

28.10.2018

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

1.0%

מדד אוקטובר

0.2%

מדד נובמבר

-0.2%

מדד דצמבר

0.1%

ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים

0.10%

עיקרי הדברים

- קיימים מספר מכשולים מפני עליית ריבית ע"י בנק ישראל. לאור הערכות הצמיחה שלנו, אנו חושבים שהסיכוי לעליית ריבית נמוך. בכל מקרה, עליית ריבית לא צפויה להפוך לתהליך.
- הכלכלה האמריקאית צמחה מעל הציפיות ברבעון השלישי, אך הרכב הצמיחה היה מעט בעייתי ומצביע על פוטנציאל נמוך להמשך. סימנים רבים מצביעים שצפויה האטה בצמיחת המשק האמריקאי.
- הסינים הודיעו על צעדים רבים שנועדו לתמוך בעיקר בפעילות המגזר הפרטי במדינה.
- נמשכת האטה בצמיחה בכלכלה האירופאית.
- לירידות בשוקי המניות יש הפעם סיבות כלכליות אמיתיות, אך הן לא צפויות להפוך למפולת.
- מבין הגורמים שיכולים שוב להזריק מרץ לכלכלה ולשווקים בעולם נמנים הגעה להסכם בין ארה"ב לסין, הרחבה פייסקאלית נוספת בארה"ב, מתן תמריצים לכלכלה בסין בהיקף גדול ועצירת עליית ריבית ע"י ה-FED. הסיכוי להתממשות של לפחות אחד האירועים לא נמוך.
- המשקיעים מתחילים להפנים שריבית ה-FED לא תעלה בכל מחיר.

מאקרו ישראל.

יש לא מעט מכשולים בדרך לעליית ריבית בישראל

בנק ישראל משדר שהוא מתקרב לעליית ריבית. הפרוטוקול של ישיבת הריבית האחרונה חשף שלא רק ששניים מתוך שישה חברים בוועדה המוניטארית הצביעו בעד העלאה, אלא שהנותרים מעריכים שבחודשים הקרובים יבשילו התנאים לתחילת עליית ריבית. ההתלבטות המרכזית של בנק ישראל קשורה לאינפלציה.

אנחנו חושבים שהשאלה העיקרית נוגעת לא לאינפלציה אלא למצב המשק. האינדיקטורים האחרונים, ביחוד הקשורים לצריכה הפרטית, הציגו המשך היחלשות בפעילות. גם ההכנסות ממסים מעידים על כך. לדעתנו, יש עוד לפחות שלושה מכשולים שמפרידים בין בנק ישראל לבין העלאת ריבית ראשונה:

1. אם מדד המחירים לחודש אוקטובר יעלה ב-0.2%, כפי שאנו מעריכים, קצב האינפלציה השנתי ירד ל-1.1%, קרוב מדי לגבול התחתון של היעד. זה יכול להיות לא מספיק בשביל לשכנע את בנק ישראל שהאינפלציה התבססה.
2. עד למועד החלטת ריבית בסוף נובמבר יתפרסמו מספר גדול של אינדיקטורים כלכליים במשק ובראשם העדכון הראשון לצמיחה ברבעון השלישי. אם הנתונים ימשיכו להיות חלשים, בנק ישראל יהיה חייב לתת את הדעת ולהתחשב גם בהם, מלבד שיקולי האינפלציה.
3. מינוי הנגיד החדש עדיין לא אושר בוועדה הציבורית ובמשלה. אם הוא לא יספיק להשתתף בישיבת הריבית הקרובה, ספק שהוועדה המוניטארית תקבל החלטה להתחיל עם תהליך עליית ריבית בלעדיו.

שורה תחתונה: לאור הערכות הצמיחה שלנו, אנו חושבים שהסיכוי לעליית ריבית קרובה ע"י בנק ישראל נמוך. בכל מקרה, עליית ריבית לא צפויה להפוך לתהליך.

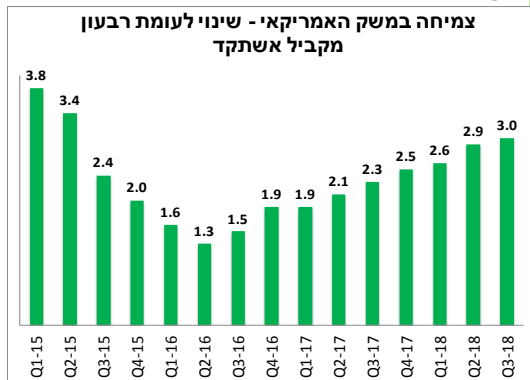
מאקרו עולם.

