

14.04.2019

אינפלציה 12 חודשים

הבאים  
1.4%

מדד מרץ  
0.4%

מדד אפריל  
0.6%

מדד מאי  
0.4%

ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים  
0.50%

עיקרי הדברים

- השכר הממוצע במגזר העסקי במשק עלה בשנה האחרונה בקצב מאוד גבוה. במקביל, קצב הגידול במשרות שכיר ירד לאחת הרמות הנמוכות מאז המשבר.
- במגזר התעשייה והבינוי העלייה בשכר הממוצע נבעה ככל הנראה מפיטורי עובדים בשכר נמוך ואי גיוס של חדשים. בענפי השירותים והמסחר העלייה בשכר במקביל להאטה בגיוסי עובדים חדשים נובעת יותר ממחסור בעובדים זמינים.
- לפי סקר אמון הצרכנים, נמשך השיפור במצב הפיננסי של משקי הבית בישראל.
- הממשלה המסתמנת בישראל מעלה חשש שסיכון הגירעון יעלה.
- בנק ישראל הפך ל"יוני" יותר, אך עמדתו עשויה להשתנות במהירות אם סביבת האינפלציה תמשיך לעלות, אפילו במעט.
- ממשיכים להופיע סימנים לשיפור בפעילות הכלכלית בעולם, בפרט באירופה וסין.

## מאקרו ישראל.

### עליית משמעותית בשכר הממוצע במגזר העסקי. מצבם הכספי של משקי הבית ממשיך להשתפר

השכר הממוצע במשק ממשיך לעלות בקצב גבוה. בעיקר בולטת עליית השכר במגזר העסקי בו שיעור השינוי השנתי הגיע לכ-5%. זה אחד הקצבים הגבוהים ביותר מתחילת שנות האלפיים. הדבר המיוחד בעליית השכר הנוכחית שהיא מתרחשת במקביל להאטה משמעותית ביצירת המשרות החדשות במגזר העסקי (תרשים 1).

תופעה של האצה בשכר הממוצע תוך האטה בגיוסי עובדים לא פגשנו בשני העשורים האחרונים. אחד ההסברים לתופעה יכול להיות קשור למחסור בעובדים זמינים שמעלה את השכר. מנגד, יכול להיות שבגלל האטה בפעילות החברות פשוט לא מגייסות עובדים חדשים או אף מפטרות עובדים בשכר נמוך והשכר הממוצע צומח באופן אוטומטי.

ניתוח פרטני של הענפים מגלה שזה יכול להיות שילוב בין שני ההסברים. התופעה של האצת עליית השכר וירידה בגיוס עובדים קיימת לא בכל הענפים אלא רק בענפי אומנויות בידור ופנאי, תחבורה ואחסנה, מסחר, בינוי, תעשייה ומדעים ותקשורת.

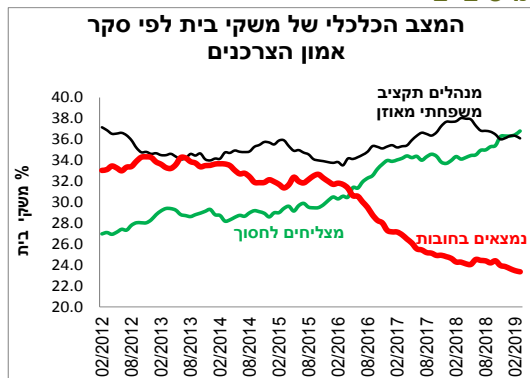
מסקר הערכת מגמות בעסקים שהתפרסם בשבוע שעבר ניתן היה ללמוד שענפי המסחר והשירותים מדווחים על עלייה במגבלת מחסור בעובדים. לכן בענפים אלו כולל גם ענף מדעים ותקשורת שמייצג בעיקר את ההיי טק, השכר עולה בגלל המחסור בעובדים.

לעומת זאת, בענפי התעשייה והבינוי המגבלה של מחסור בעובדים דווקא ירדה בשנה האחרונה במקביל לירידה במספר המשרות בכלל. לכן, בענפים אלו עליית השכר הממוצע משקפת יותר אי גיוס עובדים חדשים ואף פיטורי עובדים בשכר יחסית נמוך.

