות בקרוב.

מאקרו ישראל.

ממשיכים סימני האטה בפעילות המשק

האינדיקטורים שהתפרסמו בשבוע שעבר ממשיכים להצביע על האטה בפעילות המשק הישראלי:

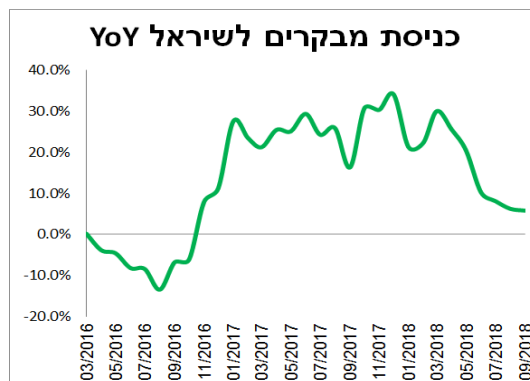
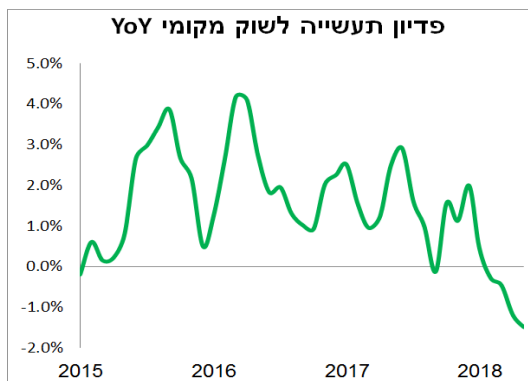
- ✓ מדד הפדיון בכלל ענפי המשק עבר לירידה בצורה די ברורה. קשה להסביר זאת בתנודתיות או גורם טכני אחר. ההאטה ניכרת בענפי המסחר, במיוחד המסחר הסיטונאי שבו קצב הגידול הפך לשלילי. כמו כן, יש התמתנות בענפי הבנייה, פעילויות הנדל"ן, אירוח ואוכל, ניהול ותמיכה.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

- ✓ קצב הצמיחה של מדד הייצור התעשייתי בענפי טכנולוגיה עילית היה מאוד תנודתי השנה. לעומת זאת, בענפים אחרים מסתמנת מגמה שלילית. קצב הצמיחה השנתי של מדד הייצור התעשייתי של כל ענפי הייצור למעט טכנולוגיה עילית ירד לאפס. הירידה במכירות התעשייה לשוק המקומי לעומת אשתקד מלמדת שהקשיים נמצאים יותר במשק המקומי מאשר ביצוא.

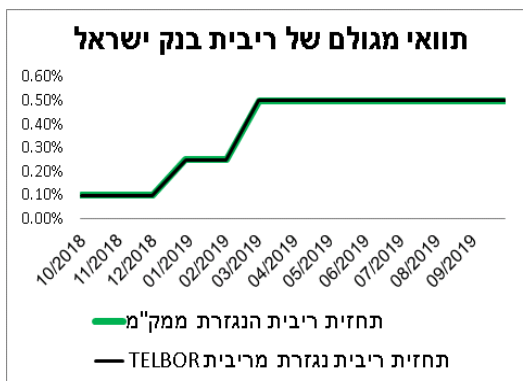
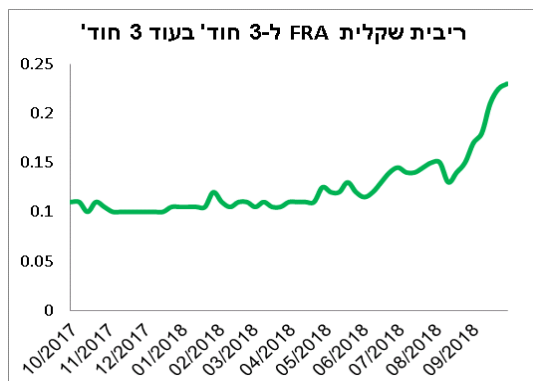
- ✓ קצב הגידול השנתי של כניסת מבקרים לישראל ירד מכ-20% בשנת 2017 ובתחילת 2018 לכ-5%.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