הצריכה הפרטית, הציבורית וגידול במלאים תרמו לצמיחה במשק האמריקאי

המשק האמריקאי צמח בקצב של 3.5% ברבעון השלישי, לעומת הציפיות לצמיחה של 3.3% ולעומת צמיחה של 4.2% ברבעון השני. נמשך שיפור בקצב הצמיחה במבט על השינוי לעומת הרבעון המקביל אשתקד (תרשים 1).

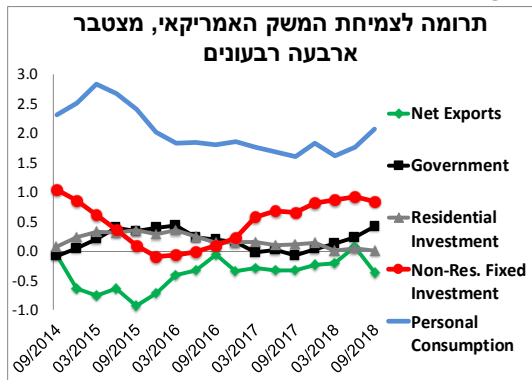
- ✓ חל שיפור בתרומה לצמיחה של הצריכה הפרטית והצריכה הציבורית. לעומת זאת, תרומת ההשקעות בענפי המשק לצמיחה ברבעון השלישי הייתה הנמוכה ביותר מאז 2016-Q4.
- ✓ היצוא והיבוא ירדו. התרומה של היצוא נטו (יצוא בניכוי יבוא) לצמיחה הייתה הנמוכה ביותר מאז 1985. ירידה זו די מפתיעה. היינו מצפים דווקא לעלייה בסחר החוץ לקראת עליית התעריפים. יתכן, שההאטה בסחר בעולם פגעה גם בארה"ב.
- ✓ גידול במלאים תרם כ-2.1% לצמיחה. עליית המלאים דווקא מסתדרת עם היערכות לקראת עליית התעריפים.
- ✓ הצמיחה הנומינאלית עמדה על 4.6% לעומת 7.6% ברבעון הקודם תוך ירידה בקצב העלייה של מדד מחירי התוצר.

תרשים 1



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

תרשים 2



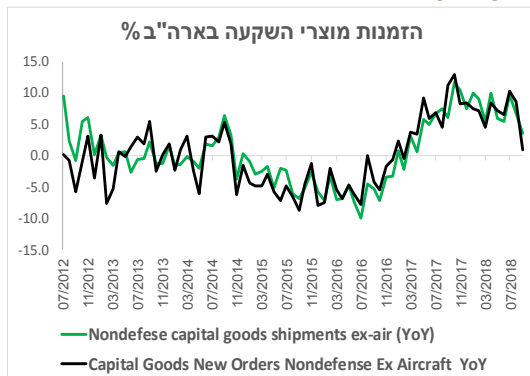
השיא בצמיחת המשק האמריקאי נותר מאחור

בנתוני התמ"ג אפשר לזהות היחלשות מומנטום בצמיחת המשק האמריקאי. מלבד סמיני התקררות מורגשים בסקרים ובנתונים אחרים:

- ✓ בספר הבז' של ה-FED הגדרת הפעילות הכלכלית במשק השתנתה מ-"מתונה" בדו"ח הקודם ל-"מתונה עד צנועה" בדוח שהתפרסם בשבוע שעבר.
- ✓ בסקר לרבעון השלישי של National Center for Middle Market ירד מדד הציפיות של מנהלי החברות לרבעון הבא, לראשונה מאז 2017.
- ✓ כפי שהראו הנתונים בשבוע שעבר, שקיבלו ביטוי גם בירידה בהשקעות בתוצר, ניכרת האטה בהזמנות מוצרי השקעה ע"י החברות (תרשים 3).
- ✓ נתוני שוק הנדל"ן, כולל אלה שפורסמו בשבוע שעבר, ממשיכים להצביע על היחלשות ניכרת.

