

13.5.2018

אינפלציה 12 חודשים

הבאים
0.6%

מדד אפריל
0.4%

מדד מאי
0.4%

מדד יוני
-0.2%

ריבית בנק ישראל צפויה
בעוד 12 חודשים

0.10%

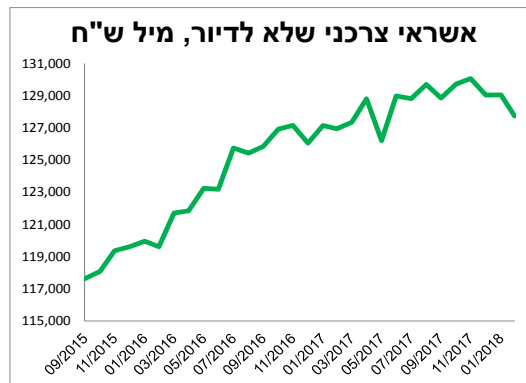
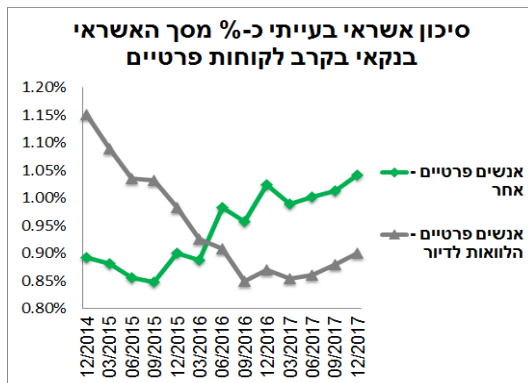
עיקרי הדברים

- **האשראי הצרכני** בבנקים בישראל עבר מעלייה לירידה במקביל לעלייה בהפרשות. התפתחות זו צפויה להאט את הצריכה הפרטית.
- **חשיפת הבנקים לענף הנדל"ן** גדלה משמעותית בשנים האחרונות. בינתיים, לא מזהים סימני הרעה באיכות ההלוואות לענף זה.
- **קצב הגידול בסך השכר** במשק הישראלי מתמתן, מה שצפוי להאט הגידול בצריכה הפרטית.
- **האינדיקאטורים באירופה** ממשיכים להיחלש. אם החולשה תימשך גם בחודש אפריל, ההסברים הקיימים לא יעזרו וקובעי המדיניות והמשקיעים צפויים להפוך למודאגים יותר.
- **בארה"ב הבנקים מהדקים תנאי האשראי לצרכנים**. הגידול באשראי הצרכני מתמתן. במקביל גם הביקוש לאשראי מהבנקים די נמוך, הן בקרב העסקים והן הצרכנים.
- **הגורמים שתומכים בצריכה הפרטית בארה"ב** (אשראי ושכר) לא מתחזקים וחלקם אף הולכים אחורה. הצרכן מצמצם תיאבון לקניות גדולות בעקבות עליית הריבית. בתנאים אלו הצמיחה תתקשה להשתפר והאינפלציה עשויה להישאר מתונה.
- **ההסתברות לעוד שלוש העלאות ריבית** השנה בארה"ב עלתה בשוק החוזים ל-50%. להערכתנו, הריבית תעלה רק עוד פעמיים השנה כאשר הסיכון לתחזית שלנו הנו סימטרי.
- **התשואה שהשיגו שוקי המניות באירופה, יפן וארה"ב במונחים שקליים** מתחילת השנה הייתה כמעט זהה בעקבות הקורלציה ההפוכה בין ביצועי המניות למטבעות.

מאקרו ישראל.

האשראי הצרכני בבנקים במגמת ירידה במקביל לעלייה במשקל האשראי הבעייתי במגזר זה הנתונים של בנק ישראל מגלים שהאשראי הצרכני בבנקים שלא למטרות הדיור עבר למגמת התכווצות.

היחס בין הגידול באשראי הצרכני (לא כולל המשכנתאות) לסך הצריכה הפרטית עמד בשנים האחרונות על כ-2.0%-1.5%. כך בערך ניתן להעריך את תרומתו לצריכה. מעבר מגידול להתכווצות באשראי צפוי להוביל לקצב צמיחה איטי יותר בצריכה הפרטית.



