

19.03.17

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

0.2%

מדד מרץ

0.1%

מדד אפריל

0.0%

מדד מאי

0.2%

ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים

0.25%

- מצטברים הסימנים שמעידים על היחלשות הצריכה הפרטית במשק. השילוב בין התמתנות בצריכה עם הקיפאון המסתמן בשוק הדיור צפויים לדחות עוד יותר את עליית הריבית במשק.
- סביבת האינפלציה במשק מראה סימני עלייה, אך בתקופה הקרובה עדיין יהיו כוחות רבים המעכבים עליית מדד המחירים.
- אחרי הגשת הצעת התקציב ע"י הממשל האמריקאי החדש, נותר מרחב קטן לצעדים פיסקאליים משמעותיים בתחום המיסוי וההשקעות בתשתיות.
- בעקבות עלייה בסנטימנט המגזר היצרני, ניכר גם שיפור בייצור התעשייתי בארה"ב.
- מדדי אינפלציית הליבה בעולם ממשיכים להיות יציבים למרות עלייה באינפלציה הכללית. החשש מפני עלייה באינפלציה בעולם צפוי להתמתן.
- ה-FED בחר לצנן את ציפיות השוק להחלטת הריבית בגלל שלדעתו הוא לא נמצא "מאחורי העקום" ויכול לאפשר התחממות יתר מסוימת של המשק. אנו מעריכים שבנסיבות הקיימות, הסיכוי ליותר משלוש העלאות ריבית השנה יחסית נמוך.
- תשואת האג"ח הארוכות בארה"ב לא רחוקות "מהרמות הכלכליות" שנגזרות מתוואי הריבית הצפוי של ה-FED.
- אחרי שהשקל התנתק מהדולר בעולם, ציפיות האינפלציה בישראל התנתקו מהציפיות בארה"ב ותוואי הריבית האמריקאי מתנתק מהמקומי, הגיע זמן שגם האג"ח הארוכות בישראל יתנתקו בצורה משמעותית יותר מהאג"ח האמריקאיות.

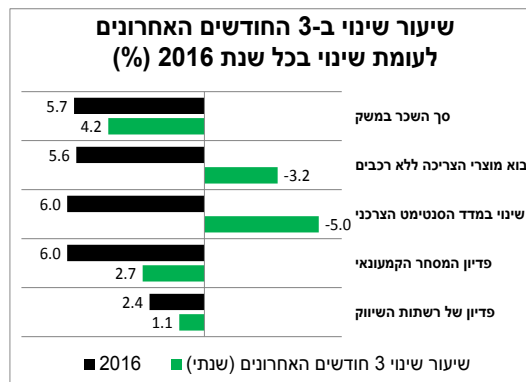
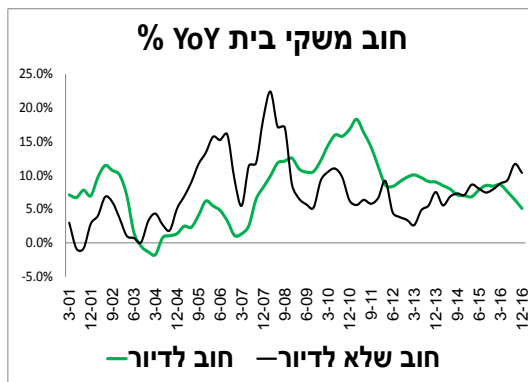
## מאקרו ישראל.

ממשיכים להצטבר סימנים המעידים על היחלשות בצריכה הפרטית ובכוחות התומכים בה לאחרונה נחלשים האינדיקטורים המשקפים מצבו של הצרכן. מבין הנתונים העיקריים שמעידים על כך ניתן לציין את:

- ✓ הירידה בסנטימנט הצרכני.
- ✓ ההאטה בקצב העלייה בסך השכר במשק, במיוחד הריאלי.
- ✓ הירידה ביבוא מוצרי הצריכה ללא הרכבים.
- ✓ האטה בפדיון המסחר הקמעונאי ובפדיון ברשתות השיווק.