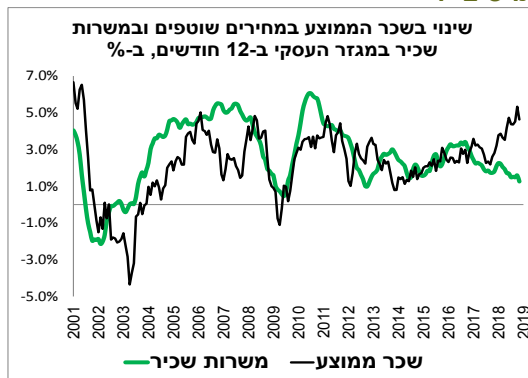
עלייה חדה בשכר הממוצע במגזר העסקי, במיוחד בענפים כגון המסחר והשירותים, עשויה להגביר סיכון האינפלציה, למרות שבשנים האחרונות ולא רק בישראל, הקשר בין השניים לא ממש ברור.

העלייה בשכר באה לידי ביטוי גם בסקר אמון הצרכנים. בתשובה לשאלה על מצבם הכספי, אחוז משקי הבית שמדווחים שהם "לא סוגרים את החודש" (נמצאים בחובות) ממשיך לרדת בשלוש השנים האחרונות ובסה"כ ירד בכ-10% (!). לעומת זאת, אחוז משקי הבית שמדווחים שהם "מצליחים לחסוך" ממשיך לעלות (תרשים 2). תמונה זו מעידה על שיפור במצב הכספי של משקי הבית.

תרשים 2



תרשים 1



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

**הסיכוי לעליית ריבית פחת, אך במידה והאינפלציה שוב תפתיע לא תהיה לבנק ישראל ברירה** בניגוד להערכות שלנו, בנק ישראל פרסם הודעת ריבית "יונית" בשבוע שעבר. בכך, פחתו הסיכויים לעליית ריבית בקרוב. בכך הנגיד של בנק ישראל הציג גישה שמרנית שבסה"כ ממשיכה מסורת של הנגייה הקודמת.

יחד עם זאת, המצב שבו פועל בנק ישראל היום שונה מאוד מזה שהיה בתקופת קרנית פלוג. לעומת מצב די סטטי שבו פעל בנק ישראל בשנים האחרונות, כאשר האינפלציה הייתה עמוק מתחת ליעד, הבנק לא שידר ציפיות לעליית ריבית בקרוב והמשק המשיך לצמוח בקצב די טוב, בנק ישראל נמצא היום בסביבה דינאמית הרבה יותר. הסיכויים להפתעות רבים:

- לתחזית של בנק ישראל שהריבית תעלה בהדרגה ובזהירות יש "תום תוקף". עם תחזית זו אפשר לא להעלות ריבית חצי שנה ואולי אף מעבר מכך, אך לא בהרבה. אם בנק ישראל לא יעלה ריבית יותר מדי זמן, הוא יצטרך לשנות את התחזית, מה שיוביל לתגובה בשווקים.
- סביבת האינפלציה כבר לא עמוק מתחת ליעד, אלא נמצאת בשנה האחרונה במגמת עלייה מתונה. המשך עלייה בסביבת האינפלציה ללא עליית ריבית עלול להשאיר את בנק ישראל "מאחורי העקום".
- המשק עבר את השיא במחזור העסקים. על רקע האטה בעולם והסיבות המקומיות שגם הן תורמות להאטה, הפעילות במשק עלולה לחוות ירידה ניכרת יותר בפעילות ממה שראינו בשנה האחרונה.

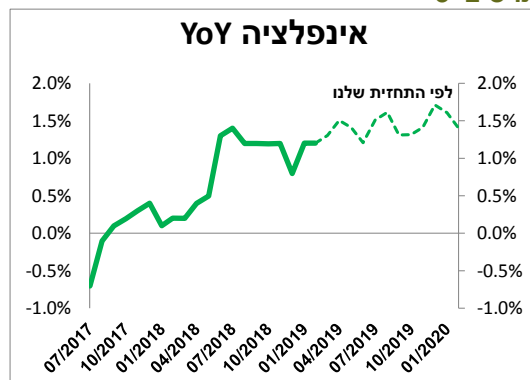
בקיצור, בזירת המדיניות המוניטארית, מה שהיה זה כבר לא מה שיהיה, לפחות לא לאורך זמן, כפי שהתרגלו המשקיעים בשנים האחרונות.

