

30.12.2018

אינפלציה 12 חודשים

הבאים  
1.0%

מדד דצמבר  
-0.1%

מדד ינואר  
-0.3%

מדד פברואר  
-0.1%

ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים  
0.25%

עיקרי הדברים

- מדברי הנגיד החדש של בנק ישראל בטקס המינוי ניתן היה ללמוד שאפשר להגדיר את עמדתו בקשר למדיניות המוניטארית בשלב הנוכחי כיחסית "נצית".
- אף על פי כן, האירועים האחרונים מעלים עוד יותר שאלות מקודם לגבי הצמיחה במשק בשנה הקרובה ומחזקים את הערכתנו, שהנסיבות יקשו על בנק ישראל לממש את התוכנית לעליית ריבית.
- היצע האשראי הצרכני במשק, במיוחד הבנקאי, המשיכה להתכווץ גם ברבעון השלישי. האשראי העסקי צמח בקצב גבוה, אך לאור האירועים בשוק הקונצרני והסיכון להאטה בצמיחה גם הוא עשוי להתמתן.
- האירועים הדומים לאפיזודה הנוכחית שהיו בשווקים הפיננסיים בעשור האחרון בדרך כלל החלישו היצוא מישראל והקטינו השקעות במגזר ההיי טק.
- לאחר הבחירות לכנסת, קצב הגידול בצריכה הציבורית, במיוחד אזרחית, אשר היה בשנים האחרונות גבוה במיוחד, צפוי לקטון במסגרת צמצום הגירעון.
- שיעור האבטלה במשק נותר יציב בחודשים האחרונים, אך תביעות דמי אבטלה בעלייה והמשרות במגזר העסקי לא צומחות.
- השווקים מגלמים שריבית ה-FED לא תעלה בשנה הקרובה. אנו שותפים להערכה זו. אם זה יקרה התשואות הארוכות צפויות להתכנס אל גובה הריבית.
- שוק האג"ח המקומי היה חריג בחודש האחרון ביחס לעולם. התשואות הקצרות בישראל עלו, הארוכות כמעט לא ירדו כמו גם ציפיות האינפלציה בניגוד למרבית המדינות.
- מצטברים סימנים שאם וכאשר השווקים יירגעו בהדרגה, הדולר האמריקאי עשוי להיחלש.

## מאקרו ישראל.

### הגיע נגיד "נץ"

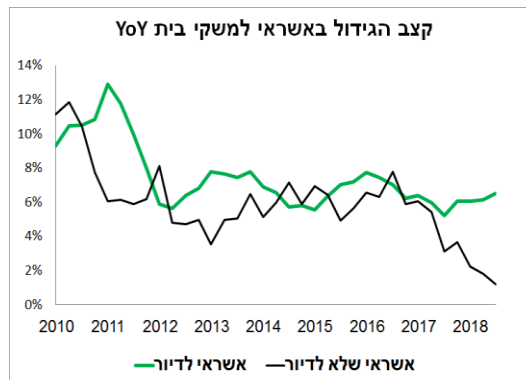
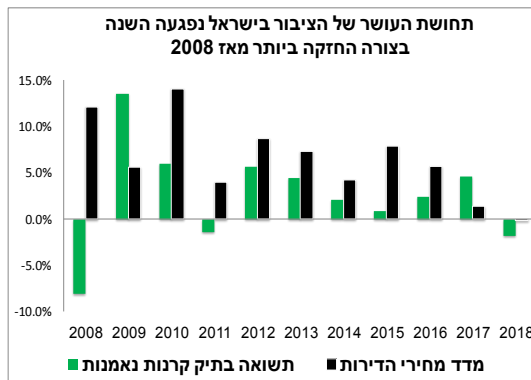
מדברי הנגיד החדש של בנק ישראל בטקס המינוי ניתן היה ללמוד שאפשר להגדיר את עמדתו ביחס למדיניות המוניטארית בשלב הנוכחי כ"נצית". הוא הציב כמשימה עיקרית נורמליזציה של המדיניות המוניטארית. יש לציין רק, שהנגיד הדגיש שתהליך הנורמליזציה יהיה הדרגתי.

