

28.04.2019

## אינפלציה 12 חודשים

הבאים  
1.3%

מדד אפריל  
0.6%

מדד מאי  
0.4%

מדד יוני  
-0.1%

ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים  
0.50%

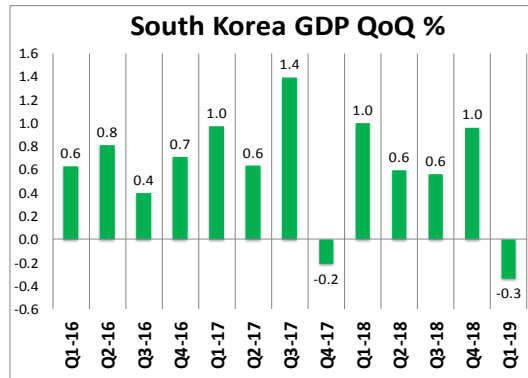
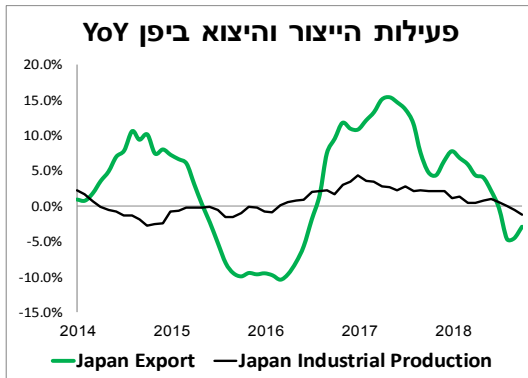
## עיקרי הדברים

- לאחר שהסתמן שיפור בנתונים הכלכליים בעולם שהתפרסמו במחצית הראשונה של חודש אפריל, במחצית השנייה היו לא מעט נתונים מאכזבים.
- בחודש אפריל נרשם ריבוי הפתעות שליליות בנתוני האינפלציה במדינות רבות, מה שתמך בירידת התשואות בשוקי האג"ח.
- שילוב הנתונים החלשים עם ההפתעות השליליות באינפלציה גרם לסדרת הודעות "יוניות" מצד הבנקים המרכזיים.
- יחד עם זאת, ניתן לזהות גם המשך של שינוי חיובי בכלכלה העולמית שלהערכתנו יתחזק.
- עונת הדוחות הכספיים בארה"ב הייתה עד עתה מוצלחת ביחס לציפיות, מה שתמך בשוק המניות.
- להערכתנו, הסיכון בשוק האג"ח המקומי יחסית גבוה. אצלנו, להבדיל מהמדינות האחרות, הנתונים הכלכליים אף השתפרו מעט לאחרונה, האינפלציה הפגיעה בעיקר כלפי מעלה ועדיין אין פתרון לבעיית הגירעון.

**מאקרו עולם.**

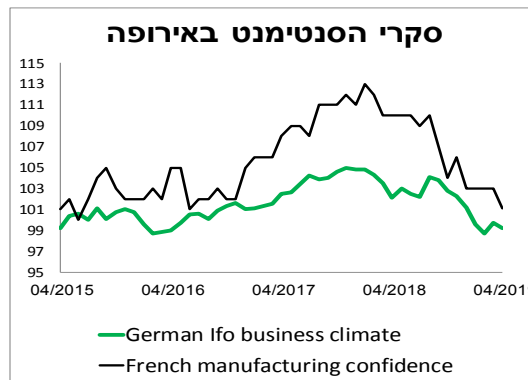
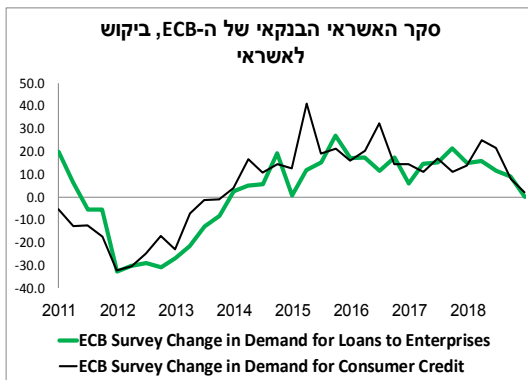
**לא מעט נתונים כלכליים ממשיכים לאכזב**

