

29.4.2018

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%

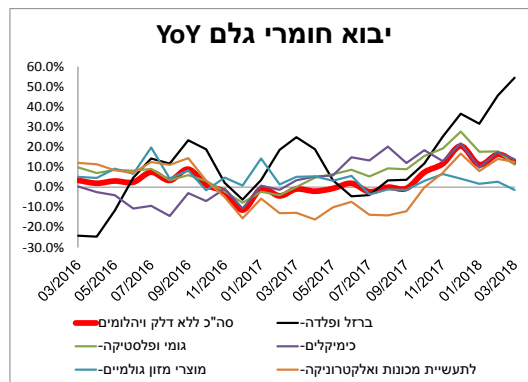
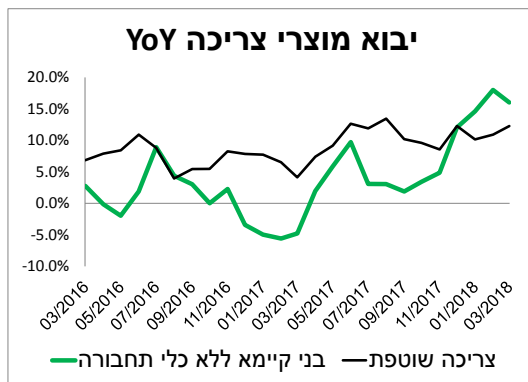
עיקרי הדברים

- **בנתוני היצוא בישראל** מורגש שיפור שמקורו בסחר החוץ העולמי. נתוני הצמיחה ברבעון הראשון צפויים להציג גידול דו-ספרתי ביצוא הסחורות.
- **קצב הצמיחה במשק האמריקאי** ממשיך להשתפר, אך ללא שיפור בצריכה הפרטית הכלכלה האמריקאית תתקשה להגיע לקצבי צמיחה גבוהים יותר. כמו כן, הצריכה הפרטית החלשה יחסית מגבילה הסיכון האינפלציוני.
- **הנתונים הכלכליים מחוץ לארה"ב** ממשיכים להיות חלשים.
- **הבנקים המרכזיים באירופה**, יפן, בריטניה ושוודיה מעבירים מסרים יותר "יוניים".
- עלה הסיכון להחרפת **מלחמת הסחר בין ארה"ב לאירופה**.
- השבוע צפוי ריכוז גבוה מאוד של **נתונים חשובים בארה"ב**.
- **הדולר האמריקאי** צפוי להמשיך ולהתחזק בטווח הקרוב על רקע השונות בין המסרים של ה-FED לעומת הבנקים המרכזיים האחרים בעולם.
- אנו מעריכים שהשתטחות **העקום האמריקאי** קרובה למיצוי בשלב זה.

מאקרו ישראל.

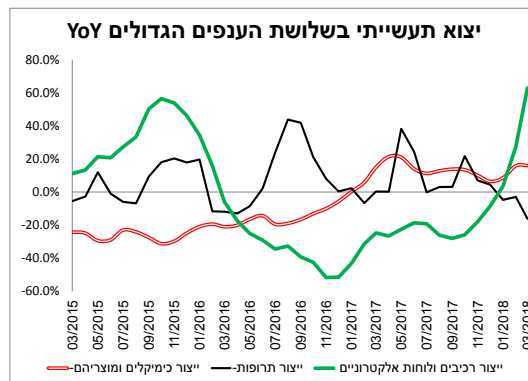
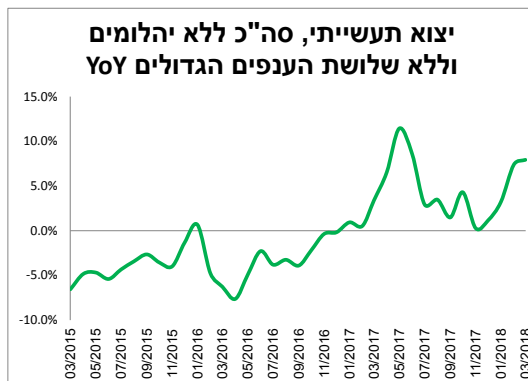
שיפור ביצוא הסחורות ב-2017 צפוי לבוא לידי ביטוי בנתוני התמ"ג ברבעון הראשון האינדיקטורים של סחר החוץ במשק הצביעו על עלייה ביצוא וביבוא. קצב הגידול ביבוא חומרי הגלם עלה במחצית השנייה של 2017. במיוחד בולט יבוא הברזל והפלדה. הסיבה לעלייה קשורה ככל הנראה לעלייה ביצוא בעקבות התאוששות בסחר העולמי, כמו כן לעלייה במחירי חומרי הגלם, במיוחד המתכות.

