

18.11.2018

אינפלציה 12 חודשים

הבאים  
1.0%

מדד נובמבר  
-0.3%

מדד דצמבר  
0%

מדד ינואר  
-0.3%

ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים  
0.10%

עיקרי הדברים

- **מדד המחירים** בישראל היה אומנם ברף העליון של התחזיות, אך אין סימנים של עלייה בסביבת האינפלציה במשק. חלק מהגורמים שהשפיעו לעליית המדד בשנה האחרונה לא צפויים לחזור על עצמם בשנה הקרובה.
- **השקל** צפוי להמשיך ולהיחלש. מבין הכוחות שצפויים לפעול לפיחות השקל ניתן למנות ההאטה בצמיחת המשק, התמתנות הציפיות לעליית ריבית ע"י בנק ישראל, העלייה בגירעון המסחרי ועלייה ב-Basis swap.
- **הצמיחה באירופה וביפן** נחלשה ברבעון השלישי. חלק מהסיבות היו חד פעמיות, אך הגורמים להאטה היו רוחביים יותר, במיוחד באירופה.
- הביקוש הנמוך לאשראי במשק האמריקאי מעיד שלא צפוי גידול בהשקעות של המגזר העסקי.
- בעקבות ההתפתחויות האחרונות בארה"ב ומחוץ לה, השוק מתחיל להוריד **תחזיות לעליית ריבית ה-FED**. להערכתנו, נגידי הבנק המרכזי צפויים להוריד בישיבתם הקרובה תחזיות לעליית ריבית.
- הטלטלה בשווקים הגיעה אל **שוק האג"ח הקונצרניות בארה"ב**. עליית המרווחים בשבוע שעבר הייתה החדה ביותר מאז 2016.
- שוק המניות המקומי בדרך כלל הכה את השוק האמריקאי אחרי הבחירות בישראל. השקל בדרך כלל נחלש מול סל המטבעות.

## מאקרו ישראל.

### סביבת האינפלציה נותרה מתונה והסיכון לתחזית מוטה כלפי מטה

עליית מדד המחירים לצרכן בחודש אוקטובר ב-0.3% הייתה בהתאם לתחזיות שלנו, אך בתוך הסעיפים היו לא מעט הפתעות.

תרומת המזון וסעיף הפירות והירקות הייתה נמוכה ממה שציפנו. לעומת זאת, סעיף ההלבשה, הריהוט והציוד והתרבות עלו מעל התחזיות שלנו.

בסה"כ, אנו לא מזהים שינוי משמעותי בסביבת האינפלציה והיא נותרה מתונה. מדד המחירים ב-12 החודשים עלה ב-1.2%, בדומה לחודשים הקודמים. המדד ללא האנרגיה עלה ב-1.0%.

כ-0.6% הוסיפו לאינפלציה בשנה האחרונה הסעיפים שתרומתם עשויה להיות חולפת:

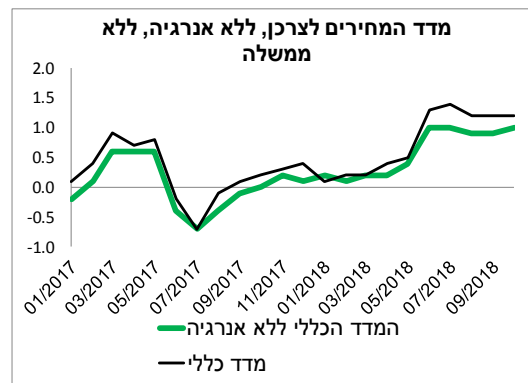
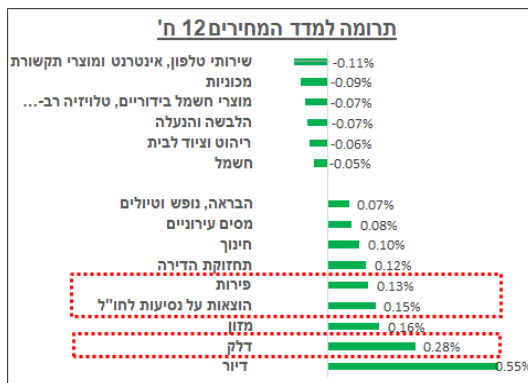
✓ הדלק תרם כ-0.28%. בינתיים מסתמנת תרומה שלילית בזמן הקרוב.