- הצמיחה בכלכלת דרום קוראה, שנחשבת לסממן המוביל לפעילות התעשייה והמסחר בעולם, ירדה במפתיע ב-0.3% ברבעון הראשון, בעיקר בגלל הירידה ביצוא ובהשקעות.
- קצב הצמיחה השנתי בייצור התעשייתי ביפן המשיך לרדת גם בחודש מרץ. גם היצוא ירד, אך מעט פחות מהתחזיות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

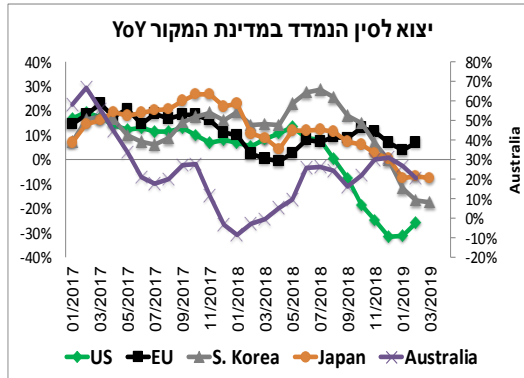
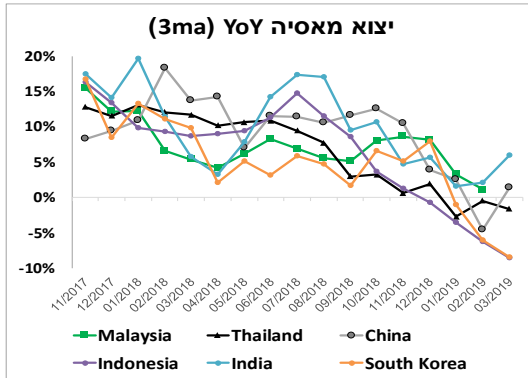
- סקרי הסנטימנט ממשיכים להיות חלשים באירופה, במיוחד במגזר התעשייה.
- עוד מסימני היחלשות באירופה מתבטא בירידה בביקוש לאשראי מהבנקים, הן מצד העסקים והן הצרכנים, כפי שעלה מהסקר האחרון של האשראי הבנקאי של ה-ECB. באותו הסקר נמצא גם שהבנקים הקשיחו מעט את תנאי אשראי.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- **אולם, לא הכל שלילי. סימני שינוי חיובי ממשיכים להופיע במקביל. במיוחד חשוב השינוי בסין**
- מסתמנת עצירת מגמה שלילית ביצוא ממדינות אסיה, למעט בדרום קוראה בה ירידה בקצב השנתי המשיכה גם בחודש מרץ.
- עד כמה שניתן לסמוך על נתוני הצמיחה בסין, הקצב ברבעון הראשון עמד על 6.4% לעומת ציפיות ל-6.3% וצמיחה של 6.6% ברבעון הקודם.
- תמונה אובייקטיבית יותר על הנעשה בסין ניתן לקבל מנתוני היצוא לסין מהמדינות השונות, לפי הנתונים המתפרסמים במדינות אלו. ניתן לזהות בלימה של המגמה השלילית ואף

שיפור קל ביצוא מאירופה ומארה"ב, אך גם כאן התמונה רחוקה בינתיים מלהיות חד משמעית.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