גם יבוא מוצרי ההשקעה עלה בחדות, אך הוא עשוי להיות מושפע מהגורמים החד פעמיים. נרשמה עלייה ניכרת גם ביבוא מוצרי צריכה בני קיימא ללא הרכבים, כאשר היבוא של מוצרי הצריכה השוטפת צמח בקצב יחסית יציב.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

נרשם שיפור ניכר ביצוא הרכיבים האלקטרוניים וירידה חדה ביצוא התרופות. גם בניכוי היצוא של שלושת הענפים הגדולים (הרכיבים האלקטרוניים, הכימיקלים והתרופות) היצוא ביתר הענפים השתפר בחודשים האחרונים.

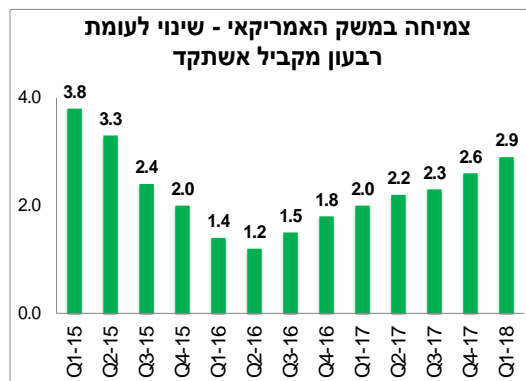
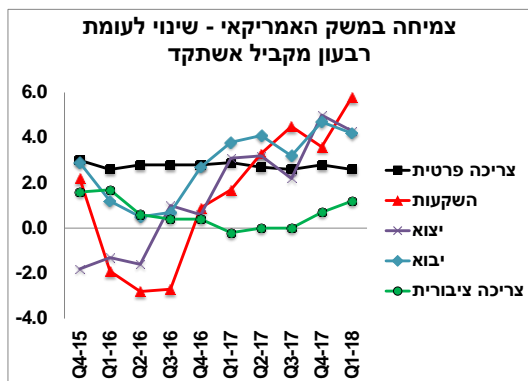


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

שורה תחתונה: למעט הבעיות הנקודתיות, בנתוני היצוא מורגש שיפור שמקורו בסחר החוץ העולמי. נתוני הצמיחה ברבעון הראשון צפויים להציג גידול דו-ספרתי ביצוא הסחורות.

מאקרו עולם.

הצמיחה במשק האמריקאי ממשיכה להשתפר, אך ללא שיפור בצריכה הפרטית
המשק האמריקאי צמח ברבעון הראשון ב-2.3%, לפי האומדן הראשוני. ביחס לרבעון המקביל אשתקד (YoY) הצמיחה המשיכה להשתפר ועלתה ל-2.9%, אך היא עדיין נמוכה לעומת השנים 2014-15. ההשקעות צומחות בקצב מתגבר בהובלת ההשקעות בציוד. לעומת זאת, המצב בצריכה הפרטית, מנוע הצמיחה במשק האמריקאי, לא משתפר. הצריכה הפרטית צמחה ברבעון הראשון בקצב הנמוך ביותר ב-5 השנים האחרונות. קצב הצמיחה (YoY) נותר כמעט ללא שינוי במשך שלוש השנים האחרונות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

ללא השיפור בצריכה הפרטית קשה לצפות לעלייה משמעותית באינפלציה. מבחינת הלחצים לעליית המחירים מצד ההיצע, עלויות המעסיקים (Employment Cost Index) עלו בשנה האחרונה בקצב שנתי של 2.7%, הגבוה ביותר מאז המשבר, אך קצב זה עדיין נמוך לעומת התקופה לפני המשבר, וזאת למרות שוק עבודה הדוק.

שורה תחתונה: קצב הצמיחה במשק האמריקאי ממשיך להשתפר, אך ללא שיפור בצריכה הפרטית, הכלכלה האמריקאית תתקשה להגיע לצמיחה גבוהה יותר. כמו כן, הצריכה הפרטית החלשה יחסית מגבילה את הסיכון האינפלציוני.