לאור עמדה זו, נדרשנו לבחון שוב את התחזית שלנו לאי שינוי בריבית בנק ישראל. נאומו אומר שאם הנסיבות יאפשרו, הוועדה מוניטארית ברשותו אולי תהסס פחות לעלות ריבית מאשר בהובלה של הנגידה הקודמת.

יחד עם זאת, אין בכך שינוי גדול. גם לפניו הוועדה המוניטארית הייתה בעד העלאת הריבית. אף על פי כן, האירועים האחרונים מעלים עוד יותר שאלות מקודם לגבי הצמיחה במשק בשנה הקרובה ומחזקים את הערכתנו, שהנסיבות יקשו על בנק ישראל לממש את התוכנית, כפי שנפרט בהמשך.

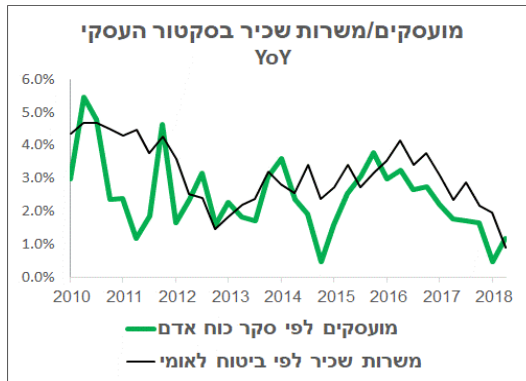
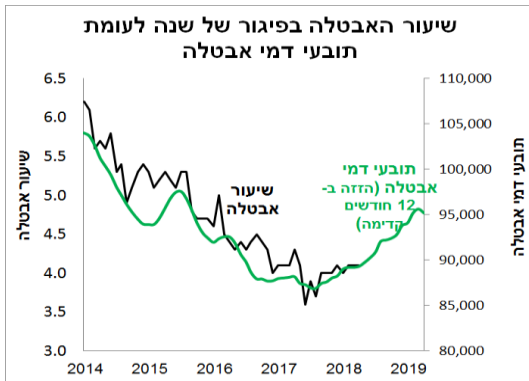
### מהן הסיבות לירידה בצמיחה ב-2019?

- ראשית, נציין שקצב הצמיחה במשק הואט השנה, בעיקר בעקבות החולשה בצריכה הפרטית. הסיבות העיקריות להאטה קשורות לירידה ניכרת בפעילות בשוק הנדל"ן ולעצירה בהיצע האשראי הצרכני.
- מנתוני האשראי במשק שפרסם בנק ישראל בשבוע שעבר ניתן ללמוד שקצב הגידול השנתי באשראי הצרכני המשיך להתכווץ ברבעון השלישי. האשראי הצרכני בבנקים אפילו ירד לעומת אשתקד, תופעה שלא ראינו מאז המשבר בשנת 2002.



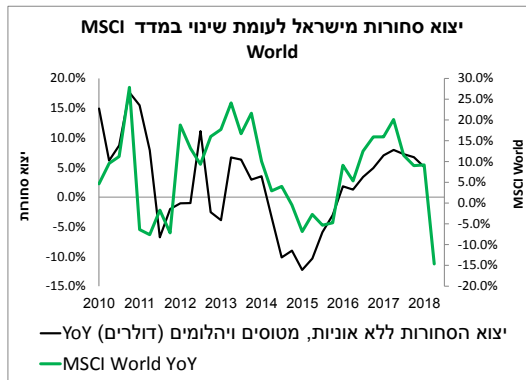
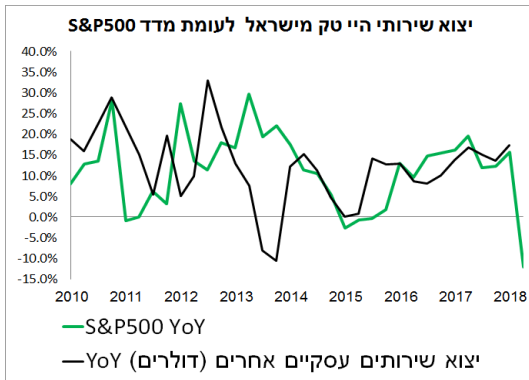
מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

