

25.3.2018

**אינפלציה 12 חודשים**

**הבאים**  
**0.4%**

**מדד מרץ**  
**0.3%**

**מדד אפריל**  
**0.3%**

**מדד מאי**  
**0.3%**

**ריבית בנק ישראל צפויה**

**בעוד 12 חודשים**  
**0.10%**

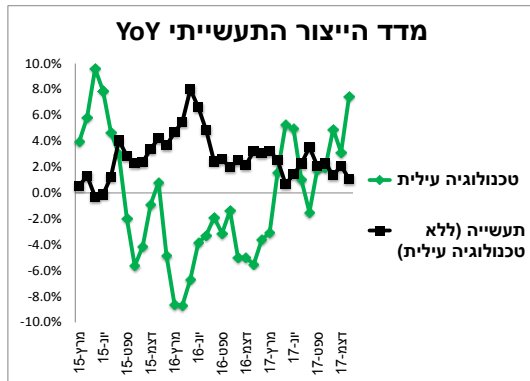
**עיקרי הדברים**

- פעילות הייצור ויצוא הסחורות בישראל התגברה בחודשים האחרונים, ככל נראה במידה רבה הודות לפעילות המפעל של אינטל.
- סימני האטה הדרגתית מופיעים בביקושים המקומיים.
- ירידה בהתחלות הבנייה בישראל בתגובה לירידה במחירי הנדל"ן די שגרתית ולא בהכרח תוביל בקרוב לחזרה של עליות מחירים.
- לעומת הירידה בהתחלות הבנייה למגורים, התחלות הבנייה שלא למגורים נמצאות ברמות גבוהות מאוד. בדרך כלל, קיים מתאם בפעילות בין שני התחומים.
- מחירי היבוא לישראל בדולרים המשיכו לעלות לאורך כל שנת 2017, אך התחזקות השקל נטרלה ההתייקרויות.
- ניכרים סימני האטה בפעילות הכלכלית באירופה, כפי שבאו לידי ביטוי בסקרים שונים.
- ההתמתנות ביצוא לסין מהמדינות השונות עשויה לסמן האטה בפעילות במשק הסיני.
- הרעה בתנאים הפיננסיים בארה"ב, הכוללת בין יתר עלייה די חדה בריבית הליבור ובתשואות אג"ח החברות, עלולה לגרום להאטה בפעילות הכלכלית בחודשים הקרובים.
- קיים סיכוי גבוה שהצדדים למלחמת הסחר ישאפו למציאת פתרון מוסכם למשבר. סיכון גובר כרוך בהקצנת העמדות של הבכירים בממשל האמריקאי.
- פחת הסיכוי ליותר משלוש העלאות ריבית ה-FED השנה.

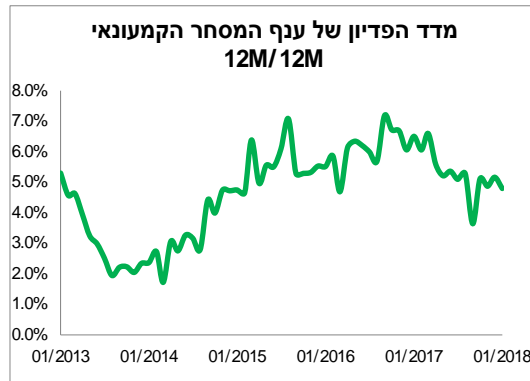
## מאקרו ישראל.

נתוני הייצור והיצוא מושפעים מהפעילות של מפעל אינטל. המכירות המקומיות בהאטה האינדיקטורים השוטפים האחרונים מצביעים על שיפור בקצב הצמיחה של הרכיבים הקשורים למגזר היצרני, כגון יצוא השירותים, הייצור התעשייתי ויבוא תשומות לייצור. בדיקה מעמיקה יותר מגלה שהשיפור בנתוני הייצור נובע מפעילות ענפי טכנולוגיה עילית בלבד. בדיקה עוד יותר מעמיקה חושפת שאפשר לזקוף את העלייה במדד הייצור התעשייתי בענפי טכנולוגיה עילית בעיקר לענף הרכיבים האלקטרוניים שקשורה ככל הנראה לכניסה לפעילות של המפעל החדש של אינטל. לעומת האינדיקטורים בתחום הייצור והיצוא, במבט על השינוי ב-12 החודשים, קצב הצמיחה בפדיון במסחר הקמעונאי נמצא במגמת האטה.