בעולם התמונה ממשיכה לשקף היחלשות במומנטום הצמיחה

בהמשך למגמה בתקופה האחרונה, גם בשבוע האחרון היו לא מעט הפתעות שליליות בנתונים הכלכליים באירופה, יפן, בריטניה וסין:

- הצמיחה בצרפת ברבעון הראשון הייתה נמוכה מהתחזית (0.3% במקום 0.4%) ונמוכה משמעותית מהנתון של הרבעון הרביעי 2017 (0.7%).
- בבריטניה ההפתעה השלילית הייתה גדולה עוד יותר. לאחר שהמשק צמח ב-0.1% לעומת 0.4% ברבעון הקודם.
- מדדי מנהלי הרכש באירופה הן במגזר התעשייה והן השירותים המשיכו להיחלש גם בחודש אפריל.
- בסין נרשמה ירידה די חדה בקצב הגידול של הרווחים בחברות התעשייה.

שוב מסתמנת היפרדות בין מדיניות ה-FED לבנקים המרכזיים האחרים

- על רקע הנתונים הכלכליים, הבנקים המרכזיים מחוץ לארה"ב העבירו מסרים "יוניים" יותר:
- ✓ נגיד ה-ECB אמר שבישיבה האחרונה כלל לא נידונה המדיניות המוניטארית, אלא בעיקר החולשה בנתונים הכלכליים.
 - ✓ ביפן הוסרה מהודעת הריבית התחזית להגעה ליעד האינפלציה ב-2019.
 - ✓ בבריטניה נמשכו הדיבורים על דחיית עליית הריבית לאור הנתונים החלשים.
 - ✓ הבנק המרכזי של שוודיה דחה את המועד הצפוי של עליית הריבית.
- אם בישיבתו השבוע ה-FED ידבק כצפוי בתוכניתו או אף יעביר מסר "נצי" יותר, תסתמן היפרדות בין מדיניות הבנקים המרכזיים, מה שישפיע על שווקים, במיוחד על שוק המטבעות.

עלה הסיכון להחרפת מלחמת הסחר בין ארה"ב לאירופה

ההתפתחות השלילית הנוספת באירופה קשורה לעובדה שהביקורים של קנצלרית גרמניה וראש ממשלת צרפת לא הצליחו ככל הנראה להניע את הנשיא האמריקאי מהתוכנית להטיל מכסים על יבוא הפלדה והאלומיניום מאירופה מ-1 במאי.

אם יוטלו המכסים הם יוסיפו קשיים לא רק על המשק האירופאי, אלא גם האמריקאי. לא רק שהאירופאים ינקטו בצעדים נגדיים, שזאת בעיה קטנה יחסית לארה"ב, אלא שעליית מחירי המתכות כבר מורגשת היטב באינדיקטורים השונים בארה"ב (מדדי מנהלי הרכש, סקרי ה-FED וכו') כגורם הפוגע בעסקים.

בשבוע הבא צפוי להתקיים ביקור של הבכירים האמריקאים בסין. בזירה זו, להערכתנו, הסיכוי להגעה לפשרה יחסית גבוה.

השבוע יהיה ריכוז גבוה במיוחד של נתונים חשובים בארה"ב

אנו עומדים לקראת שבוע די נדיר מבחינת ריכוז הנתונים החשובים שיתפרסמו בארה"ב ועשויים להשפיע בצורה משמעותית על השווקים. השבוע צפויים להתפרסם אינפלציית הליבה (PCE), הודעת ריבית ה-FED, תוכנית ההנפקות של משרד האוצר האמריקאי ונתוני שוק העבודה.

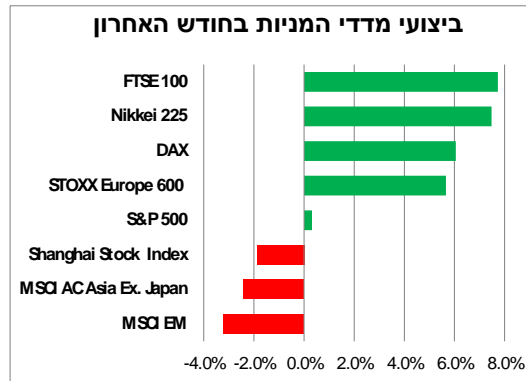
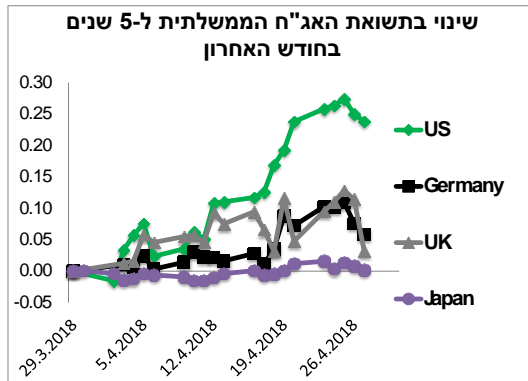
שווקים.