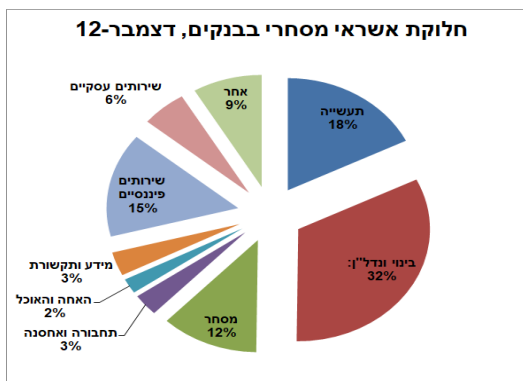
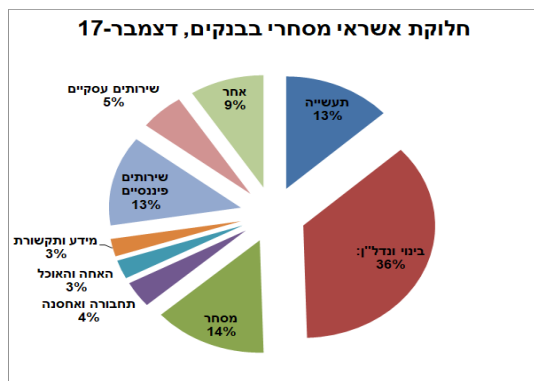
מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

צמצום האשראי הצרכני ע"י הבנקים בא בעקבות עלייה בסיכון במגזר זה. האשראי הצרכני צמח במהירות בשנים האחרונות והבנקים מתחילים לחוש עלייה בחובות הבעייתיים במגזר של משקי הבית. היחס בין האשראי הבעייתי בקרב הלקוחות הפרטיים לסך האשראי שלהם בבנקים עלה באשראי הצרכני ומתחיל לעלות גם במגזר המשכנתאות. התקררות בשוק הנדל"ן והירידה במחירי הדיור שהייתה לאחרונה עלולים להחמיר מגמה זו.

חברות כרטיסי אשראי ממשיכות להגדיל האשראי לצרכנים, אך הן עדיין שחקן יחסית קטן בתחום (כ-10% מסך האשראי הצרכני). יחד עם זאת, במקביל, החברות מגדילות הפרשות להפסדי אשראי. מהדו"חות הכספיים הרבעוניים שפורסמו בשבוע שעבר ניתן היה ללמוד שההוצאות להפסדי אשראי של כ.א.ל. עלו ברבעון הראשון ב-46% ושל לאומי קארד ב-60% לעומת אשתקד.

שורה תחתונה: האשראי הצרכני מתכווץ, מה שצפוי להאט גידול בצריכה הפרטית.

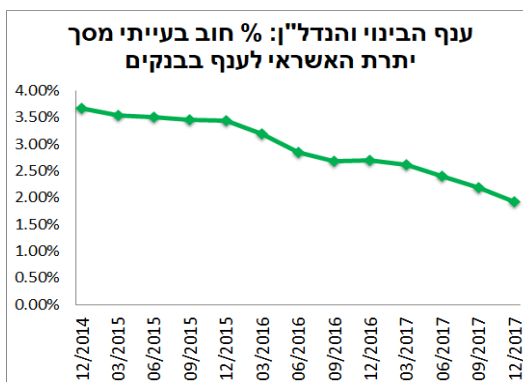
בתוך האשראי הבנקאי ההטיה למגזר הנדל"ן עלתה משמעותית בשנים האחרונות בצד המסחרי, האשראי הבנקאי ממשיך לצמוח. אולם, בשנים האחרונות הוא עובר הטיה חזקה לתחום הנדל"ן. מתוך סך הגידול של כ-19.5 מיליארד ₪ בתיק האשראי המסחרי בישראל במערכת הבנקאית בשנת 2017, 15.3 מיליארד, קרוב ל-80%, הלך לענף הבינוי והנדל"ן. זאת לעומת משקל הענף בסך האשראי המסחרי בישראל שעומד על כ-36%. משקל האשראי לענף הבינוי והנדל"ן עלה בין השנים 2012 ל-2017 מ-32%. בהתחשב בעובדה שהמשכנתאות מהווים כ-63% מסך האשראי הבנקאי לאנשים פרטיים, התלות של הבנקים בתחום הנדל"ן עלתה משמעותית בשנים האחרונות. סך החשיפה של האשראי לתחום הנדל"ן בבנקים (מסחרי ופרטי) מהווה כ-45% מסך האשראי הבנקאי לציבור בישראל (2012 -40%). לצורך השוואה, בשיא משבר הסאב-פריים החשיפה של הבנקים בארה"ב עמדה על כ-55%.



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

יחד עם זאת, אחוז החוב הבעייתי מסך יתרת האשראי בבנקים לענף הבינוי והנדל"ן (ללא המשכנתאות) המשיך לרדת לאורך כל שנת 2017, כך שהסיכונים עדיין לא באים לידי ביטוי ברמת האשראי לחברות.