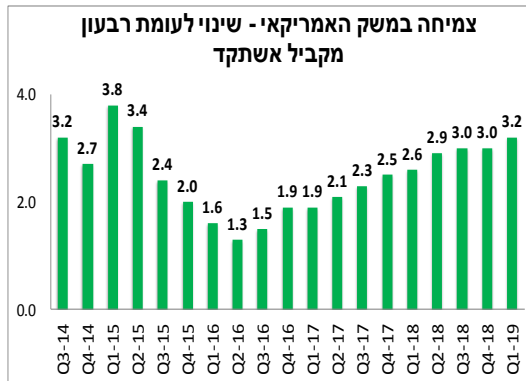
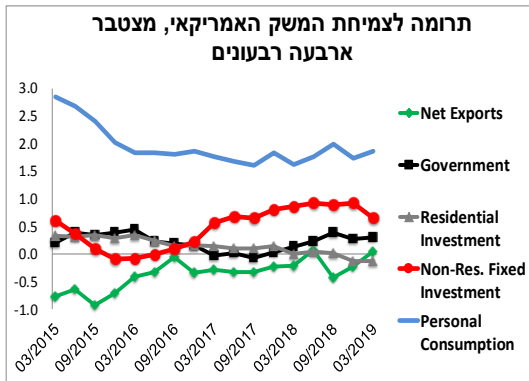
- בנאום שנשא נשיא סין בסוף השבוע הוא הביע נכונות לבצע רפורמות רגולטוריות במטרה להגביר תחרות, להסיר מגבלות למשקיעים זרים ולאפשר לשווקים לקבוע שער חליפין של היואן. ניתן לפרש את דבריו כהקדמה לסיום המו"מ בין ארה"ב לסין שצפוי להגיע לשלב ההסכמים לקראת סוף חודש מאי.
- לפי הדיווחים, השלטונות בסין לא מתכוונים להגביר בשלב זה היקף התמריצים. מצד אחד, ידיעה זו אכזבה את המשקיעים ובלמה עליות בשוק המניות הסיני. מנגד, אי הגברת התמריצים יכולה להיות ביטוי של הערכה חיובית יחסית למצב הכלכלי שאינו דורש הגברת תמיכה בשלב זה.

**הפתעה חיובית של נתוני הצמיחה בארה"ב מסתירות לא מעט בעיות**

קצב הצמיחה במשק האמריקאי עמד ברבעון הראשון על 3.2%, לעומת ציפיות לצמיחה של 2.3%. במבט על שיעור הצמיחה לעומת הרבעון המקביל אשתקד, הקצב השנתי ממשיך לעלות ברצף מאז הרבעון השני של 2016 שבו הוא הגיע לשפל.

השוק לא התרשם יותר מדי מההפתעה החיובית מכיוון שהיא מסתירה לא מעט בעיות:

- יצוא נטו רשם תרומה גדולה לצמיחה ברבעון הראשון, אך זאת בעיקר בגלל שיבוא הסחורות ירד בשיעור החד ביותר מאז הרבעון השני של 2009. ככל הנראה, הירידה באה כתוצאה מיבוא מוגבר ברבעונים הקודמים לפני עליית המכסים על היבוא מסין.
- הגידול במלאים תרם תרומה ניכרת של 0.65%. נראה שאגירת המלאים המוגברת ברבעונים האחרונים נובעת יותר מאי הוודאות שנוצרה בעקבות מלחמת הסחר והאטה בביקושים בכלכלה העולמית מאשר מהיערכות להגברת הביקושים בעתיד.
- תרומת ההשקעות בענפי המשק לצמיחה ירדה. הבטחות הרפורמה במס להגביר השקעות לא מתממשות עקב אי הוודאות שהממשל האמריקאי תרם לה לא מעט.
- קצב אינפלציה הליבה שנמדד בצריכה הפרטית בתוצר ירד לרמה של 1.7% לאחר שברבעון השלישי של 2018 כבר הגיע ל-2%.



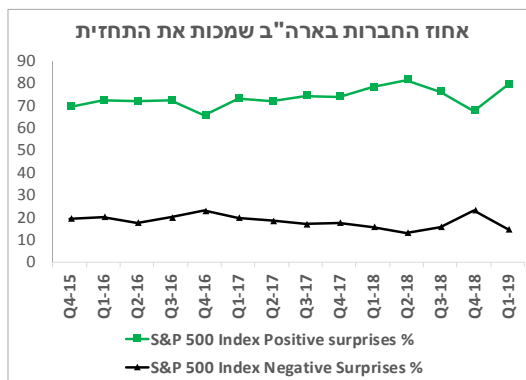
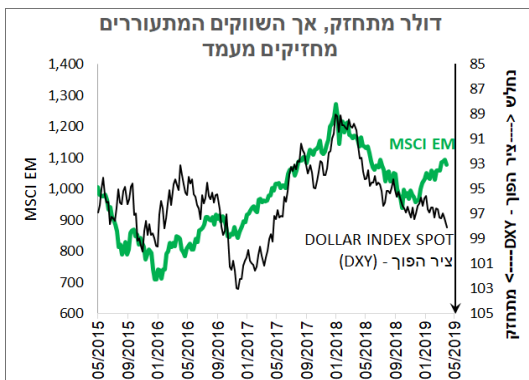
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: השינוי החיובי בנתונים הכלכליים בעולם אומנם עדיין איטי ולא חד משמעי, אך להערכתנו, הוא ימשך בהשפעת השיפור במשק הסיני וחתימה על הסכם הסחר בין ארה"ב לסין.