לאחר שבנק ישראל העביר מסר "יוני", הסיכויים לעליית ריבית פחתו. הסביבה העולמית המתונה, כמו גם השקל החזק צפויים לתמוך בעמדת המתנה שהציג בנק ישראל.

האיום העיקרי כלפי עמדה זו מהווה התחזקות האינפלציה. לפי התחזית שלנו, קצב האינפלציה יגיע מספר פעמים בשנה הקרובה לכ-1.5% ואף מעבר לכך, לפני שירד ל-1.4% בעוד 12 החודשים (תרשים 3). גם באינפלציה ברמות אלה, מבלי לדבר על הפתעות כפי שהיו בחודשים האחרונים, בנק ישראל עשוי למצוא את עצמו במתח עם ריבית של 0.25%. יש לציין ששיקולי האינפלציה בדרך כלל מקבלים משקל גבוה יותר בהחלטות הריבית מאשר שיקולי הצמיחה.

**שורה תחתונה: אי הוודאות סביב התחזית גבוהה, אך בשקלול כל האפשרויות אנו מותירים תחזית לעליית ריבית אחת עד סוף השנה.**

### תרשים 3



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

### הממשלה המסתמנת מעלה סיכון הגירעון

הממשלה המסתמנת עם שר האוצר "הישן" מעלה סיכון הגירעון. לכל מפלגה בקואליציה יש כוח "בלתי מוגבל" במו"מ הקואליציוני כי שלמות הממשלה תלויה בכל אחת מהן. ללא האופציה של ממשלת אחדות, הממשלה הבאה תהיה יקרה להרכבה ולתחזוקה. ראש הממשלה במצבו הנוכחי יהיה מוכן לשלם מחירים יקרים כדי לשמור על שלמותה.

בדרך כלל שר האוצר החדש "מנקה שולחן". הוא יכול להאשים את קודמו ביצירת הגירעון ולהטיל עליו אחריות על כך שהוא נאלץ לבצע צעדים לא פופולריים (לפיד-שטייניץ 2013). שר האוצר כחלון לא יכול להטיל אשמה על אף אחד מלבד על עצמו. עד לאחרונה הוא סירב בתוקף להכיר בקיום הגירעון ובאפשרות שהמשק נמצא בהאטה ובירידה בגביית המסים. הוא מעולם לא הסכים להעלות שום מס ולא לקצץ בתקציבים. כדי לטפל בגירעון הוא יצטרך "להפוך את עורו".

**שורה תחתונה: הממשלה המסתמנת מעלה סיכון שלא ינקטו הצעדים הדרושים להקטנת הגירעון.**

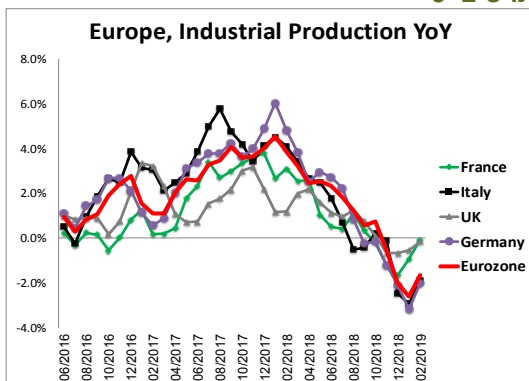
## מאקרו עולם.