- גורם נוסף שצפוי להכביד על הצרכנים זאת פגיעה באפקט העושר של הציבור בעקבות הירידות בשווקים הפיננסיים שהיו לאחרונה והקיפאון ואף ירידה במחירי הדירות.
  - אומנם, לפי הנתונים של סקר כוח אדם שפורסמו בשבוע שעבר, שיעור האבטלה נותר יציב ברמה של 4.1% בחודשים האחרונים, אך אנו מעריכים שהאטה בצמיחת המשק תוביל לעלייה בשיעור האבטלה בשנת 2019.
- ניתן כבר לזהות קשיים בשוק העבודה. תביעות דמי אבטלה נמצאות במגמת עלייה בשנה האחרונה לאחר ירידה רב שנתית. כמו כן, גידול במשרות במגזר העסקי כמעט נעצר, כפי שעולה מנתוני משרות שכיר של ביטוח לאומי ונתוני המועסקים בסקר כוח.



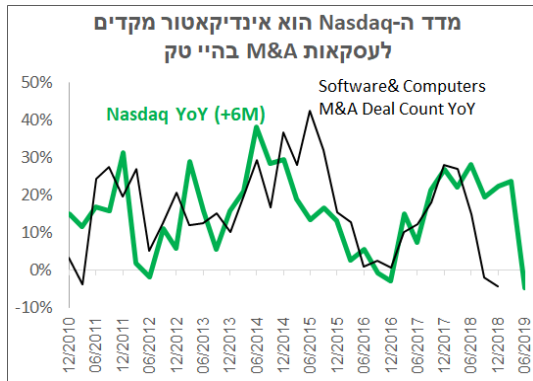
מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

- הצמיחה הכלכלית בעולם, שהייתה במגמת האטה עוד לפני הטלטה האחרונה בשווקים, צפויה להיחלש עוד יותר. בקרוב יתפרסמו התחזיות המעודכנות לצמיחה העולמית ולסחר החוץ ע"י הגופים הבינלאומיים כגון קרן המטבע, שבסיכויו כמעט וודאי ירדו.
- תחום היצוא בישראל הוא הפגיע ביותר להאטה בצמיחה בעולם ולטלטלות בשווקים הפיננסיים, כפי שניתן לראות בתרשים מטה שמציג את השינוי ביצוא הסחורות מישראל (ללא מטוסים ויהלומים) לעומת השינוי במדד מניות MSCI World. גם יצוא שירותי היי טק מישראל, שצמח בקצב גבוה בשנים האחרונות, לא צפוי להישאר חסין, במיוחד נוכח הירידות החדות במניות הטכנולוגיה בארה"ב.

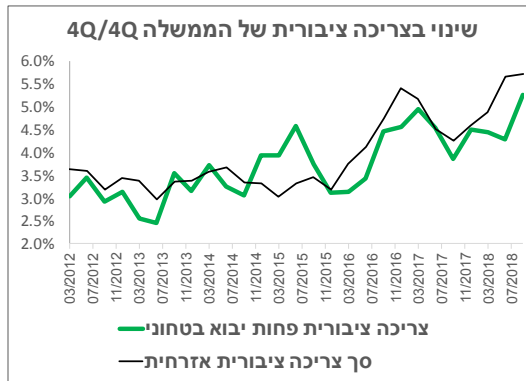


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

- גם רכישות חברות הטכנולוגיה הישראליות תלויות בביצועי הבורסות. בתרשים מטה ניתן לראות שינויים במספר עסקאות מיזוגים ורכישות בענפי הטכנולוגיה בעולם ביחס לשינוי במדד Nasdaq כאשר מדד המניות מקדים שינוי בעסקאות בחצי שנה. מעוניין שהשנה הירידה בעסקאות M&A התרחשה עוד לפני הירידות ב-Nasdaq, כנראה בגלל החדשות השליליות על הענף שנפוצו השנה.
  - בשנים האחרונות הפעילות במשק קיבלה דחיפה חזקה מהמדיניות הפיסקאלית המרחיבה. היא באה לידי ביטוי בהורדת המסים והגדלת הוצאות הממשלה. במיוחד ניכרת האצה בהוצאות האזרחיות שעלו מקצב שנתי של כ-3% עד שנת 2015 לכ-6%-5% בשנתיים האחרונות.
- מצב זה כנראה הולך להשתנות אחרי הבחירות עליהן הוכרז בשבוע שעבר. לאור הגירעון שצפוי להערכתנו להגיע ל-4.0%-3.5% בשנת 2019 הממשלה החדשה תצטרך לרסן את ההוצאות ו/או להגדיל מסים, מה שיתבטא בנתוני הצמיחה.