למרות הנתונים הכלכליים החלשים, השווקים באירופה, יפן ובריטניה הובילו בחודש האחרון

מי שרצה ללמוד על הקשר בין הכלכלה לשווקים בחודש האחרון היה לומד משהו הפוך ממה שמלמדים בבית הספר. על רקע הנתונים הכלכליים החלשים באירופה, בריטניה ויפן, מדדי ה-FTSE, ה-NIKKEI וה-DAX השאירו הרחק מאחור את המניות בארה"ב ובמדינות המתפתחות. אפשר להציע שלושה הסברים לכך:

1. השווקים שהובילו בחודש האחרון הציגו ביצועים חלשים לפניכן.
2. המטבעות במדינות אלו נחלשו משמעותית ביחס לדולר. היין היפני ירד ב-3.0%, הפאונד הבריטי ב-2.7% והאירו ב-2.3% בחודש האחרון.

3. לעומת העלייה בתשואות האג"ח הממשלתיות האמריקאיות, באירופה, בריטניה ויפן השינוי בתשואות האג"ח הממשלתית ל-5 שנים הייתה בסופו של דבר כמעט אפסית. במבט קדימה, אם הנתונים ימשיכו להיחלש, השווקים במדינות אלו יתקשו להערכתנו להמשיך ולהציג ביצועים עודפים.



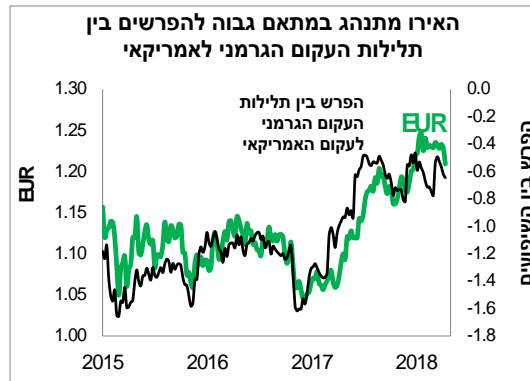
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

המניות בשווקים המתפתחים נחלשו יחד עם המטבעות שלהם. במקביל, תשואות האג"ח הדולריות של החברות במדינות המתפתחות זינקו בעקבות עליית תשואות בארה"ב לרמות הגבוהות מאז 2011. התפתחויות אלו צפויות להקשות על הביצועים העודפים של המניות בשווקים המתפתחים.

תגובת שוק המניות האמריקאי לעליית תשואת האג"ח ל-3% בשבוע האחרון הייתה רגוע הרבה יותר לעומת האירוע בתחילת פברואר. תגובה "כלכלית" יותר מעידה שהשוק התרגל לרמה חדשה של התשואות, אך להערכתנו בעליית מדרגה הבאה של התשואות שוק המניות שוב צפוי להפוך לעצבני.

תלילות העקום האמריקאי צפויה לעלות ולחזק את הדולר

שער הדולר מול האירו ממשיך להתנהג בהתאם להפרש בין התלילות של העקום הגרמני לתלילות העקום האמריקאי. התלילות כאן נמדדת כפער התשואות בין האג"ח ל-10 שנים לריבית הבנק המרכזי ולמעשה משקפת פוטנציאל לעליית הריבית עד השיא בסוף המחזור. ככל שתלילות העקום האמריקאי עולה יותר מהגרמני, האירו נחלש ביחס לדולר, כפי שקרה לאחרונה. כדי שהדולר יתחזק, ה-FED לא רק צריך להעלות את הריבית, אלא גם התשואות הארוכות צריכות לעלות. כלומר, תלילות עקום התשואות האמריקאי צריכה לעלות, לפחות ביחס לגרמני. אנו חושבים שכעת הסיכוי לכך עלה בגלל היפרדות בין המדיניות של הבנק המרכזי האמריקאי לבין האירופאי, עליה כתבנו לעיל.



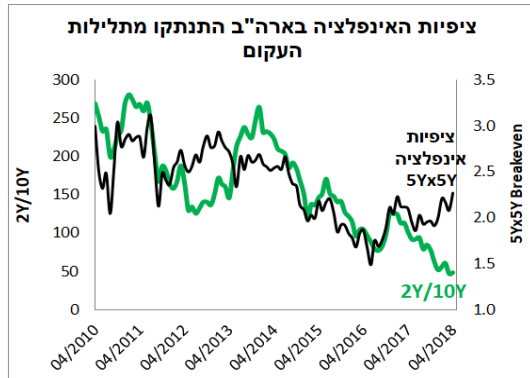
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

בנוסף, תלילות העקום האמריקאי התנתקה מהקשר ארוך הטווח מציפיות האינפלציה לטווח ארוך (5Yx5Y) אשר עלו משמעותית לאחרונה מבלי לגרור עלייה בתלילות העקום. עלייה בציפיות צפויה להוביל לעלייה בתלילות העקום.