**שורה תחתונה: הביקושים המקומיים במשק מראים סימני חולשה. צמיחת הענפים שתוצרתם מופנית ליצוא יציבה ואף משתפרת בחלק מהתחומים.**



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

### ירידה בהתחלות הבנייה הנה תגובה שגרתית לירידת מחירי הדירות ולא בהכרח תוביל לעליית מחירים בקרוב

נמשך זרם הנתונים המשקפים העמקת ההאטה בתחום הנדל"ן. התחלות הבנייה ירדו ברבעון הרביעי ב-31% לעומת הרבעון המקביל אשתקד, זאת בהשוואה לירידה של 22% ברבעון השלישי. הירידה בהתחלות הבנייה בתגובה לירידת המחירים תואמת דפוס פעילות שגרתית בשוק הנדל"ן שהיה קיים גם בעבר.

הירידה מתמשכת בהתחלות הבנייה לא בהכרח תגביר סיכוי לעליית מחירי הדירות בטווח המידי של השנה או אף בשנים הקרובות. בין השנים 2004-2008 היקף התחלות הבנייה עמד בממוצע על כ-30 אלף יחידות דיור בסה"כ בשנה, אך מדד מחירי הדירות עלה בקצב שנתי ממוצע של כ-2.5% בלבד.



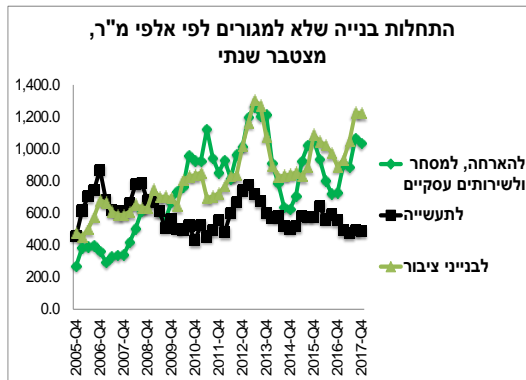
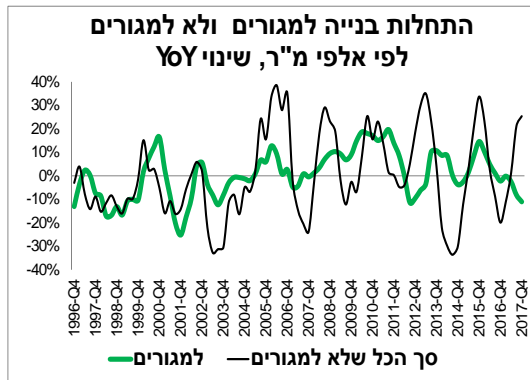
מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

**עלייה חדה בהתחלות הבנייה ובגמר הבנייה של המסחר ולשירותים**

בשעה שהתחלות הבנייה למגורים ירדו בחדות, התחלות הבנייה (לפי שטח בנוי) שלא למגורים דווקא נמצאות באחד השיאים של העשור האחרון. לא כל הבנייה שלא למגורים משגשגת. הבנייה לתעשייה נמוכה מאוד, לעומת הבנייה למסחר, שירותים עסקיים ובנייני ציבור. כמו כן, אנחנו ממש בשיא בגמר בנייה למסחר ושירותים.

ניסיון העבר מלמד שקיים בדרך כלל קשר בין התחלות הבנייה למגורים לבין אלה שלא למגורים. כפי שניתן לראות בתרשים 9, גאות ושפל בשני התחומים באים בדרך כלל בסמיכות. יתכן והקשר עובר דרך האטה בצריכה הפרטית שמושפעת משוק הדיור וירידה בביקוש לשטחי מסחר ושירותים. יתכן וזה קשור גם לזמינות האשראי לחברות בתחום הנדל"ן.

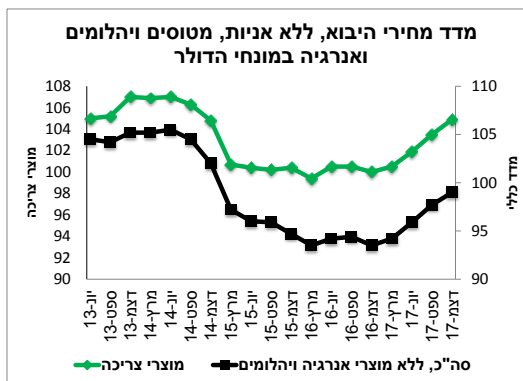
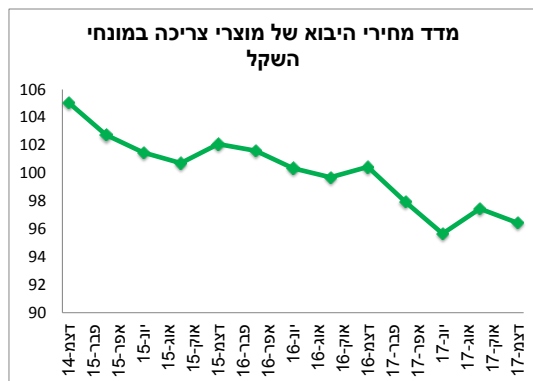
**שורה תחתונה: ההאטה בתחום הנדל"ן למגורים עשויה להשפיע גם על תחומי הבנייה האחרים.**