✓ מחירי הפירות הוסיפו 0.13%. אבטיח, ענבים ואפרסקים לבד תרמו כ-0.16%. השפעה זו

בוודאי חריגה ולא אמורה לחזור על עצמה.

✓ גם תרומת הוצאות על הנסיעה לחו"ל של כ-0.15% הייתה חריגה והתבססה בין היתר

על התייקרות הנפט ושינוי בשער הדולר.

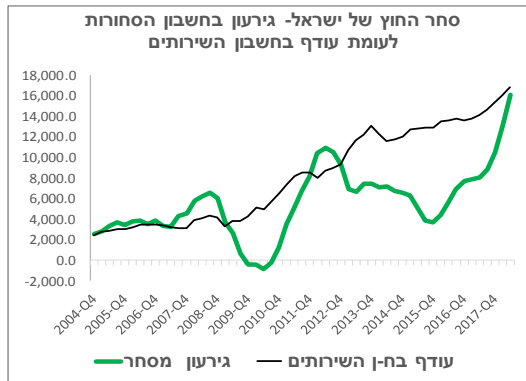


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

**שורה תחתונה: התחזית לאינפלציה ב-12 החודשים הבאים ירדה מ-1.1% ל-1.0%. סביבת האינפלציה נותרה מתונה והסיכון לתחזית מוטה כלפי מטה.**

**עלייה מהירה בגירעון המסחרי בעבר קרתה בסמיכות לפיחות השקל מול סל המטבעות**  
קצב הגידול ביצוא הסחורות (12M/12M) נותר יציב עם נטייה קלה לירידות. קצב הגידול ביבוא נותר גבוה, במיוחד של חומרי הגלם.

בשלוש השנים האחרונות ניכרת עלייה חדה ביבוא וקיפאון ביצוא הסחורות. כתוצאה מזה, הגירעון המסחרי עלה בחדות. העלייה בגירעון המסחרי מהירה יותר מהגידול בעודף בחשבון הסחר בשירותים. נציין שלא ברור עד כמה הגירעון המסחרי גרם לכך, אך באפיזודות הקודמות של עלייה מהירה בגירעון המסחרי בשנים 2007-08 וב-2010-2012 נרשם גם פיחות מהיר יחסית בשע"ח של השקל מול סל המטבעות.

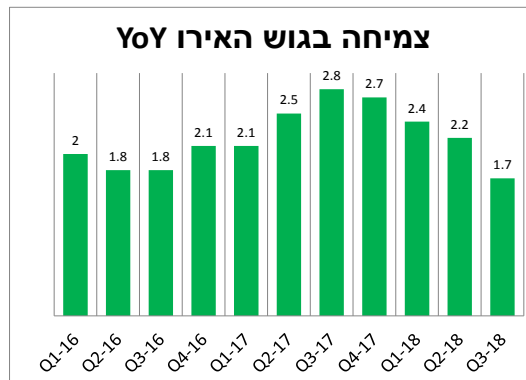
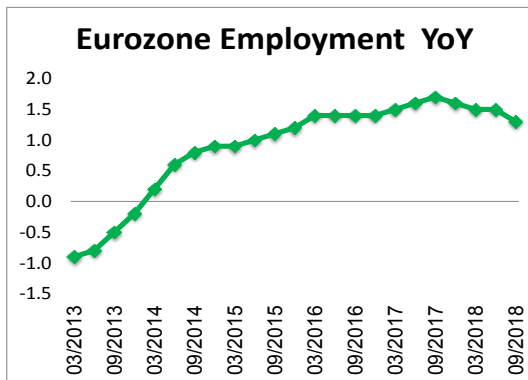