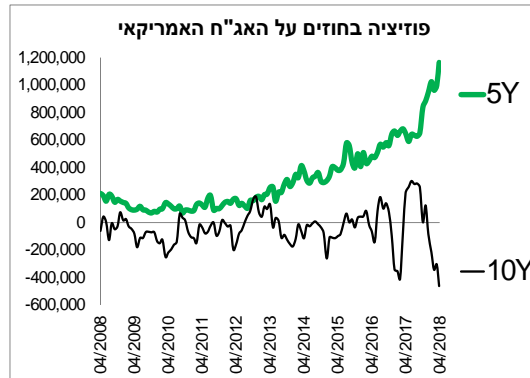
בכל מקרה, הספקולנטים בונים עך כך שהעלייה בתלילות העקום האמריקאי תקרה ובעוצמה. הם בנו פוזיציה ענקית בחוזים לעלייה בתלילות בין 5 ל-10 שנים.

שורה תחתונה: כל זה אומר להערכתנו שקיים סיכוי לא מבוטל לעוד קפיצה בתשואות הארוכות בארה"ב ולהתחזקות נוספת של הדולר.

תרשים 2



תרשים 1

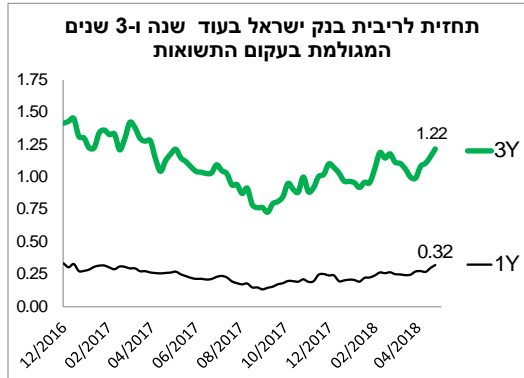
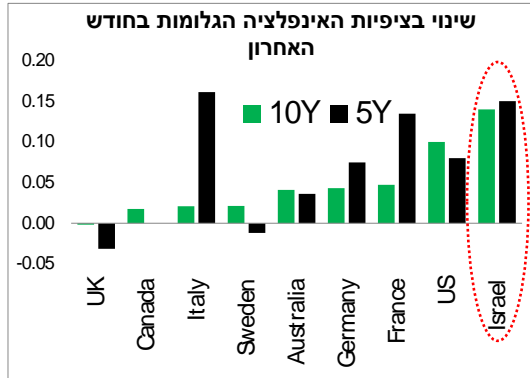


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

עליית ציפיות האינפלציה בישראל מתבססת על גורמים קצרי טווח

בישראל עליית התשואות בשוק האג"ח כבר מגלמת שהריבית תעלה בעוד שנה בכ-0.25% ובעוד שלוש שנים לכ-1.25%.

עליית התשואות התרחשה תוך עלייה מהירה בציפיות האינפלציה. למרות שהגורמים שעומדים מאחורי העלייה בציפיות האינפלציה דומים בישראל לאלה שבמדינות האחרות (עלייה במחירי הנפט והתחזקות הדולר), הציפיות בישראל עלו בשיעור הגבוה ביותר בקרב המדינות בהן ניתן למדוד אותן. די ברור גם שלפיחות השקל ולעלייה בנפט כמעט לא אמורה להיות השפעה על ציפיות האינפלציה מעבר לטווחים הקצרים. לכן, לדעתנו, העלייה האחרונה בציפיות, במיוחד הארוכות, הייתה מוגזמת. אנו עדכנו תחזית האינפלציה לשנה ל-0.6% בעקבות השינויים בשע"ח ובמחיר הנפט.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

עד 2 שנים	5-2	10-6	מעל 10 שנים
אג"ח ממשלתיות			
	+		
		-	+
<ul style="list-style-type: none"> • שקליות • צמודות • ריבית משתנה 			
אג"ח קונצרניות			
	+	+	+
	-	-	-
<ul style="list-style-type: none"> • 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 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 להיות 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 בקבוצת עוסקות, במישורין 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 דעותי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

זבז'ינסקי אלכס

29-04-2018

תאריך פרסום האנליזה