שורה תחתונה: חשיפת הבנקים לענף הנדל"ן גדלה משמעותית בשנים האחרונות.



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

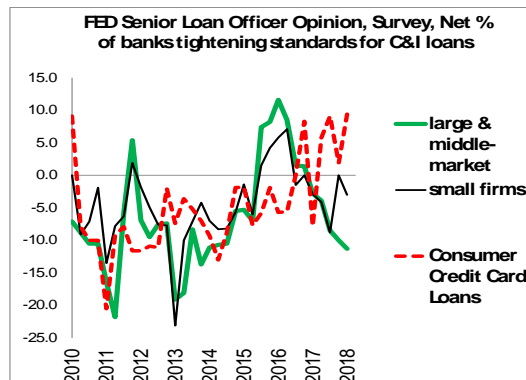
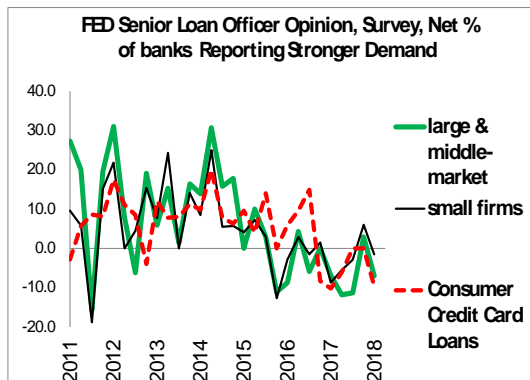
מאקרו עולם.

הנתונים באירופה ממשיכים להיות חלשים וההסברים על חורף קר ושפעת כבר פחות משכנעים הנתונים באירופה עדיין לא מראים שינוי כיוון. גם בשבוע האחרון חלק גדול מהנתונים היו חלשים. גם הנתונים לחודש אפריל ימשיכו לאכזב, יהיה קשה לקבל הסברים לתופעה שהוצגו ע"י קובעי המדיניות והאנליסטים והתרכזו בעיקר בחורף קר ועונת השפעות. יצטרכו לחפש הסברים אחרים ואולי יגיעו למסקנה שהכלכלה האירופאית באמת מאבדת מומנטום.

שורה תחתונה: אם גם בחודש אפריל הנתונים באירופה ימשיכו להיות חלשים, למשקיעים יהיה קשה לקבל הסברים לכך שהוצגו עד עתה וקובעי המדיניות יתחילו לשנות את המסר.

הצרכן האמריקאי נזהר מלקחת אשראי, הבנקים נזהרים מלתת לו

ה-FED פרסם סקר התלת חודשי של האשראי הבנקאי שמתייחס לחודש אפריל. הבנקים בארה"ב מדווחים שהם הקלו בתנאי האשראי העסקי לחברות הגדולות והבינוניות. לעומת זאת, תנאי אשראי בכרטיסי אשראי לצרכנים הודקו לרמות שהיו נהוגות בשנת 2010. במקביל, לפי תוצאות הסקר, הביקושים לאשראי היו חלשים גם של העסקים וגם הצרכנים.

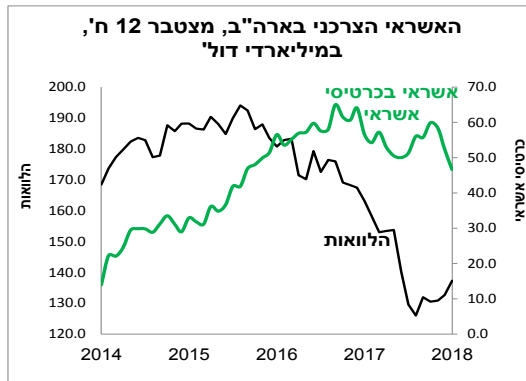
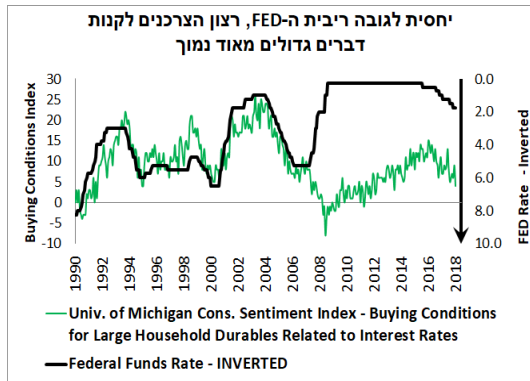


מקור: FED, מיטב דש ברוקראד

מהנתונים השוטפים של לקיחת האשראי הצרכני שגם הם פורסמו ע"י ה-FED בשבוע שעבר, ניתן היה ללמוד שנטילת האשראי נמצאת במגמת ירידה הן בכרטיסי אשראי והן של הלוואות. במיוחד נחלש לאחרונה האשראי בכרטיסי אשראי. הירידה באשראי למרות הסנטימנט הצרכני הגבוה מעידה על זהירותו של הצרכן האמריקאי.