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

## מאקרו עולם.

### קצב הצמיחה והסנטימנט באירופה ממשיכים להיחלש

נתוני הצמיחה לרבעון השלישי בגוש האירו הצביעו על המשך האטה בקצב הצמיחה ל-1.7% (YoY), לעומת קצב של 2.7% בסוף שנת 2017. חלק מההאטה בצמיחה קשורה לגורמים חד פעמים, כמו השיבושים בייצור הרכבים בגרמניה. ניתן לראות שמחזור העסקים באירופה עבר את שיאו גם בירידה בקצב הגידול במספר המועסקים שנמצא במגמת האטה.

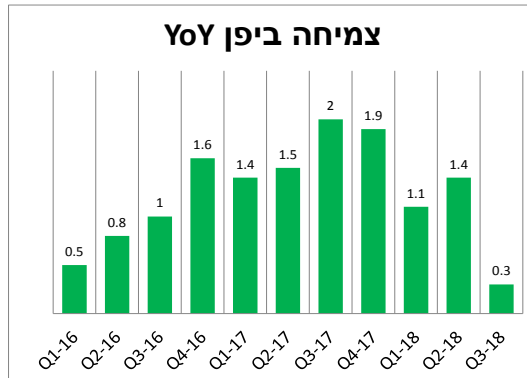
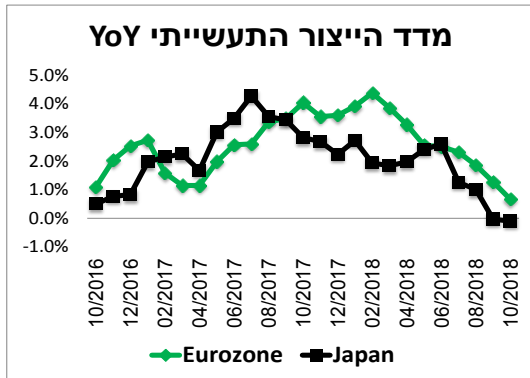


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

גם נתוני הסנטימנט באירופה ממשיכים להצביע על פסימיות מתרחבת לאחר שסקר ה-ZEW בשבוע שעבר הציג הרעה נוספת ברכיב הציפיות ובהערכת המצב הנוכחי. גם אינפלציית הליבה בגוש האירו נותרה נמוכה (1.1%) ואינה מתקדמת ליעד ה-1.1% מהפרסומים בשבוע האחרון ניתן ללמוד שאינפלציית הליבה נותרה יציבה ואף התמתנה בחצי השנה האחרונה בכל המדינות העיקריות.

## צמיחה שלילית גם ביפן, אך צפוי שיפור ברבעון הרביעי

גם ביפן נרשמה צמיחה שלילית ברבעון השלישי. כמו באירופה, גם ביפן מדובר בהשפעות חד פעמיות. רק שביפן אלה היו מעשי טבע. קצב הצמיחה השנתי (YoY) ירד ל-0.3% לאחר שבסוף שנת 2017 הוא הגיע לרמה של כ-2%. נרשמה ירידה בצריכה הפרטית ובהשקעות החברות. בגלל ההשפעות החד פעמיות, צפוי תיקון לירידה בתוצר ברבעון הרביעי. נוסף, שמדדי הייצור התעשייתי באירופה וביפן ממשיכים להיחלש.