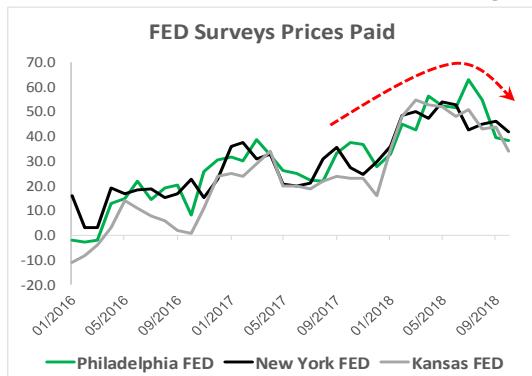
שורה תחתונה: מגוון גורמים צפויים להאט קצב הצמיחה בארה"ב ברבעונים הבאים.

תרשים 3

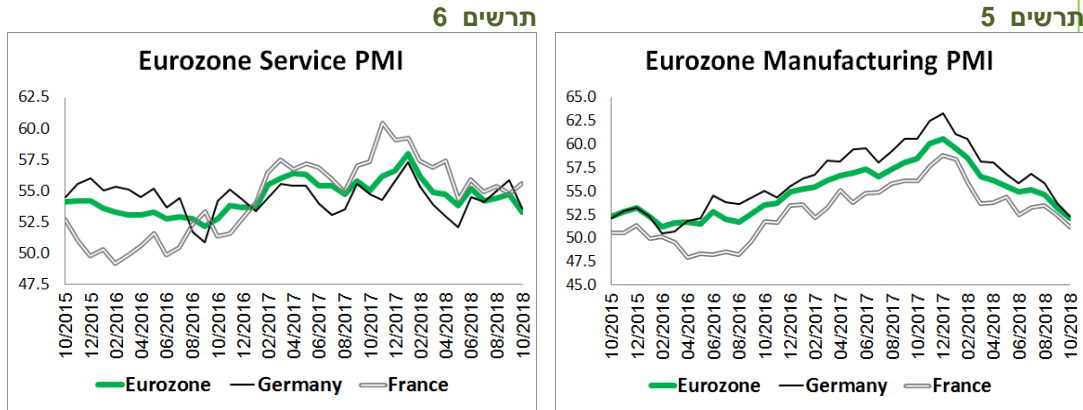


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

תרשים 4



הכלכלה האירופאית ממשיכה לצמוח, אך בקצב איטי יותר. עליית ריבית לא נראית באופק הנתונים הכלכליים באירופה ממשיכים להיחלש. מדדי מנהלי הרכש ירדו גם באוקטובר והיו נמוכים מהציפיות, במיוחד בתעשייה (תרשים 5). גם במגזר השירותים ניכרת התמתנות (תרשים 6).



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

סין מגבירה מאמצים להילחם בהאטה בצמיחה

בשבוע שעבר כתבנו שהסינים עשויים להוציא לפועל תוכנית תמריצים משמעותית שתתמוך בפעילות המשק. מהלך זה עשוי לשפר גם את המצב הכלכלי מחוץ לסין ולסייע לשווקים פיננסיים לחזור למגמה חיובית, כפי שכבר קרה מספר פעמים מאז המשבר בשנת 2008.

בשבוע האחרון הרשויות אכן הכריזו על מספר צעדים בכיוון. צריך לציין שלהבדיל מהפעמים הקודמות הדגש כעת ניתן לא על התמיכה בחברות הממשלתיות, אלא החברות במגזר הפרטי:

- ✓ סגן נשיא סין נתן ראיון ארוך בו הבטיח שהממשלה תתמוך בחברות הפרטיות.
- ✓ יומיים אחריו הנשיא עצמו אמר שהממשלה תעמוד מאחורי המגזר הפרטי ללא עוררין.
- ✓ הבנק המרכזי פרסם תוכנית בהיקף של כ-1.4 מיליארד דולר שנועדה לסייע בהנפקת אג"ח לחברות מהמגזר הפרטי.
- ✓ הבנק המרכזי הקל תנאים למכירת המניות המשועבדות של החברות הפרטיות.
- ✓ ננקטו צעדים שאמורים לעודד את המשקיעים המוסדיים להשקיע במניות.
- ✓ הממשלה הודיע על תוכנית להורדת המסים על הפרטיים.
- ✓ בנוסף, נבחנת הורדת מס החברות והורדת התשלומים ע"י המגזר העסקי לביטוח לאומי.
- ✓ הממשלה הודיעה על המועד הסופי בו ירדו המגבלות על ההשקעות הזרות בסין.