למרות האבטלה יורדת, מספר משרות פנויות שהתפרסמו בשבוע שעבר מצביעים על האטה בגידול ואף ירידה בחודשים האחרונים. במיוחד ניכרת האטה במשרות בענף הבנייה ובקרב אנשי המכירות. ההאטה בצריכה הפרטית מתרחשת למרות שצמיחת האשראי הפרטי שלא לדוור מתגברת וכאשר גידול במשכנתאות מתמתן, כפי שפרסם בנק ישראל בשבוע שעבר.

**שורה תחתונה: ההאטה בצריכה הפרטית והקיפאון המסתמן בשוק הדיור צפויים לעכב עוד יותר את עליית הריבית של בנק ישראל, שלא הייתה צפויה להתחיל השנה.**



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

## מאקרו עולם.

אחרי קיצוצים בתקציבים האזרחיים בארה"ב, המרחב לצעדים פסיקאליים נוספים הצטמצם בינתיים, הצעד הכלכלי המעשי המשמעותי הראשון של הממשל החדש בארה"ב לא בדיוק מעודד צמיחה. התקציב החדש שהוגש לקונגרס מציג קיצוץ עמוק של כ-10% בהוצאות האזרחיות וגידול מקביל בהוצאות הביטחון. למעט החברות הביטחוניות, זאת לא ההתפתחות שמטיבה בדרך כלל עם המשק.

לא ברור איך אחרי קיצוצים כל כך עמוקים בסעיפי הוצאות שונים יוכל הממשל גם להוריד מסים בצורה עמוקה, כפי שהבטיח, מבלי להגדיל גירעון.

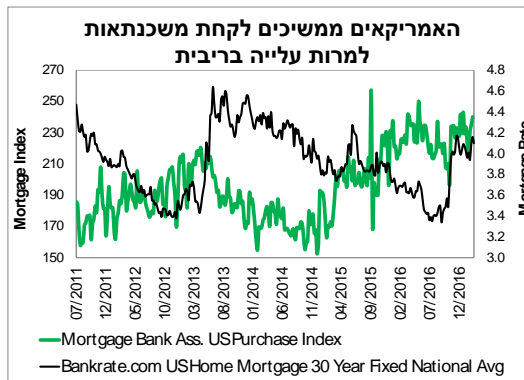
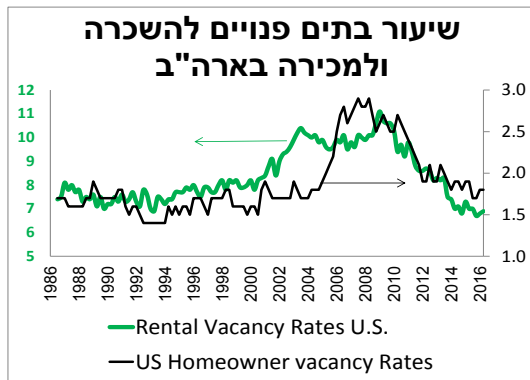
**שורה תחתונה: אחרי הגשת הצעת התקציב ע"י הממשל האמריקאי החדש, הסיכוי לצעדים פסיקאליים משמעותיים בתחום המיסוי וההשקעות בתשתיות נותר לא גבוה.**

**מחסור בדירות להשכרה ולמכירה דוחף להגברת ההשקעות בבנייה למגורים בארה"ב**  
 אחד התחומים שצפויים לתמוך בצמיחת המשק האמריקאי בשנה הקרובה יהיו ההשקעות בבנייה למגורים. למרות העלייה בריבית למשכנתאות, הביקוש למשכנתאות חדשות לא ירד.

הסיבה העיקרית שהביקוש לדירות נמשך נובע מהמחסור בדירות זמינות שנוצר בארה"ב. שיעור הדירות המוכנות למכירה בארה"ב חזר לרמות לפני עשור. למעשה, כל העודפים שנוצרו בזמן הבועה נספגו. שיעור הדירות הפנויות להשכרה ירד בכלל לרמות הנמוכות ביותר בארבעים השנים האחרונות.