### הנתונים ממשיכים להשתפר

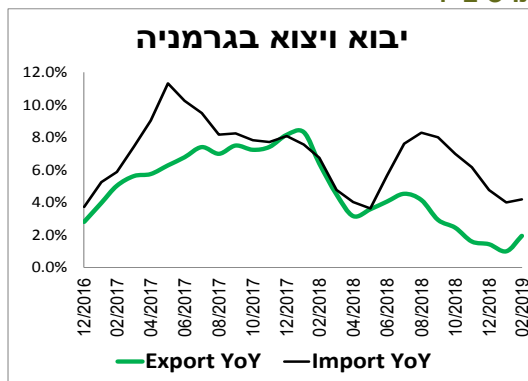
ממשיכים להופיע סימני התאוששות בכלכלה העולמית. סימנים אלה בינתיים קלים, אך הם עקביים עם הגיון כלכלי ומופיעים במקומות שונים:

- היצוא מגרמניה היה עדיין נמוך מהתחזיות, אך קצב השינוי השנתי שלו עלה לראשונה מאז אמצע שנת 2018 (תרשים 4). נתוני הייצור התעשייתי באירופה בכל המדינות הגדולות הצביעו על שיפור קל לאחר הרעה מתמשכת בשנה האחרונה (תרשים 5).

תרשים 5



תרשים 4

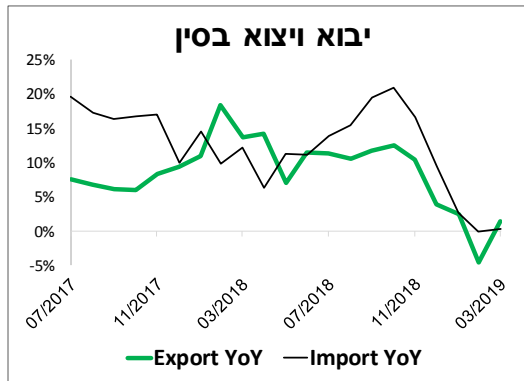
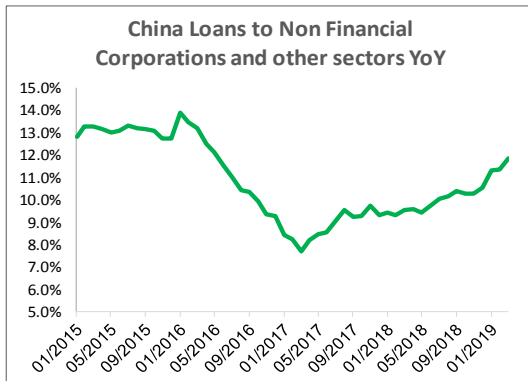


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- לאחר עלייה במדדי מנהלי הרכש, נרשמה עלייה ביצוא מסין בחודש מרץ מעבר לתחזיות. אולם, היבוא המשיך לאכזב (תרשים 6). נתוני האשראי החדש בסין היו בחודש מרץ גבוהים משמעותית מהתחזיות ומצביעים על האצה בקצב הגידול (תרשים 7). הגידול באשראי נובע מההקלות והתמריצים שהעניקו הרשויות לבנקים וצפוי לתמוך בשיפור הצמיחה.