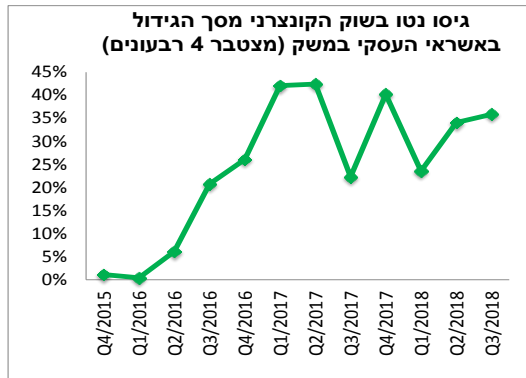
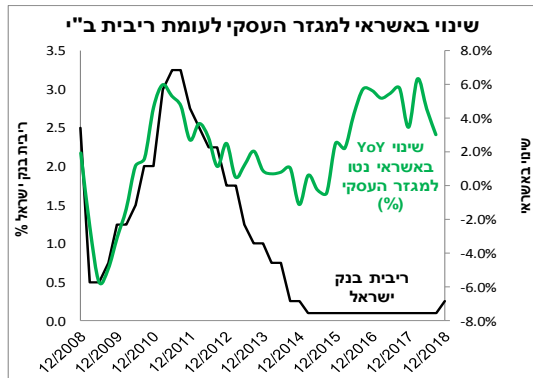


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

האשראי הצרכני אומנם התכווץ, אך האשראי העסקי עלה במהירות בשלוש השנים האחרונות מאז שבנק ישראל הוריד את הריבית לאפס. האטה בצמיחה בעולם ובישראל עשויה למתן גם ההיצע של האשראי העסקי. בפרט, הטלטלה בשווקים שהובילה לעליית מרווחים ופגיעה בנזילות בשוק הקונצרני עלולה להקשות על גיוסי החברות שהיו בשנים האחרונות מקור לכ-30%-40% מסך הגידול באשראי העסקי במשק. בנק ישראל הצביע בדו"ח היציבות הפיננסית בשבוע שעבר על האפיק הקונצרני כבעל סיכון גבוה. עליית הריבית בשלב זה תפעיל לחץ נוסף על האג"ח הקונצרניות שנפגעו משוק המניות ועלולה לגרום לסיכון זה להתממש.



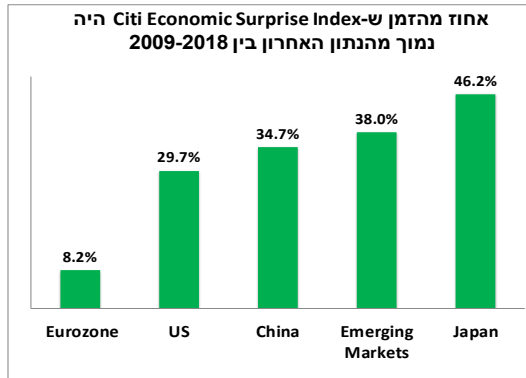
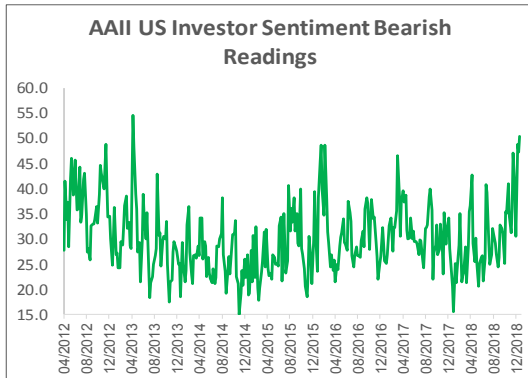
מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

## מסקנות:

1. למעשה, עליית ריבית במצב של האטה במשק והרעה בתנאים הפיננסיים, כאשר האינפלציה עדיין נמוכה, מהווה לא פחות מניסוי מוניטארי שלא נראה קודם מאשר ריבית שלילית או הקלה כמותית, גם אם מדובר בשינוי מהרמה האפסית של הריבית.
  2. גם השגת יעד האינפלציה עשויה להיות משימה מאתגרת בתנאי שמחירי הסחורות בשפל, במיוחד הנפט, וכאשר ההאטה בישראל ובעולם עשויה להגביר לחצים דפלציוניים.
- שורה תחתונה: למרות "נציות" הנגיד החדש, אנו מעריכים שהסיכוי להמשך עליות ריבית בישראל נותר נמוך.