## שווקים

שוקי המניות מתנדנד בין עונת דו"חות יחסית מוצלחת לבין הנתונים הכלכליים החלשים למרות חששות המשקיעים מפני המצב הכלכלי, שוקי המניות היו לאחרונה יחסית יציבים בעיקר הודות לעונת הדוחות המוצלחת יחסית בארה"ב. לאחר פרסום של כמחצית מהחברות, כ-79% מהן הכו את התחזית, נתון כמעט הגבוה ביותר בשנים האחרונות. כמובן שההפתעות הן ביחס לתחזיות נמוכות. בסה"כ, הרווחיות ירדה לראשונה מאז 2016.

עונת הדוחות המוצלחת יחסית (ביחס לציפיות) צפוי לתמוך בשוק המניות בחודשים הקרובים אם הנתונים הכלכליים יצביעו על המשך הצמיחה בארה"ב ושיפור בכלכלה העולמית. מפתיעים יחסית לטובה השווקים המתעוררים שירדו בשבועיים האחרונים בכ-1.5% בלבד, למרות ריבוי הגורמים השליליים הפועלים נגדם שכללו נתונים כלכליים חלשים, התחזקות הדולר, עלייה במחירי הנפט והמשברים שהחריפו בתורכיה וארגנטינה.

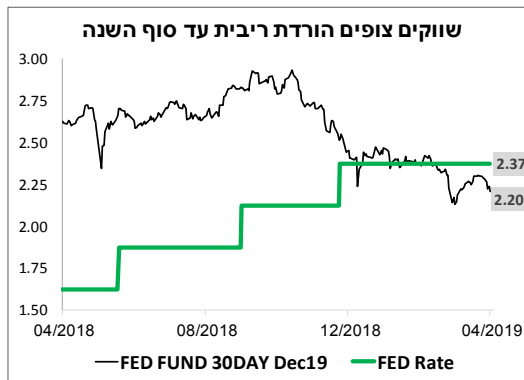
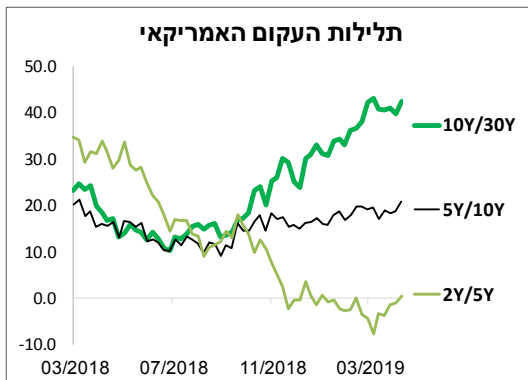


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**שוקי האג"ח בעולם תחת לחץ לירידת תשואות**

סיבות רבות גרמו לירידת התשואות בשוקי האג"ח בעולם לאחרונה:

- האינפלציה בפועל פספסה את התחזיות בחודש האחרון במדינות רבות כגון ארה"ב, בריטניה, אוסטרליה, ניו זילנד, הונג קונג, סינגפור ודרום קוריא. גם במדינות מתפתחות רבות האינפלציה הייתה נמוכה מהתחזיות
- הבנקים המרכזיים ממשיכים לשרד מסרים "יוניים". ביפן הודיעו שהריבית לא תעלה עד 2020. הבנק המרכזי של שוודיה דחה עליית ריבית מתוכננת עד לתחילת השנה הבאה. הבנק המרכזי של קנדה הותיר ריבית ללא שינוי והשמיטו מנוסח ההודעה משפט שדיבר על עליית ריבית בעתיד.
- שוק החוזים על הריבית בארה"ב מתמחר הורדת ריבית עד סוף השנה בהסתברות גבוהה. אנחנו צופים שהכלכלה העולמית והאמריקאית תשתפר במחצית השנייה של השנה ולכן מעריכים שהסיכוי להורדת הריבית ע"י ה-FED נמוך יחסית. יחד עם זאת, התנהגות האינפלציה בארה"ב ולא רק בה קשה לחיזוי ולהסבר. יתכן שגם בכלכלה מתחזקת האינפלציה תהיה נמוכה עד כדי כך שתאפשר ל-FED להוריד ריבית.
- כתוצאה מהתגברות הערכות להורדה אפשרית של הריבית בארה"ב, תלילות העקום האמריקאי עלתה בכל חלקיו.
- ההתחזקות האחרונה של הדולר נובעת בעיקר מהחשש מכל יתר המטבעות עקב המצב השברירי בכלכלה העולמית.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**שוק האג"ח המקומי מגלם סיכון גבוה**

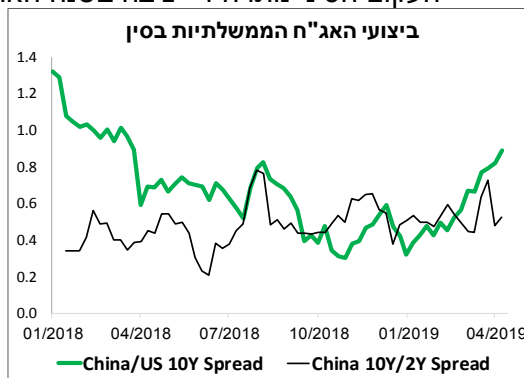
תלילות העקום השקלי (2Y/10Y מח"מ) ירדה לרמה הנמוכה ביותר בעשור האחרון תוך ירידות שערים באג"ח הקצרות והבינוניות ועליות באג"ח הארוכות בחודש האחרון. במיוחד ירדה התלילות בחלק הקצר של העקום.



מקור: מיטב דש ברוקראז'

להערכתנו, ירידת התשואות בישראל מעלה סיכון בשוק האג"ח:

- להבדיל מהעולם, בישראל הנתונים הכלכליים אף השתפרו לאחרונה.
  - האינפלציה בישראל יציבה/עולה.
  - למרות הנטיות "היוניות" בעולם של הבנקים המרכזיים, קיים סיכוי לא מבוטל שבנק ישראל יעלה ריבית בפגישתו הבאה בהתבסס על הגורמים המקומיים, במיוחד אם מדד המחירים לחודש אפריל יהיה גבוה יחסית.
  - התשואות בחלק הארוך של העקום בישראל ירדו גם כתוצאה מההודעה על הכניסה האפשרית של ישראל למדד האג"ח הממשלתיות של FTSE. לדעתנו, השפעת ההודעה על שוק האג"ח הייתה מוגזמת. בסופו של דבר, הפרמטרים העיקריים שמשפיעים לאורך זמן על שוק האג"ח הם האינפלציה, הריבית והסיכונים כגון סיכון הגירעון ולא אירוע טכני של כניסה למדד כזה או אחר.
- לראיה, שוק האג"ח הסיני נכנס מ-1 לאפריל למדד Bloomberg Barclays Global Aggregate index, מה שצפוי להוסיף ביקושים של כ-150 מיליארד דולר לשוק האג"ח. כמו כן, שוק האג"ח הסיני, כמו הישראלי, אמור להיכנס למדד FTSE (WGBI) החל מספטמבר הקרוב, מה שצפוי להוסיף עוד כ-125 מיליארד דולר לביקושים.
- למרות זאת, בחודשים האחרונים המרווח בין תשואת האג"ח ל-10 שנים של סין לבין האג"ח המקבילה האמריקאית דווקא עלה. מ-1/4, יום הכניסה למדד, תשואת האג"ח הממשלתית ל-10 שנים בסין עלתה ב-0.3% ל-3.4% בניגוד למגמה בעולם. גם תלילות העקום הסיני נותרה די יציבה בשנה האחרונה למרות כניסה למדדים.



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

28/4/2019

תאריך פרסום האנליזה