תרשים 7

תרשים 6

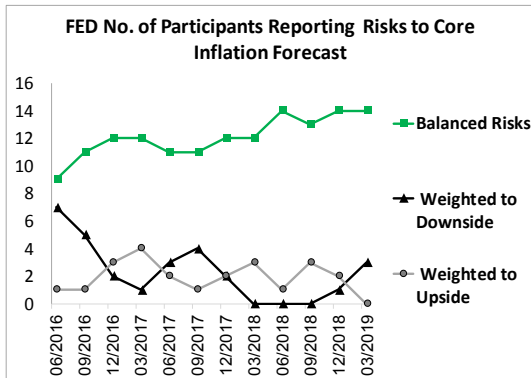


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

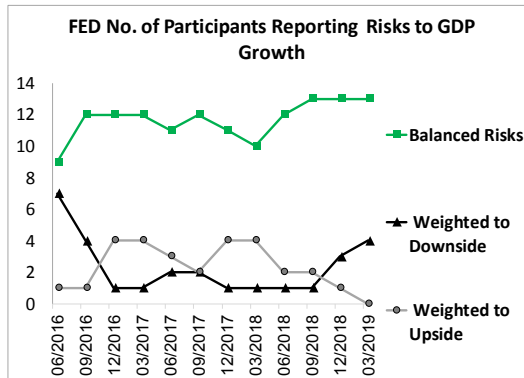
### ה-FED חושש בעיקר מהפתעות לרעה

מפרוטוקול ישיבת ריבית ה-FED האחרונה עלה שהנגידים בטוחים פחות בתחזיות שלהם וחוששים בעיקר להתאכזב מנתוני הצמיחה והאינפלציה. רוב הנגידים עדיין חושבים שהתחזיות שלהם לאינפלציה ולצמיחה מאוזנות, אך 4 מתוך 17 הנגידים חוששים מסיייה כלפי מטה באינפלציה ובצמיחה לעומת התחזיות, כאשר מספר הנגידים שמעריכים שיש סיכוי גבוה להפתעה לטובה ירד לאפס (תרשים 8-9). בכך, "יוניות" ה-FED עלתה והוא כעת בעמדה "יונית" ביותר מאז 2016.

תרשים 9



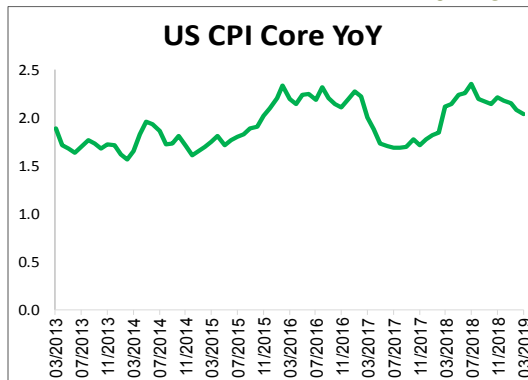
תרשים 8



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

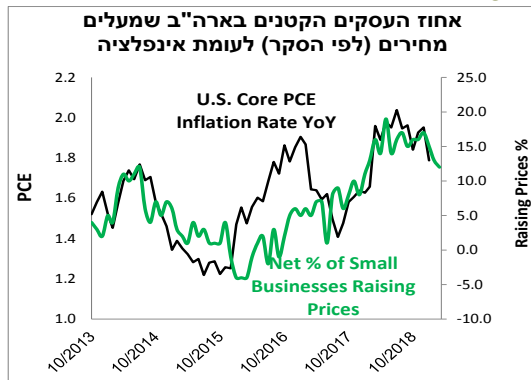
הנתונים האחרונים שקשורים לאינפלציה תומכים בעמדה זו. קצב אינפלציית הליבה CPI ירד מעט בחודשים האחרונים ונמצא כעת ברמה של 2% (תרשים 10). מסקר העסקים הקטנים עלה ששיעור העסקים שמעלים את המחירים, שתואם בדרך כלל התפתחויות באינפלציית הליבה, עדיין היה גבוה, אך ירד לאחרונה (תרשים 11). כמו כן, גם בסקר אמון הצרכנים של אוניברסיטת מישיגן שהתפרסם בסוף השבוע, ציפיות האינפלציה של הצרכנים לטווחים הקצרים והארוכים היו ברמות שפל רב שנתיות.