חברות הבנייה נערכות להיענות לביקושים המתגברים. מדד הסנטימנט של החברות בענף הבנייה עלה לרמה הגבוהה ביותר מאז ימי הבועה.

**שורה תחתונה: בניה למגורים תהיה אחד ממנועי הצמיחה בארה"ב בשנה הקרובה. גידול ברכישות הדירות יתמוך ברכישות מוצרי בני קיימא.**



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### שיפור בייצור התעשייתי בארה"ב

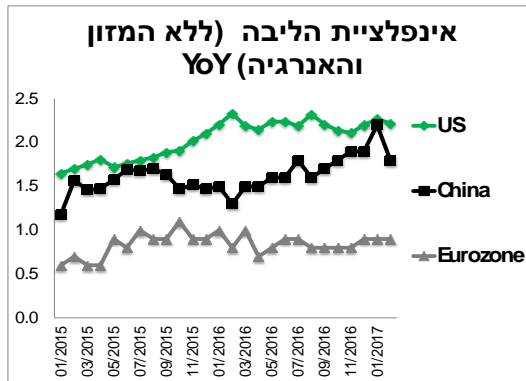
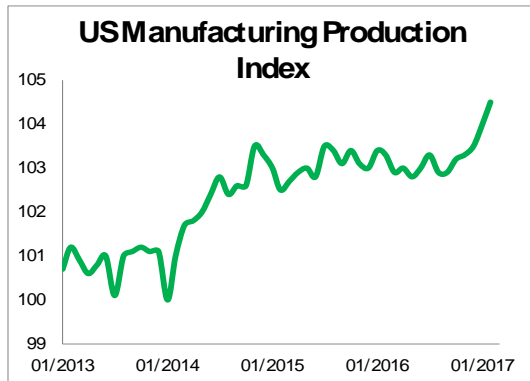
מדד הייצור התעשייתי בארה"ב התחיל לעלות בקצב מהיר בחודשים האחרונים (תרשים 14), למרות שלא חל שינוי בניצולת בתעשייה. קודם שיפור בתעשייה בא לידי ביטוי במיוחד בסקרים השונים, כולל במדד מנהלי הרכש וכעת מקבל גושפנקה גם מנתוני הפעילות.

### סביבת האינפלציה בעולם ממשיכה להיות יציבה

בשבוע האחרון התפרסמו נתוני האינפלציה בגושים הכלכליים העיקריים בעולם. האינפלציה הכללית אומנם ממשיכה לעלות בגלל האפקט הטכני של התייקרות הנפט לעומת אשתקד, אך אינפלציות הליבה נותרה יציבה הן באירופה והן בארה"ב.

עם סיום ההשפעה הטכנית של הנפט, האינפלציה הכללית צפויה להתמתן ואף לרדת. השיח על חזרת האינפלציה שהיה בחודשים האחרונים הבהיל את משקיעי האג"ח ועודד משקיעי המניות. כעת השפעות אלה צפויות להתמתן.

**שורה תחתונה: סביבת האינפלציה בעולם לא שינתה כיוון באופן מהותי ונשאר מתונה יחסית.**



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## שוקים.