הנתונים לא תומכים בעליית הריבית בישראל

בנק ישראל צפוי לקבל השבוע את החלטת הריבית האחרונה בהנהגתה של קרנית פלוג. הציפיות לעליית הריבית התחזקו, כפי שמשתקף בריביות בשוק המק"מ והתלבור, מהם נגזרות שתי עליות ריבית במהלך השנה הקרובה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

אנו מעריכים שהנסיבות הנוכחיות לא תומכות בעליית הריבית במשק כעת:

- ✓ לבנק ישראל צריך להיות קשה להתעלם גם הפעם מסימני האטה בצמיחת המשק. העדכון כלפי מטה בצמיחה ברבעון השני כמעט בכל הרכיבים, האינדיקטורים השוטפים לפעילות המשק בתחום הצריכה, הייצור, היצוא וכו', ההאטה בגידול במשרות שכיר בסקטור העסקי, ההתמתנות בגביית המסים – כל הסימנים הללו ואחרים אמורים לפחות להעלות חשש אצל בנק ישראל שאולי המצב במשק השתנה.
- ✓ לפי הערכתנו, ההאטה במשק אינה מקרים ונובעת מהקיפאון הנמשך בשוק הנדל"ן ומקיטון בהיצע האשראי לצרכנים ולעסקים הקטנים. אם ההאטה אכן נובעת מגורמים אלו, עליית ריבית עלולה להחריף את המגמה השלילית. לכן, היא לא רק לא נחוצה אלא אפילו מסוכנת.
- ✓ שני מדדי המחירים האחרונים הפתיעו כלפי מטה. במיוחד בלטה ההפתעה בסעיף הדיור, הליבה "הקשה" של האינפלציה בישראל. בנסיבות אלו ירידה בקצב האינפלציה מ-1.4% ל-1.2% בחודשיים האחרונים צריכה להעלות חשש אצל בנק ישראל שאולי סביבת האינפלציה לא מספיק מתבססת בתחום היעד, כהגדרתו.
- ✓ התחזיות לצמיחה בעולם ירדו. ארגון הסחר הבינלאומי הוריד את תחזית הצמיחה בסחר הבינלאומי. קרן המטבע הבינלאומית צפויה להוריד את התחזית השבוע. עלו הסיכונים בשווקים המתעוררים.
- ✓ מאז ישיבת הריבית האחרונה, השקל התחזק בכ-0.6% מול סל המטבעות.

שורה תחתונה: אנחנו חושבים שהסיכוי לעליית ריבית ע"י בנק ישראל בחודשים הקרובים נמוך. עליית ריבית, אם תהיה, תגדיל סיכון להחרפת מגמת האטה במשק.

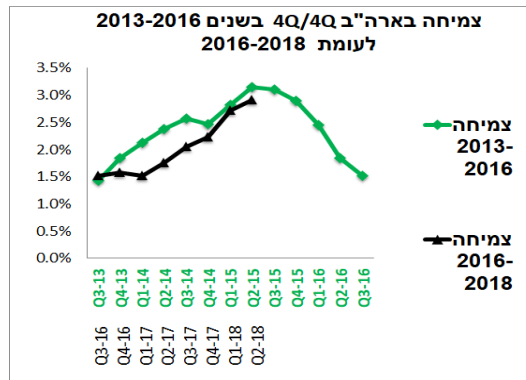
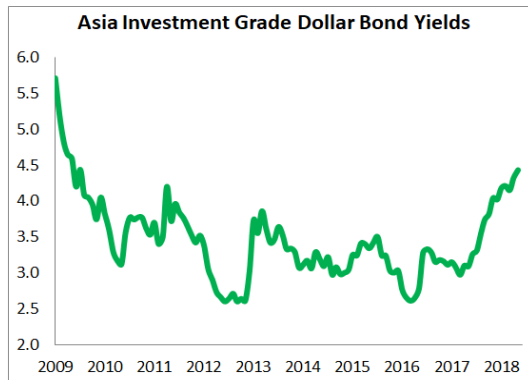
מאקרו עולם.

הכלכלה האמריקאית צפויה להידבק מההאטה בעולם

היום קיימת אחדות דעים שאין איזמים משמעותיים על הכלכלה האמריקאית בשנה הקרובה. רבים צופים האטה או אף מיתון בשנת 2020, אך 2019 נראית די וורודה. להערכה זו שותפים לא רק המשקיעים, אלא גם קובעי המדיניות. בראיונות שונים חברי ה-FED מביעים יותר חשש מפני עלייה באינפלציה אך הרבה פחות מההאטה בצמיחה.