צריך לציין שהסינים נמצאים במובנים רבים במצב טוב יותר בהשוואה לארה"ב בהתמודדות עם הקשיים בכלכלה, בפרט אלה שנוצרו כתוצאה ממלחמת הסחר. הם מעניקים התמריצים לכלכלה במענה לקשיים. לעומת זאת, הכלכלה האמריקאית קיבלה את התמריצים קודם (הרפורמה במס וההרחבה הפיסקאלית) ורק לאחר מכן נתקלה בקשיים שקשורים בין היתר למלחמת הסחר. במצב זה התמריצים הסינים צפויים להיות יעילים יותר מאשר האמריקאים בהתמודדות עם הקשיים.

שורה תחתונה: הסינים התחילו לפעול במרץ לשינוי המצב בכלכלה הנחלשת. כתוצאה מזה, עלה הסיכוי לשיפור בפעילות בסין שעשוי לתמוך גם בכלכלות האחרות ובשווקים.

שווקים.

זה לא סתם תיקון, אבל גם לא מפולת

כפי שכבר כתבנו, ההיסטוריה מלמדת אותנו שמפולת בשוק המניות מתרחשת כשיש מיתון וכעת אין סימנים משמעותיים של מיתון מתקרב בארה"ב. לכן, מאוד סביר ששוק המניות יתייצב בסופו של דבר בקרוב.

יחד עם זאת, הירידות האחרונות בשוק המניות שונות מהותית מהתיקון שהיה בשווקים בתחילת השנה. בפברואר היה באמת מדובר בתיקון טכני לאחר רצף ארוך של עליות שערים ללא סיבות ניכרות אחרות. לעומת זאת, כעת יש סיבות כלכליות אמיתיות לירידות:

- הכלכלה האמריקאית משקפת יותר ויותר סימנים של שלב מאוחר במחזור העסקים (עלייה בריביות, בשכר ובמחירי התשומות).
- כתוצאה מזה, השיא ברווחיות החברות מאחורינו.
- השפעת ההרחבה הפיסקאלית בארה"ב הולכת ופוחתת, אך בינתיים היא לא יצרה גל השקעות חזק ע"י המגזר העסקי שיכול להמשיך מומנטום הצמיחה.
- מלחמת הסחר אף סייעה להגברת הפעילות עד לפני עליית התעריפים. כעת השפעתה הופכת לשלילית
- מעמיקה ההאטה בכלכלה העולמית.

מה יכול להחזיר יותר אופטימיות למשקיעים?

1. **Trump Put1**: חתימה על הסכם סחר בין ארה"ב לסין - הסיכוי לתסריט זה עלה לאחר הירידות בשווקים. הניסיון מהסכמים שכבר נחתמו בין ארה"ב לדרום קוריאה, מקסיקו וקנדה מראה שכדי להגיע להסכם חדש המדינות לא נדרשו לווייתורים מפליגים לעומת המצב הקודם. נראה שהממשל האמריקאי מחפש יותר כותרות על הצלחות משינוי אמיתי בהסכמים לטובתו. החולשה בכלכלה האמריקאית והירידות בשווקים הפיננסיים יכולים לדחוף את הנשיא להגיע לפשרות עם הסינים ולוותר על דרישות מרחיקות לכת. **הסיכוי למהלך בינוני-גבוה.**

2. **Trump Put2**: אישור תוכנית השקעה בתשתיות בהיקף גדול ו/או הקלה נוספת במיסוי ע"י הממשל האמריקאי אחרי הבחירות אמצע קדנציה. בשבוע שעבר אמר הנשיא שהוא מתכוון להוריד מסים למעמד הביניים. מהלכים מסוג זה יעלו עוד את הגירעון, אך כבר הבנו שגם לרפובליקנים גרעון זאת לא מילה גסה. **הסיכוי למהלך בינוני-נמוך.**

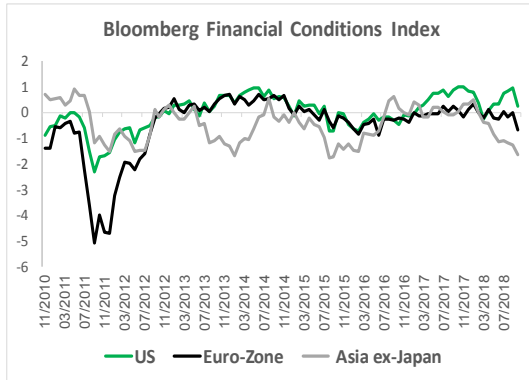
3. **China Put**: הוצאה לפועל של תוכנית תמריצים בתמיכת הממשלה בהיקף גדול מאוד, כפי שנעשה ב-2009, 2011 ו-2015 לאחר היחלשות הפעילות במדינה. **הסיכוי למהלך - בינוני.**