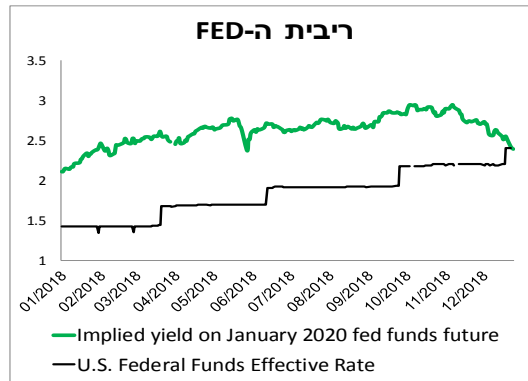
## שוקים.

**הנתונים עדיין מפתיעים בעיקר לרעה, אך המשקיעים כבר פסימיים**  
 אחד התנאים כדי שהשוקים ימצאו רצפה וישנו כיוון צריך להיות "עיכול" העובדה שהמצב הכלכלי פחות טוב ממה שהמשקיעים חשבו קודם. בדרך כלל, לאחר שכלכלנים מעדכנים תחזיות כלפי מטה ויותר נתונים מתחילים להכות את התחזיות, השוקים חוזרים למגמה חיובית.  
 נראה, שאנחנו מתקרבים לשם, אך עדיין לא הגענו להפנמה מלאה של עוצמת ההאטה כי הנתונים ממשיכים להפתיע בעיקר לרעה. באירופה רק 8% מהזמן היה מדד Citi Economic Surprise Index נמוך מהנתון הנוכחי בעשור האחרון. אולם, המדד של ארה"ב ושל סין היה נמוך בשליש מהזמן.  
 התנאי הנוסף לשינוי הכיוון הוא הפסימיות בקרב המשקיעים. כשרוב המשקיעים פסימיים, השוקים דווקא לעתים קרובות מפתיעים לטובה, כי הפסימיים כבר מחוץ לשוק. מבחינה זו, הסנטימנט של המשקיעים כעת מאוד שלילי. אחוז המשקיעים האמריקאים אשר "דוביים" על השוקים עלה בשבוע שעבר לרמה הגבוהה מאז 2013.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**אם ריבית ה-FED לא תעלה יותר, התשואות הארוכות צפויות להתכנס אליה בסופו של דבר**  
 החוזה על ריבית ה-FED לינואר 2020 משקף שהשוק כבר לא צופה שינוי בריבית במהלך השנה. עקום התשואות האמריקאי ממשיך להתהפך, כאשר כעת גם הפער בין התשואה לשנה לבין 5 שנים הפך לשלילי. צריכים לציין שהשינוי החיובי בשוק המניות של הימים האחרונים לא הביא לעליית התשואות. מאז יום שני שבו השוק ירד לתחתית התשואה ל-10 שנים אף ירדה ב-0.02%.  
 אנחנו שותפים להערכות השוק שריבית ה-FED לא צפויה לעלות במהלך השנה. אם זה יקרה, התשואות הארוכות (10Y) צפויות למצוא את עצמן במוקדם או במאוחר ברמה שלא עולה על ריבית ה-FED, כפי שקרה פעמים רבות בעבר. לכן, סביר יותר שנראה תשואות נמוכות מהרמה נוכחית.

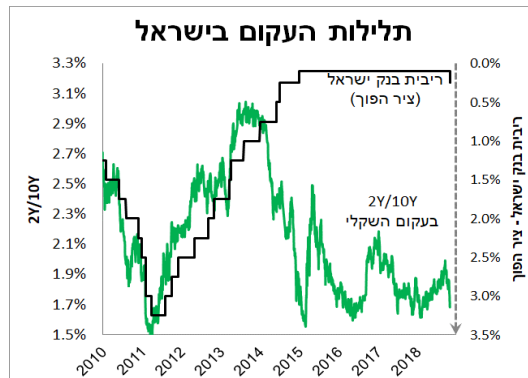
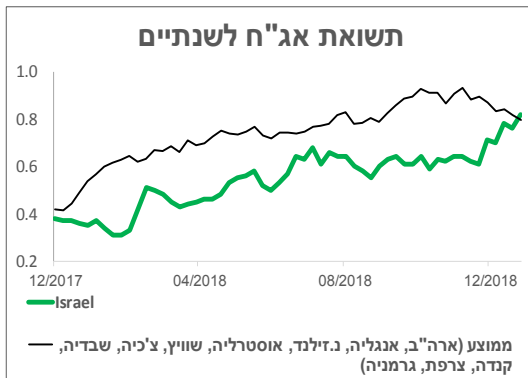