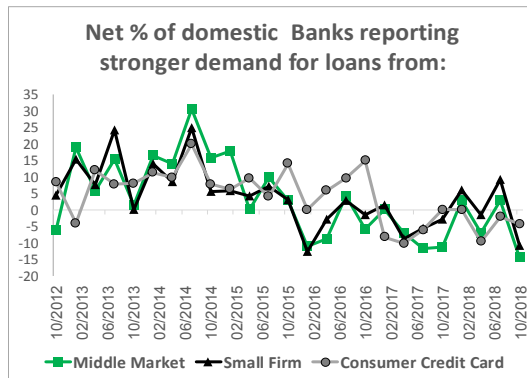
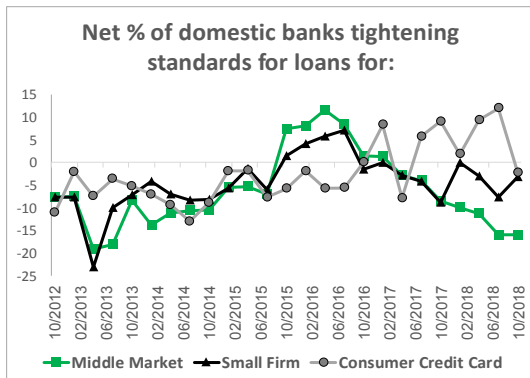


מקור: Bloomberg, מיטב גד ברוקראז'

## הביקוש הנמוך לאשראי בארה"ב אינו מבשר על גידול בהשקעות

בארה"ב התפרסם הסקר התלת-חודשי של ה-FED של קציני אשראי בבנקים. הסקר העלה שהבנקים בסה"כ מקלים בתנאי אשראי, במיוחד לחברות. אולם, הביקוש להלוואות נחלש והוא נמצא ברמות שממש לא מתאימות למצב של צמיחה מואצת.

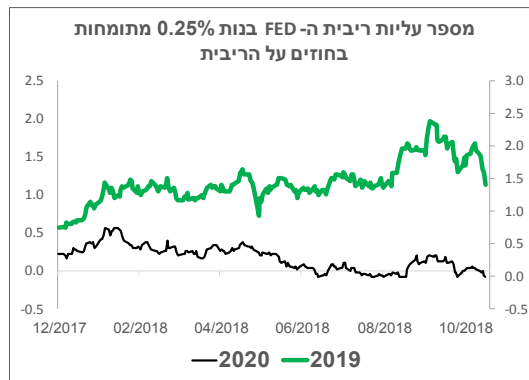
הביקוש הנמוך להלוואות מעיד שהשקעות החברות, שבדרך כלל מתואמות עם הגידול באשראי, לא צפויות לזנק בקרוב. לאור הירידה החדה במחירי הנפט, גידול בהשקעות נראה עוד פחות אפשרי.



מקור: Bloomberg, FED, מיטב גד ברוקראז'

שווקים.

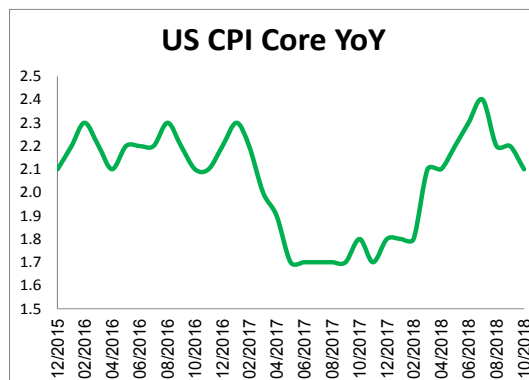
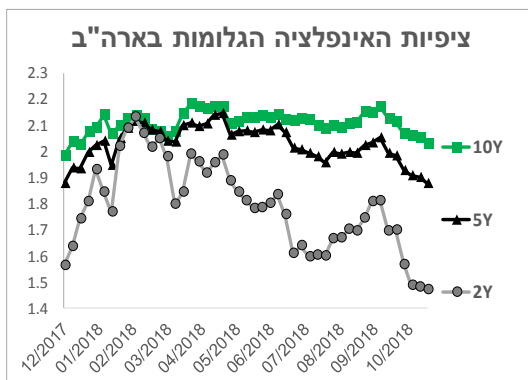
המציאות בשטח והמסרים של ה-FED מורידים תחזיות לעליית ריבית הקונצנזוס בשוק לגבי קצב עליית הריבית בארה"ב מתחיל להתערער. החוזים "השילו" מתחילת אוקטובר כמעט עליית ריבית שלמה ב-2019 והורידו את התחזיות הנגזרת ל-1.5 עליות בלבד. בסוף השבוע סגן נשיא ה-FED הוסיף ספקות לגבי נכונות ה-FED להמשיך בעליית ריבית לאחר שאמר שהריבית מתקרבת לרמה ניטרלית.