תרשים 10



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

תרשים 11

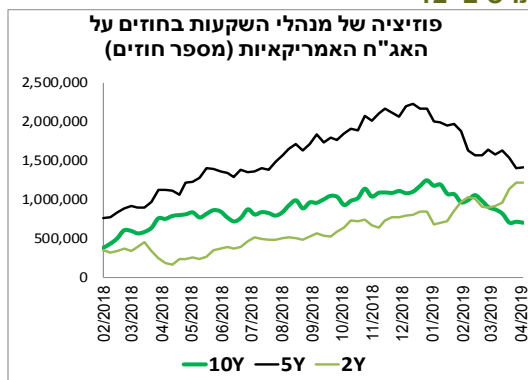


## שווקים.

### יחס סיכון/סיכוי עדיין תומך במח"מ יחסית דפנסיבי

היונית שהציג בנק ישראל שמטה אחד השיקולים שלנו לקיצור מח"מ התיק עליו המלצנו לאחרונה. הסיכון המיידי לעליית הריבית נדחה. האם כדאי עכשיו לחזור למח"מ ארוך יותר? הגורם העיקרי שיכול כעת להחזיר את בנק ישראל לתוואי עליית ריבית יהיה המשך עלייה באינפלציה ובציפיות האינפלציה. שוק האג"ח הממשלתי נמצא כעת בעמדה שמשקפת סתירה בין הציפיות לריבית לציפיות לאינפלציה, כפי שהצגנו לאחרונה וכפי שבא לידי ביטוי בתרשים 13 למטה שמציג תמונה של הפרדות בין ציפיות האינפלציה ברמות הגבוהות לעומת ציפיות הריבית בשפל. במצב זה, פוטנציאל להמשך ירידת התשואות מוגבל יחסית, אלא אם יסתמן ששני מדדי המחירים האחרונים שעלו מעל התחזיות היו התרעת שווא ולא מעידים על עלייה בסביבת אינפלציה. נמתין לפרסום מדד המחירים כדי לברר זאת. המשך עלייה בסביבת האינפלציה עלול להעלות סיכון שבנק ישראל ימצא את עצמו "מאחורי העקום" ויאלץ אותו להעלות ריבית. נוסף לכך, שקיים גם סיכון להמשך עליית התשואות בעולם עם שיפור בנתונים הכלכליים שרק התחיל להערכתנו. כפי שראינו בשבוע שעבר, תשואות האג"ח הגיבו בצורה די חזקה לנתונים הכלכליים החיוביים שהתפרסמו באירופה ובסין. נציין שלפי הפוזיציות בחוזים על הריבית בארה"ב, המשקיעים המוסדיים האמריקאיים מקצרים מח"מים (תרשים 12).

תרשים 12



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

תרשים 13



מקור: מיטב דש ברוקראז'

**שורה תחתונה: למרות "היוניות של בנק ישראל, אנו מעדיפים בינתיים להישאר במח"מ בינוני-קצר ברכיב האג"ח.**

## אין אינפלציה, אין עליית ריבית – זה מה שהשוק אומר

ציפיות האינפלציה הגלומות בשוק האג"ח המקומי עלו בחודש האחרון רק בטווחים הקצרים, נותרו כמעט ללא שינוי בטווחים הבינוניים ואף ירדו מעט בארוכים (תרשים 14 – ציפיות בניכוי עונתיות). הציפיות הגלומות לטווח הקצר תואמות כעת את התחזית שלנו לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים ברמה של 1.4%, אך הן כמעט זהות לציפיות בטווחים הבינוניים. למעשה, המשקיעים חושבים שהאינפלציה קרובה לשיא המחזורי.

אנחנו גם רואים סיכון מוגבל יחסית להמשך עלייה בסביבת האינפלציה, אך עדיין חושבים שהפרמיה האינפלציונית הנמוכה לא מצדיקה את אי הוודאות הקיימת. עלייה מתונה אך עקבית בסביבת האינפלציה בשנה האחרונה, המשך עלייה במחירי הנפט, העלייה החדה בשכר הממוצע במשק, כפי שהצגנו בחלק המאקרו של הסקירה, מעלים חשש להפתעות.

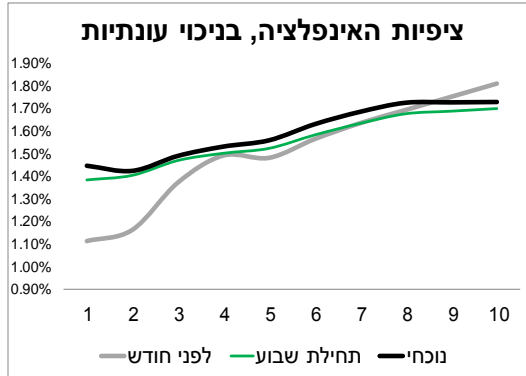
חלק מהביטוי של שאננות בשוק ביחס לסיכון משתקפת בתלילות העקום השקלי בחלק הקצר-בינוני שלו (2Y/5Y) הנמצאת באחת הרמות הנמוכות של העשור האחרון (תרשים 15).

**שורה תחתונה: אנו ממליצים להחזיק מח"מ ארוך יותר באג"ח הצמודות מאשר בשקליות בחלקים הקצרים והבינוניים של העקום.**

תרשים 15



תרשים 14



מקור: מיטב דש ברוקראז'

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 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 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 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 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**

**14/4/2019**

תאריך פרסום האנליזה