### בניגוד לעבר, ה-FED היה זהיר יותר מהשוקים בתחזיות הריבית

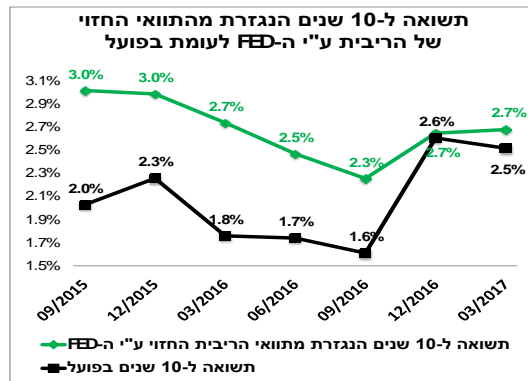
עד לפני זמן לא רב השוקים היו "שופכים מים קרים" על תחזיות הריבית שפרסם ה-FED, כאשר מבחינתם הריבית הייתה אמורה לעלות הרבה פחות אם בכלל. כעת, התפקידים התהפכו. השוקים ציפו לצעד יותר מרסן של ה-FED שיכלול לא רק עליית ריבית אלא גם עליית תחזיות הריבית. אולם, הפעם, ה-FED שפך מים קרים על השוקים. לאור המשך שיפור בכלכלה, עליות בשווקים הפיננסיים והתקדמות האינפלציה היו מספיק סיבות ל-FED להעלות את התחזית, אך הוא בחר לא לעשות זאת. אפשר לחשוב על הסברים להחלטה זו של ה-FED ממספר שיקולים:

- ✓ ה-FED באמת מרגיש שהוא לא נותר "מאחורי העקום". השיפור בפעילות המשק לא גדול מספיק כדי למהר עם זירוז עליות הריבית. במצב זה הידוק מהיר מדי בתנאים המוניטאריים שיגביר התחזקות הדולר והתייקרות בעלויות המימון יכול לגרום נזק להתאוששות.
- ✓ ה-FED משדר שיאפשר לכלכלה להתחמם קצת יותר מדי מבלי להפעיל מדיניות מרסנת. לכן, הוא גם הזכיר בהודעתו את ההתייחסות ליעד האינפלציה כיעד סימטרי שמאפשר חריגה לשני הכיוונים.
- ✓ מניסיון העבר, ה-FED למד שאירועים שליליים שונים בארה"ב ומחוץ לה קורים בתדירות גבוהה ומשבשים תוכניות הבנק להידוק המדיניות. לכן, הוא לוקח בתחזיות מרווח ביטחון לאירוע מסוג זה.

אנחנו מתחברים יותר להסבר הראשון, אך גם לשני השיקולים האחרים צריך לתת משקל במענה לשאלה מדוע ה-FED בחר "לשפוך מים קרים" על השוק. **שורה תחתונה: אנו מעריכים שלא יהיו יותר משלוש עליות ריבית השנה בארה"ב.**

### תשואות האג"ח האמריקאיות הארוכות משקפות רמה "כלכלית"

נכון להיום, תשואת האג"ח הממשלתית ל-10 שנים בארה"ב שמגלמת תוואי הריבית צפוי ע"י ה-FED עומדת על כ-2.7% (הריבית ל-10 שנים שנגזרת ממכפלת הריביות השנתיות במהלך 10 השנים הקרובות לפי תוואי הריבית הנוכחי של ה-FED). התשואה בפועל נמוכה כעת רק במקצת מהתשואה המגולמת בתוואי הריבית. ללא עליית התוואי, מה שלא צפוי לקרות עד להודעת הריבית בחודש יוני, התשואה אמורה להיות נמוכה מהרמות של כ-2.6%-2.7%. צריך לציין, שכל עוד ה-FED מצפה שהריבית תגיע בשיא ל-3% (Longer run rate בתחזית שלו) אין סיבה שהתשואה ל-10 שנים תעלה מעל רמה זו. זה מה שקרה בעבר בדרך כלל. בדרך כלל גם התשואה מגיעה לרמה של הריבית הקצרה בשיא סמוך למועד של הגעת הריבית לפיק. אם נתייחס לתחזית הנוכחית, זה צפוי לקרות רק בשנת 2019.