מקור: Bloomberg, מיטב גד ברוקראד

- אכן, הסיבות להמשך עליית ריבית בארה"ב הולכות ונחלשות:
- ✓ אינפלציית הליבה עברה את השיא וירדה בחודשים האחרונים.
  - ✓ ציפיות האינפלציה ממשיכות לרדת לרמה הנמוכה מתחילת השנה.
  - ✓ קיים חשש שבשנה הקרובה הצמיחה בארה"ב תתמתן בהשפעת ההאטה בעולם, הפגת התמיכה מצד המדיניות הפיסקאלית והשפעת הריסון המוניטארית בארה"ב. על כך דיבר גם נגיד ה-FED בשבוע שעבר.
  - ✓ נמשכת ואף מתעצמת חולשה בכלכלה העולמית.
  - ✓ שערו של הדולר ביחס לסל התחזק כבר בכ-10% מהתחלתית, אליה הגיע בתחילת השנה.
  - ✓ ניכרת הרעה בתנאים הפיננסיים כתוצאה מהתנודתיות בשווקים.

**שורה תחתונה: אנו צופים שתחזיות הריבית של נגיד ה-FED ירדו בפגישתו הקרובה ואיתם גם התשואות והדולר.**

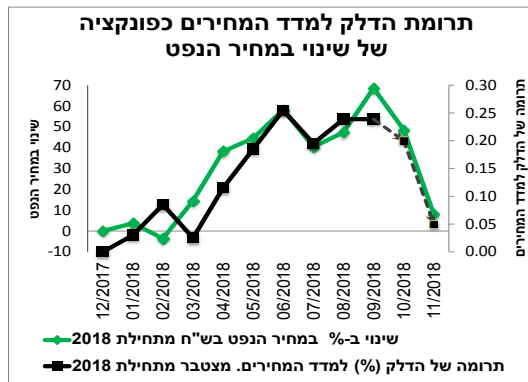
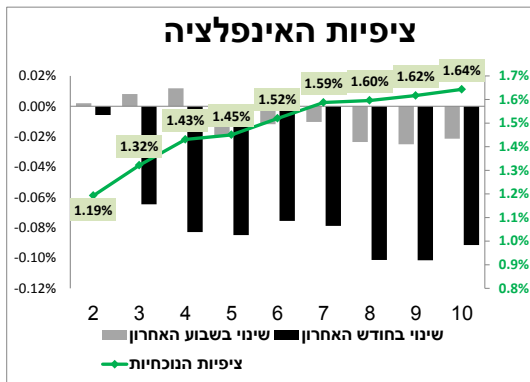


**הוודאות בנושא הריבית בישראל צפויה להתבהר בקרוב**

בזמן הקרוב תתבהר התמונה ביחס למימוש התוכניות של בנק ישראל לעליית ריבית:

- ✓ מדד המחירים לצרכן לחודש אוקטובר אומנם עלה ברף הגבוה של התחזיות, אך לדעתנו אינו מעיד שסביבת האינפלציה מתבססת בתחום היעד. אם לדבוק בהגדרה שניתנה ע"י בנק ישראל, האינפלציה ממשיכה להיות קרוב מדי לגבול התחתון של יעד האינפלציה.
- ✓ היום יתפרסם נתון צמיחה לרבעון השלישי שתהיה לו חשיבות גדולה לעניין החלטת ריבית.
- ✓ הנגיד החדש צפוי להיכנס לתפקיד בקרוב ולגלות את עמדותיו.
- ✓ מלבד השיקולים המקומיים, גם ההאטה בצמיחה העולמית והתנודתיות בשווקים יוסיפו משקל נגד עליית ריבית.