זה מעט מפתיע, מכיוון המצב היום די דומה למה שהתרחש בשנים 2014-2016. נזכיר, שבמחצית השנייה של 2015 ובתחילת 2016 השווקים הפיננסיים רשמו ירידות חדות ובתחילת 2016 התחזיות היו מאוד פסימיות. הצמיחה ברבעונים השלישי והרביעי של 2015 וברבעון הראשון של 2016 בארה"ב הייתה 0.4%-ו-1% ו-1.5% בהתאמה.

ההתדרדרות קרתה אחרי שב-2014 נרשמה באמצע השנה צמיחה של קרוב ל-5% וגם המחצית הראשונה של 2015 הייתה די חזקה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

ב-2015 חלה התמתנות בכלכלה הסינית בעקבות מאמצי השלטון להורדת הסיכון במשק. ההתקררות די מהר הפכה להאטה והתפשטה גם למדינות המתפתחות האחרות. במקביל, יציאת ה-FED מהמדיניות המקלה שהחלה ב-2014 גרמה להתחזקות הדולר ולעליית התשואות, מה שהוסיף פגיעה במדינות המתפתחות.

בנוסף, מחירי הנפט התחילו לרדת במחצית השנייה של 2014 והמשיכו גם ב-2015, מה שהוביל לירידה חדה בהשקעות בענפים הקשורים לתעשיית האנרגיה.

היום הכלכלה הסינית שוב מתקררת. הכלכלות המתפתחות מתמודדות עם החולשה בכלכלה הסינית ועם ההשלכות של המדיניות המוניטארית המצמצמת בארה"ב. ניכרת האטה בפעילות התעשייתית בכל העולם, אך בינתיים לא בארה"ב.

השוני הבולט היום לעומת 2014-15 שבמקום ירידה במחירי הנפט יש כעת עלייה במחירי הנפט. אולם, אם הירידה גרמה לזעזוע, זה לא אומר שעלייה במחירי הנפט זאת ברכה לכלכלה. עד לפני הירידה החדה בנפט בשנים 2014-2015 כל המחקרים ניתחו השפעה ממתנת של עלייה במחירי הנפט על הכלכלה העולמית והגיעו למסקנה שהיא לא זניחה. צריך לזכור, שהעלייה במחירי הנפט היום היא לא רק ביטוי של הגידול בביקוש, אלא בעיקר הבעיות בצד היצע, מה שמחמיר את הבעיה. "החידוש" של התקופה הנוכחית זאת מלחמת הסחר שמוסיפה סיכונים.

הנסיבות היום לא שונות מהותית מאלו שהיו בשנים 2014-2015, לכן גם התוצאות לכלכלה האמריקאית עלולות להיות דומות.

שורה תחתונה: אנחנו חושבים שהצמיחה בכלכלה האמריקאית תתקשה לא "להידבק" מההאטה בכלכלה העולמית.

גדל הסיכון להחרפת מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין

בנאומו בשבוע שעבר סימן סגן הנשיא של ארה"ב Mike Pence שהיחסים בין סין לארה"ב הולכים לכיוון התדרדרות. הוא האשים את סין לא רק במדיניות לא הוגנת כלפי ארה"ב בתחום הכלכלי, אלא גם בהתערבות בחיים הפוליטיים בארה"ב ובמדיניות עוינת ארה"ב בזירה הבינלאומית. הנאום כל כך חריף שהוכן מראש ולא נשלח בטוויטר ע"י הנשיא, יכול להעיד על החרפת סנקציות הדדיות בקרוב.

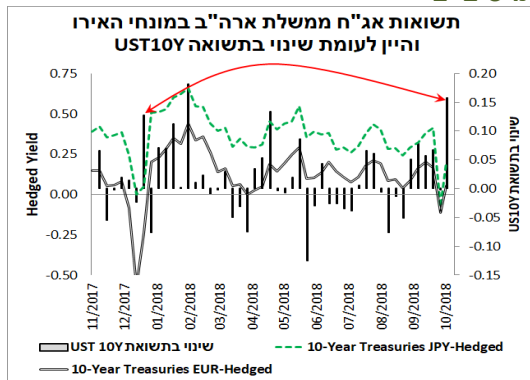
שווקים.