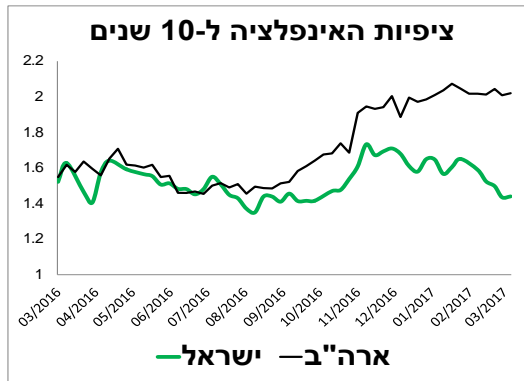
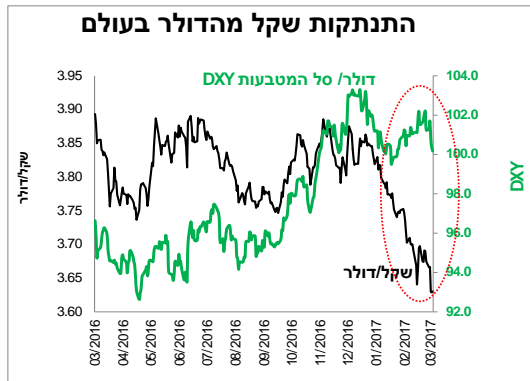
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

מניתוח לעיל עולה, שבשלב זה פוטנציאל לעליית התשואות הארוכות בארה"ב מעבר לרמה של כ-2.7% יחסית מוגבל. מעבר לכך, צריכים לזכור שיש גם downside. אירוע שלילי כלשהו, בארה"ב ומחוץ לה, יכול להוריד תשואות בחדות, כפי שקרה לא פעם בשנים האחרונות. יש מספיק סיכונים היום שעלולים להתממש.

### תוכנית ההתנתקות של האג"ח הארוכות בישראל

מבחינת התנאים המקומיים מוצדקת התנתקות של שוק האג"ח הישראלי מהשוק האמריקאי. ההתנתקות כבר קורית בגורמים המשפיעים על האג"ח:

- ✓ שוק המט"ח המקומי התנתק לאחרונה מהכיוון של הדולר בעולם. הדולר בעולם התחזק, אך מול השקל הוא נחלש.
- ✓ ציפיות האינפלציה בישראל ירדו בשעה שבארה"ב הן עלו.
- ✓ האינפלציה בפועל בישראל התנתקה מהאינפלציה בארה"ב, בעיקר בזכות המאבק ביוקר המחיה של הממשלה בישראל.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

✓ בניגוד לתהליך עליית הריבית בארה"ב, בישראל אין תחזיות לעליית הריבית, לפחות עד סוף השנה.

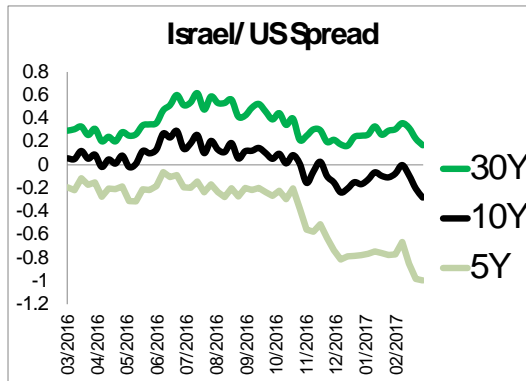
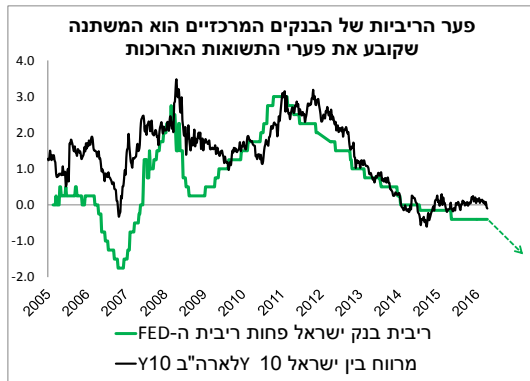
✓ מצב התקציב הממשלתי בישראל חזק מאוד, כאשר בארה"ב קיים חשש להגדלת הגירעון. אולם, למרות שהפרמטרים הבסיסיים בישראל התנתקו מארה"ב, תשואת האג"ח ל-10 שנים בישראל ממשיכה לעקוב בצמוד אחרי מקבילה האמריקאית. הקורלציה בין תשואת האג"ח הישראלית לאמריקאית ל-10 שנים הנה הגבוהה ביותר בקרב שוקי האג"ח במדינות העיקריות בעולם.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