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### שוק האג"ח המקומי חריג ביחס לעולם בכל הפרמטרים

אצלנו, מאז עליית הריבית, התשואות בחלק הקצר של העקום השקלי עלו בעקביות בכ- 0.25% כאשר התשואות הארוכות נותרו כמעט ללא שינוי ובשבועיים האחרונים אף ירדו בהשפעת העולם. כתוצאה מזה, חלה ירידה מהירה בתלילות העקום השקלי שהגיעה לאחת הרמות הנמוכות של השנים האחרונות.

נציין שעליה בציפיות הריבית בישראל אשר באה לידי ביטוי בעליית התשואות הקצרות הייתה חריגה בעולם. כמעט באף מדינה מפותחת בעולם לא עלתה התשואה לשנתיים בתקופה זו, למעט ישראל. גם מבחינת ירידה מינורית בתשואות בחלק הארוך של העקום בישראל הייתה חריגה. לאור הערכתנו שהסיכוי לעליית ריבית בישראל הנו נמוך, לתשואות הארוכות והקצרות בישראל יש מקום לרדת.

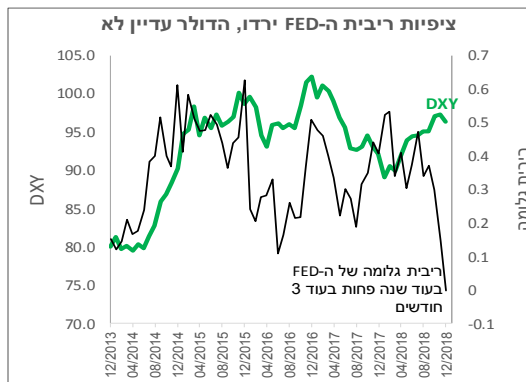
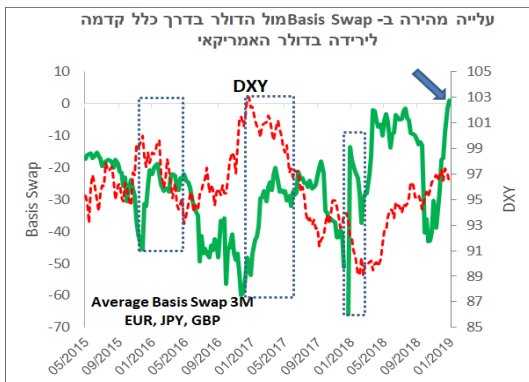


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**מתבשלים התנאים להיחלשות הדולר בעולם**

להערכתנו, רק בריחה "לחוף מבטחים" בימי הטלטלות בשווקים ומיעוט אלטרנטיבות עדיין שומרים על שערו של הדולר האמריקאי. אם תתייצב רגיעה בשווקים הפיננסיים, הדולר צפוי להיחלש:

- הציפיות לעליית ריבית בארה"ב ירדו בצורה חדה, כפי שמתבטא בפער אפסי בין החוזה המגלם ריבית ה-FED בעוד שנה לבין החוזה בעוד 3 חודשים. בשנים האחרונות לפער הזה היה קשר לשערו של הדולר האמריקאי.
- סימן נוסף שמצביע על אפשרות של היחלשות הדולר בא לידי ביטוי בירידה מהירה של ה-Basis Swap בעסקאות החלפה בין הדולר למטבעות העיקרים (JPY, GBP, EUR). ירידה ב-Basis Swap בשנים האחרונות, שיכולה להיות סימן לירידה בביקוש לדולרים במערכת הבנקאית, קדמה בדרך כלל להיחלשות הדולר.



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 אפיקס 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

30/12/2018

תאריך פרסום האנליזה