עליית התשואות משקפת יותר גורמים טכניים מאשר כלכליים

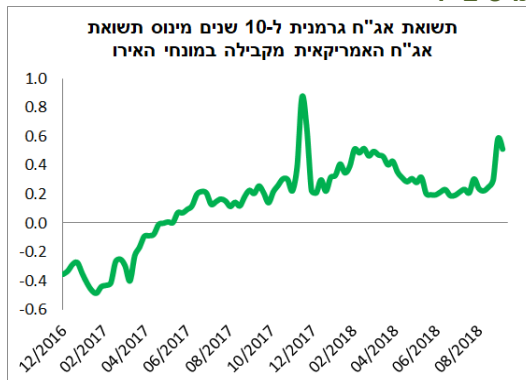
אנחנו חושבים שלסיבות טכניות היה משקל כבד בעליית התשואות החדה בארה"ב. בצד הכוחות הטכניים אפשר להזכיר את השינוי במאזן בין הקונים למוכרים בשוק האג"ח שפועל לרעת שוק האג"ח. ההיצע ההולך וגדל בעקבות עליית הגירעון, כאשר בצד הביקושים הכוחות נחלשים:

- ✓ ה-FED מוסיף להיצע בשוק האג"ח כ-50 מיליארד דולר מדי חודש כתוצאה מצמצום מאזנו.
- ✓ הבנקים המרכזיים האחרים, כגון ה-ECB ו-BOJ, מקטינים את הרכישות.

תרשים 2



תרשים 1



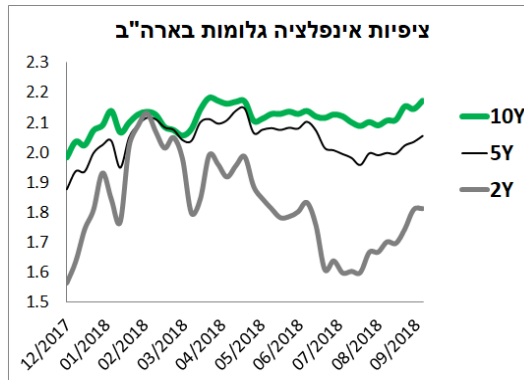
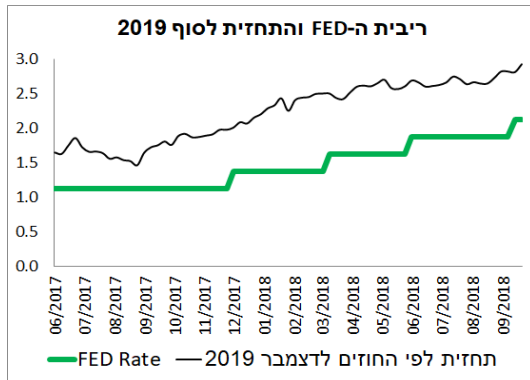
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- ✓ יתכן והסיבה המשמעותית לעליית התשואות בשבוע שעבר הייתה קשורה למכירות ע"י המשקיעים הזרים בעקבות העלייה החדה ב-Basis Swap בדולר, עליה כתבנו בסקירה הקודמת, שהורידה תשואת ה-TB האמריקאי במונחי מטבע זר, בפרט האירו והיין.
- ✓ לירידה בביקוש תורמת כנראה גם הירידה בקניות המשקיעים המוסדיים בארה"ב בעקבות סיום הטבת מס החל מ-15 לספטמבר.

מדוע לדעתנו, הסיבה העיקרית לעליית התשואות היה השינוי במאזן בין הקונים למוכרים שנובע מגורמים טכניים, מאשר מהשיקולים הכלכליים? יש לכך מספר סימנים:

- ✓ הנתונים הכלכליים לא היו כל כך דרמטיים כדי לגרום לעליית התשואות.
- ✓ נתוני שוק העבודה היו מעורבים. תוספת המשרות הפתיעה כלפי מטה בספטמבר, אך עודכנה משמעותית כלפי מעלה לחודשיים הקודמים. שיעור האבטלה היה נמוך מהתחזית, אך קצב עליית השכר, שהוא הנתון העיקרי מבחינת השפעה על שוק האג"ח כעת, נותר יציב. קצב העלייה השנתי של 2.8% שהיה בחודש הקודם היה גם בספטמבר 2017.