בנסיבות אלה, אנו מצפים להתנתקות יותר משמעותית בין התשואות הארוכות בישראל לעומת ארה"ב. הפער השלילי בין האג"ח הישראלי לאמריקאי כבר התרחב לאחרונה. פערי התשואות הארוכות בדרך כלל מתואמות עם פערי הריביות בין הבנקים המרכזיים. לכן, הרחבת הפער השלילי הצפויה בין ריבית ה-FED לריבית של בנק ישראל צפויה לגרום להרחבת פערי התשואות בטווחים הארוכים.

מאוד יתכן שהקשר החזק בין האג"ח הארוכה בישראל למקבילה האמריקאית "ישבר" בעקבות כניסת ישראל למדד האג"ח העולמי של Citi והגברת החשיפה למשקיעים הזרים.

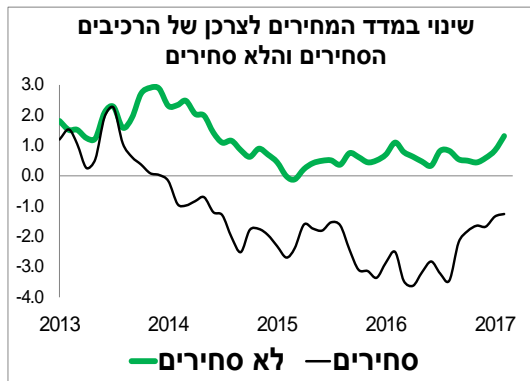


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

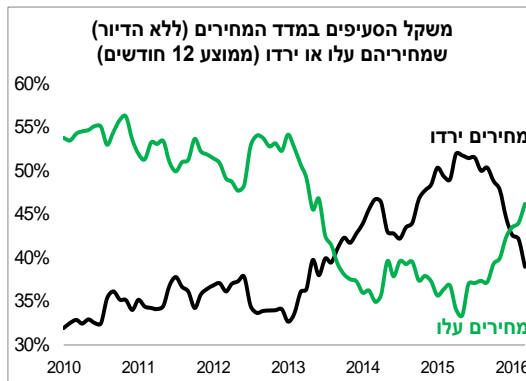
### סביבת האינפלציה במשק עולה, אך יש גורמים ממתנים רבים

סימנים של עלייה בסביבת האינפלציה בישראל מתגברים בחודשים האחרונים:

- ✓ שלושת מדדי המחירים האחרונים עלו בניכוי העונתיות במצטבר ב-0.6%.
- ✓ עלה משקל הסעיפים במדד שהמחירים בהם עלו.
- ✓ מתוך כ-100 פריטים שמחיריהם מפרסמת הלמ"ס, חלה עלייה במספר הפריטים המתייקרים.
- ✓ קצב העלייה במדד הרכיבים הלא סחירים במדד המחירים, שכוללים מחירי השירותים והמוצרים שאין להם תחליפי יבוא, עלה מ-0.4% בנובמבר ל-1.3% בפברואר. גם קצב העלייה ברכיבים הסחירים במדד עלה, חלקית בגלל עלייה במחירי הדלק לעומת אשתקד.



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

בחודשים הקרובים עדיין תורגש השפעת גורמים רבים ממתני עליית המחירים כגון ההורדה האפשרית של המע"מ, הוזלת המים, הורדת מחירי הנפט, השפעת ייסוף השקל, המשך הרפורמות להגברת חשיפה ליבוא, שמיים פתוחים וכו'. תחזית האינפלציה שלנו לשנה הקרובה עומדת על 0.2%.

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 ברוקראז' 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 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 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 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**

**20-03-2017**

תאריך פרסום האנליזה