תגובת ציפיות האינפלציה הגלומות בישראל לירידה במחירי הנפט הייתה מאוד מינורית בשבוע שעבר, למרות שמחיר הנפט בשקלים מחק כ-3/4 מעלייתו בשנה.

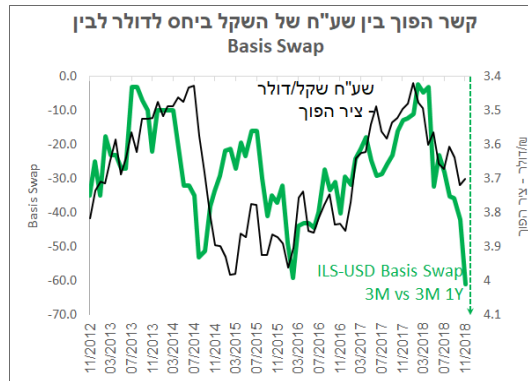
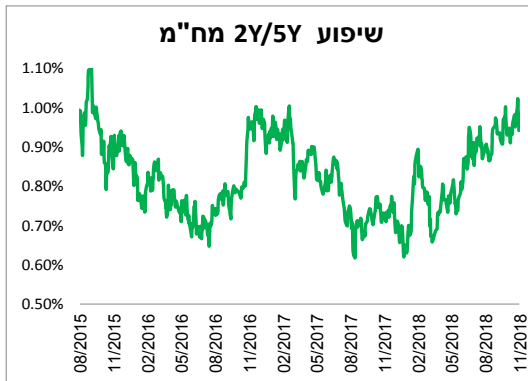


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

**הכוחות לפיחות השקל ביחס לסל המטבעות צפויים להמשיך ולגבור**

מלבד ההשפעה לפיחות השקל שנובעת מעלייה בגירעון המסחרי, עליה כתבנו בפרק המאקרו, קרוב עוד כמה אירועים שעשויים להשפיע על שע"ח:

- ✓ בנק ישראל הודיע על הפסקת רכישות הדולרים לצורך נטרול השפעת הגז.
- ✓ הירידה החדה במחירי הנפט אמורה לתמוך בשערו של השקל. ישראל יבאה דלק בשנה האחרונה בסכום של כ-10 מיליארד דולר. ירידה פרמנטית במחיר הנפט של כ-20% עשויה להקטין ביקוש למט"ח בכ-2 מיליארד דולר בשנה.
- ✓ לעומת זאת, לאחרונה עלתה עלות הגידור מפני ייסוף השקל ביחס לדולר לרמות שלא נראו כאן בשנים האחרונות בגלל העלייה ב-Basis Swap. עלייה ב-Basis (עלייה לכיוון שלילי) בדרך כלל קורת יחד עם פיחות השקל, כפי שהיה בשנים האחרונות (תרשים 21).
- אנחנו מעריכים שהסבירות לפיחות השקל גבוהה יותר מההסתברות לייסוף:
- ✓ ראשית, בגלל שלהערכתנו מתפתחת האטה בכלכלה הישראלית שבדרך כלל לוחצת להיחלשות המטבע.
- ✓ שנית, בגלל שהציפיות לעליית ריבית שהתחזקו לאחרונה, כפי שבא לידי ביטוי בעליית תלילות העקום השקלי בחלק הקצר שלו, לא בטוח שיתממשו.