- ✓ לא נרשמה כמעט עלייה בציפיות האינפלציה בשבוע האחרון. התחזיות לעליית הריבית עלו אומנם, אך לא בצורה משמעותית.
- ✓ עלייה בתלילות העקום כמעט בלי עלייה בציפיות האינפלציה יכולה להעיד על ההשפעה של הסיבות הטכניות.
- ✓ למרות הירידות בשוק המניות לאחר עליית התשואות, התשואות באג"ח לא חזרו לירידות, כפי שקרה באפיזודות הקודמות של עליית התשואות. התפתחות זו עשויה להעיד על כך שהמשקיעים חושבים שה-FED יהיה נחוש להמשיך עם עליית הריבית, למרות שוק המניות. אולם, יתכן שהסיבה לכך דווקא קשורה לאותם לחצים במאזן בין ביקוש להיצע שאינם תלויים במה יעשה ה-FED.

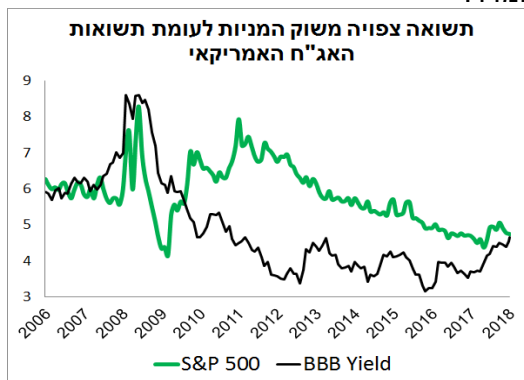
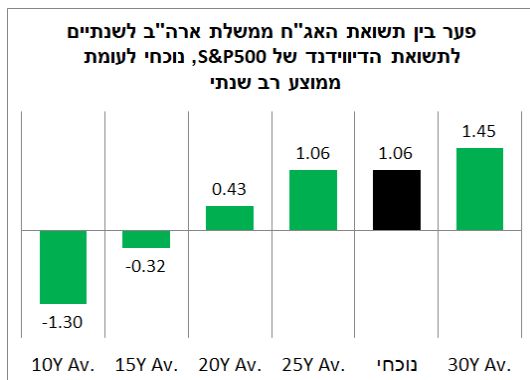


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

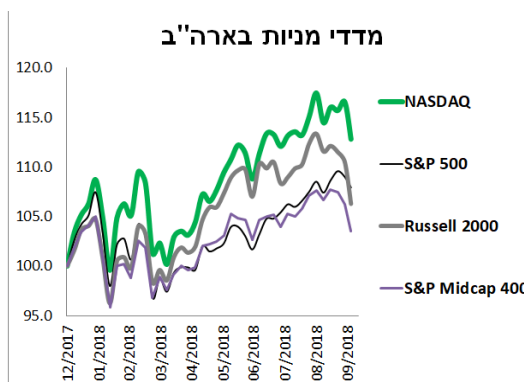
שורה תחתונה: בסופו של דבר, הכוחות הכלכליים הם אלה שאמורים לקבוע את רמת התשואות. כל עוד ציפיות האינפלציה מרוסנות והמשקיעים לא חוששים מדי שה-FED יעלה ריבית מעבר ל-3%, התשואות הארוכות לא אמורות להתנתק משמעותית מהרמה של 3%.

אטרקטיביות האג"ח ביחס למניות משתפרת

בעקבות עליית התשואות גברה אטרקטיביות של האפיק האג"ח על פני המניות. כך, הפער הנוכחי בין תשואת האג"ח האמריקאית לשנתיים לבין תשואת הדיווידנד של מדד S&P 500 גבוה ואף משמעותית מהממוצע ההיסטורי. לראשונה מאז המשבר לפני עשור, התשואה הממוצעת של אג"ח בדירוג BBB עלתה לרמה של התשואה הצפויה של מדד S&P500 שמשקף מכפיל רווח הפוך של המדד.



בחודש האחרון החולשה בשוקי המניות בעולם התפשטה גם לארה"ב, במיוחד למדדים של השורה השנייה. בשעה ש-S&P500 נותר כמעט ללא שינוי מתחילת ספטמבר, מדד Russel 2000 ירד בכ-6% ומדד S&P midcap ירד בכ-4% (תרשים 16).



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

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 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

7/10/2018

תאריך פרסום האנליזה