למרות מצבו הטוב של שוק העבודה, הרפורמה במס והשיפור במצב הפיננסי, "רוח חייתית" לא מתעוררת בקרב הצרכנים האמריקאים. זה יכול אולי להסביר מדוע הצריכה הפרטית אינה משתפרת ומדוע האינפלציה נשארת נמוכה.

שורה תחתונה: הגורמים שתומכים בצריכה הפרטית בארה"ב (אשראי ושכר) לא מתחזקים וחלקם אף הולכים אחורה. בתנאים אלו הצמיחה תתקשה להשתפר וגם האינפלציה תישאר מתונה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שווקים.

יחסית לשבוע כל כך דחוס באירועים פוליטיים, שמהווים סיכון מבחינת המשקיעים, השווקים התנהגו בצורה טובה יחסית. במהלך השבוע הודיעה ארה"ב על הפרישה מהסכם הגרעין עם איראן. במלזיה התחלף השלטון אחרי 60 שנה ובראש המדינה הועמד בן 92. באיטליה מסתמנת ממשלה פופוליסטית ואנטי אירופאית. בשווקים המתעוררים נמשכת יציאת הכספים, כאשר הבעיות של טורקיה וארגנטינה מעמיקות. ארה"ב וסין מתכוננות לסבב נוסף של שיחות, ובזמן זה בכנס של ארגון הסחר העולמי בשבוע שעבר השמיעו נציגי המדינות אמירות די עוינות אחת כלפי השנייה. הסיכונים הגיאופוליטיים עולים, אך אולי בגלל שהם רבים, השווקים נהיו אדישים כלפיהם, אולי אפילו שאננים.

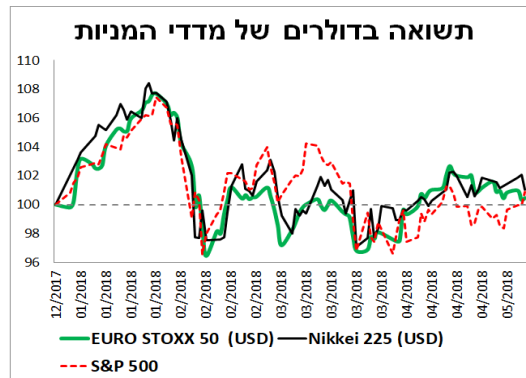
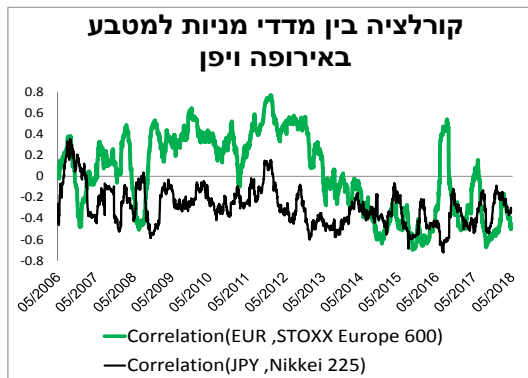
למרות ההסתברות הגבוהה בחוזים, להערכתנו הסיכוי ליותר משתי העלאות ריבית השנה נמוך לאחר שלפני שבועיים קיבלנו נתון נמוך מהציפיות של השכר הממוצע בארה"ב, השבוע גם האינפלציה פספסה את התחזית כלפי מטה. קצב אינפלציית הליבה CPI נותר דומה לחודש שעבר ברמה של 2.1%, נמוך מהתחזית לעלייה ל-2.2%. גם עליית מחירי היבוא הייתה נמוכה מהתחזית. נוסף עוד, שהנשיא טראמפ הודיע על תוכנית להורדת מחירי התרופות. למרות נתונים אלו, בשוק החוזים על ריבית ה-FED ההסתברות לעוד שלוש העלאות ריבית בשנת 2018 עלתה ל-50%, מה שהמשיך לדחוף למעלה את התשואות הקצרות והבינוניות ולשטח את עקום התשואות. להערכתנו, הסיכוי לעוד שלוש העלאות ריבית נמוך יותר ממה שמגלמים החוזים. שורה תחתונה: לא נראה שיש כעת סיבות להאצת קצב העלאות ריבית ה-FED. התרחיש של שתי העלאות ריבית נוספות נראה לנו הסביר ביותר, תוך סיכון לסטייה סימטרית ממנו. מצב זה צפוי לרסן עליית התשואות הארוכות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