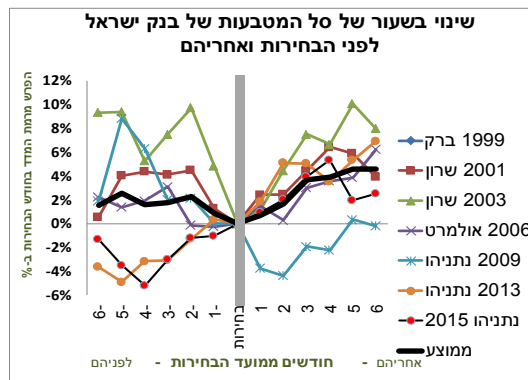
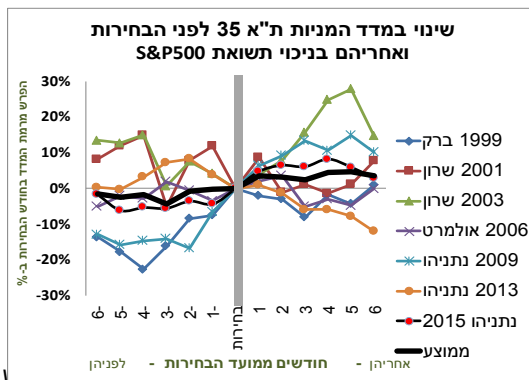
מקור: Bloomberg, מיטב גד ברוקראז'

## אחרי הבחירות בישראל שוק המניות המקומי בדרך כלל הכה את השוק האמריקאי והשקל נחלש

בדרך כלל לבחירות יש השפעה חיובית על הכלכלה, מכיוון שהממשלה החדשה יכולה לאמץ צעדים נחוצים אך פחות פופולריים ולטפל בבעיות שנזנחו קודם בתחילת קדנציה. אחת הבעיות העיקריות איתה תצטרך להתמודד הממשלה הבאה יהיה עודף ההתחייבויות התקציביות של הממשלה בשנים הקרובות בעקבות ההחלטות שכבר התקבלו.

שבע מערכות הבחירות שהתקיימו בישראל ב-20 השנים האחרונות השפיעו במוצע לחיוב על שוק המניות המקומי. ב-6 מתוך 7 מערכות הבחירות השוק הישראלי השיג תשואה עודפת על השוק האמריקאי חצי שנה אחרי הבחירות.

בשש מתוך שבע מערכות הבחירות השקל נחלש מול סל המטבעות חצי שנה אחרי הבחירות.

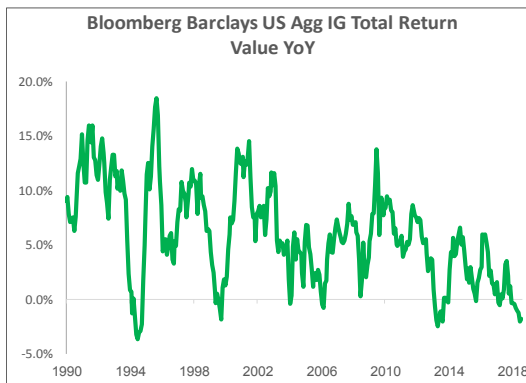


מקור: Bloomberg, מיטב גד ברוקראז'

## הירידות באג"ח החברות בחו"ל טומנות סיכון משמעותי לשווקים

בשבוע שעבר הטלטלות במניות הגיעה לשוק האג"ח הקונצרניות בארה"ב. המרווח הממוצע באג"ח ה-HY עלה לרמה הגבוהה בשנה האחרונה. המרווחים עדיין נמוכים משמעותית בהשוואה לרמתם בתחילת 2016 או בזמן המשבר באירופה, אך העלייה השבועית במרווחי אג"ח ה-IG וה-HY הייתה בשבוע שעבר החדה ביותר מאז תחילת שנת 2016. מלבד הירידות במניות, המרווחים הושפעו

מהירידה החדה במחירי הנפט, מהנפילות באג"ח של חברת GE ומהדיבורים חוזרים ונשנים על הסיכונים הגבוהים באשראי החברות. התפשטות התנודתיות לאפיק הקונצרני טומנת סיכון לא פחות גדול מהירידות במניות עקב המצב הפיננסי "המתוח" של חלק מהחברות, במיוחד בדירוגים הנמוכים.



מקור: Bloomberg, מיטב גד 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 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 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

אנ, 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

18/11/2018

תאריך פרסום האנליזה