4. **Fed Put**: הודעת ה-FED שעד לשינוי הנסיבות אין צורך ביותר העלאות ריבית. זה יכול לקרות אם הסימנים של החולשה בכלכלה האמריקאית ימשכו. האינפלציה תתייצב והשווקים ימשיכו להיות תנודתיים. **הסיכוי למהלך - נמוך.**

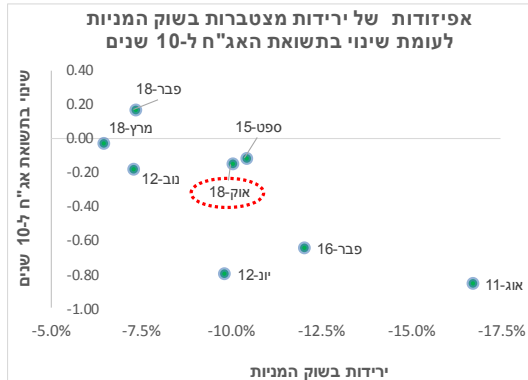
שוק האג"ח מתחיל להפנים שריבית ה-FED לא תעלה בכל מחיר

המשקיעים מתחילים להפנים שתוכניות ה-FED עשויות להשתנות בגלל הירידות בשוק המניות. עובדה זו בא לידי ביטוי בחוזים על הריבית ובתשואות הארוכות בארה"ב. היחס בין הירידות במניות לבין השינוי באג"ח ל-10 שנים לא חריג בהשוואה לאפיזודות אחרות של ירידות בשוק המניות האמריקאי שהיו בשנים האחרונות. בתרשים 7 ניתן לראות שירידה משמעותית בתשואת האג"ח התרחשה בדרך כלל כאשר הירידות במניות העמיקו עד לכ-15%. כמובן, הירידות במניות הן לא הגורם היחיד שמשפיע. בכל פעם יש נסיבות שונות. כפי שכתבנו בסקירה הקודמת, אנו מעריכים שעליית ריבית ה-FED בסוף השנה אומנם סבירה, אך אינה מונחת בכיס. המשך ההאטה באינדיקטורים הכלכליים בארה"ב ומחוץ לה, סימני בלימת האינפלציה והרעה בתנאים פיננסיים, שבינתיים ירדו רק במעט בארה"ב (תרשים 8) עשויים לשנות תוכניות ה-FED. אנו חושבים שהסיכוי לעליית ריבית נמוך יותר ממה שמתומחר בשווקים.

תרשים 8



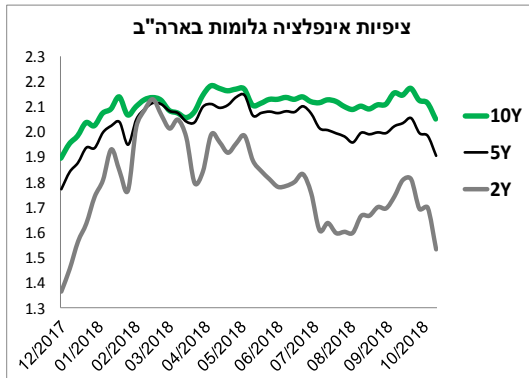
תרשים 7



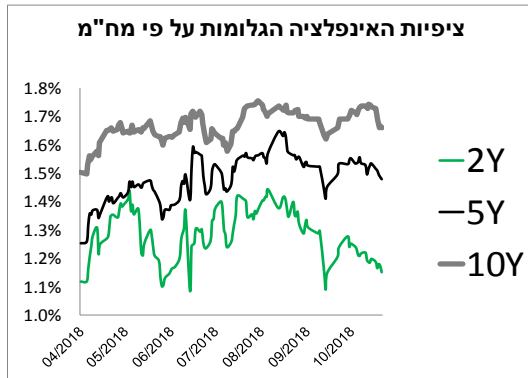
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

בישראל תשואות האג"ח הארוכות כמעט לא ירדו בשבוע שעבר בהשוואה לארה"ב. המשיכה ירידה בציפיות האינפלציה בעיקר בחלק הקצר של העקום כמעט לרמה הנמוכה ביותר בחצי השנה האחרונה (תרשים 9), בדומה לארה"ב (תרשים 10).

תרשים 10



תרשים 9



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 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 בתוניה 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 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

28/10/2018

תאריך פרסום האנליזה