שוק המטבעות והמניות הפך למשחק סכום אפס

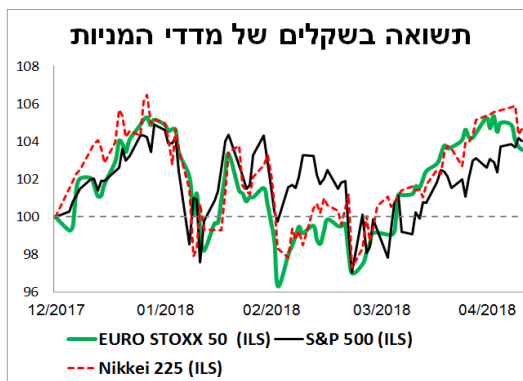
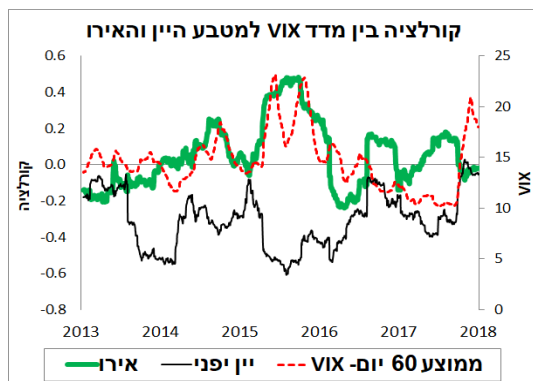
שוקי המניות באירופה ויפן המשיכו לאחרונה להציג תשואות עודפות על רקע החולשה במטבעות שלהם. המשקיעים מעריכים שהבנקים המרכזיים באזורים אלה בולמים צעדים לריסון מוניטארי בעקבות הנתונים הכלכליים החלשים, מה שתומך בשוק המניות ומחליש את המטבעות. הקשר ההפוך בין המטבעות לשוקי המניות גרם לכך שבמונחים דולריים המדדים באירופה, יפן וארה"ב השיגו תשואה מאוד דומה וקרובה לאפס מאז תחילת השנה וכמעט בלי תנודות מאז הירידות בחודש פברואר. שוק המניות היפני התנהג בקורלציה הפוכה לכיוון המטבע שנים רבות. השוק האירופאי הצטרף אליו בשנים האחרונות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

מבחינת המשקיע הישראלי, קיזוז בין המטבעות למניות במדינות שונות גורם לכך שבמונחים שקלים כל השווקים הם פחות או יותר אותו דבר להשקעה אם לא מגדרים סיכון המטבע. ואכן, מתחילת השנה, השוק האמריקאי, היפני והאירופאי הניבו תשואה כמעט זהה בשקלים. מצב זה מביא למסקנות הבאות:

1. כדאיות השקעה במניות חו"ל (אירופה, יפן, ארה"ב) בלי גידור יורדת. כדאיות ההשקעה מושפעת בעיקר מהשינוי בשע"ח של השקל ביחס לסל המטבעות.
2. אם בכל זאת עושים השקעה לא מגודרת, כדאיות הפיזור בין השווקים השונים יורדת.
3. במקרה של השקעה מגודרת מטבע, החלטה באיזה שוק המניות להשקיע הופכת להחלטה לאן ילך המטבע בשוק זה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

למרות הדמיון בין יפן לאירופה לאחרונה לא צריכים להתבלבל. היין היפני זה "Safe haven". האירו ממש לא. במקרה של טלטלות בשווקים המשקיעים יברחו אל היין ומהאירו. מבחינת התסריטים האפשריים, אם הנתונים הכלכליים ימשיכו להיחלש, קיימת סכנה, במיוחד באירופה, ששוקי המניות יעברו לירידות במקביל להיחלשות המטבע. אם לעומת זאת, החולשה תתברר כזמנית, הבנקים המרכזיים יחזרו למסלול צמצום מוניטארי, מה שיחזק את המטבע ויפגע בשוק מניות.

עד 2 שנים	5-2	10-6	מעל 10 שנים
אג"ח ממשלתיות			
	+		
		-	+
אג"ח קונצרניות			
	+	+	+
			+
	-	-	-

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.

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 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 זה 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 לברור 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 ותוצאה 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 דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

זבז'ינסקי אלכס

13-05-2018

תאריך פרסום האנליזה