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

**מחירי היבוא בדולרים ממשיכים לעלות ברבעון הרביעי, אך השקל הופך את התמונה**  
מדד מחירי היבוא לישראל המשיך לעלות ברבעון הרביעי בהמשך למגמה מתחילת שנת 2017. מדד מחירי היבוא של מוצרי הצריכה עלה במצטבר בכ-4.9% מתחילת השנה. העלייה במדד מחירי היבוא באה אחרי שלוש שנים של ירידות ומראה שסביבת האינפלציה בעולם מתגברת. מדד מחירי היבוא מציג את המחירים בדולרים. תרגום המדד למונחים שקליים מראה שהתחזקות השקל מנטרלים את הלחצים שמייצרים המחירים המיובאים על האינפלציה בישראל, בפרט של מוצרי הצריכה.

## שורה תחתונה: עליית מחירי היבוא נמשכה גם ברבעון הרביעי, אך במונחים שקליים מחירי היבוא לא עלו.

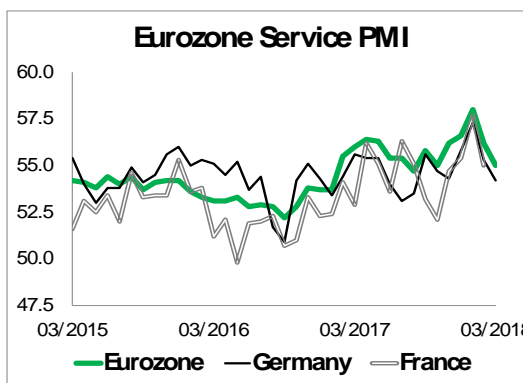
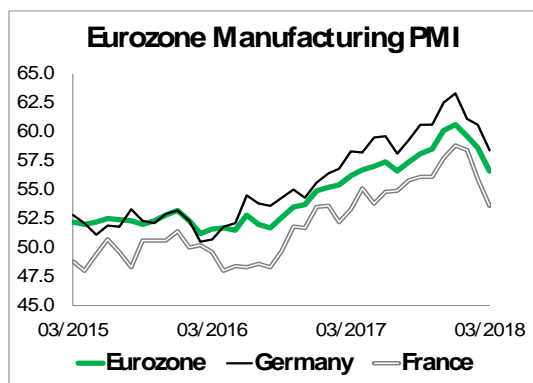


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

## מאקרו עולם.

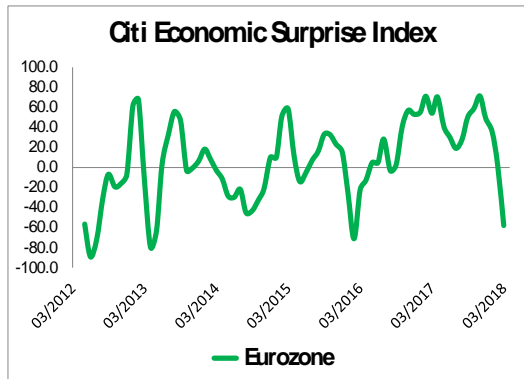
### סימני האטה באירופה

לאחרונה מתרבים סימנים להאטה בפעילות העסקית בעולם. מדד מנהלי הרכש בתעשייה הגלובלי ירד בחודשיים הראשונים של השנה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

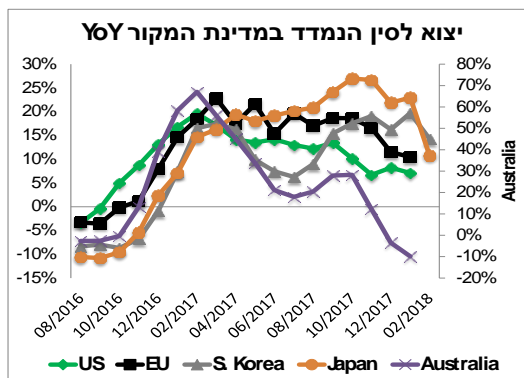
המגמה בולטת במיוחד באירופה בה מדדי מנהלי הרכש טיפסו ב-2017 לרמות שיא ובחודשים האחרונים התחילו לסגת מהן. הירידה ניכרת גם בענף התעשייה וגם בשירותים. האכזבות מהנתונים הכלכליים באירופה משתקפות בירידה חדה במדד ההפתעות בנתונים הכלכליים של Citi. לא רק בנתונים הכלכליים באירופה אפשר לזהות חשדות להאטה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### ירידה ביצוא לסין

סימן נוסף להאטה אפשרית ניתן למצוא בנתוני הסחר עם סין, כפי שמדווח ע"י המדינות היצואניות. בחודשים האחרונים קצב הגידול ביצוא לסין ירד בחדות באוסטרליה. ניכרת התמתנות גם ביצוא לסין מאירופה וארה"ב.

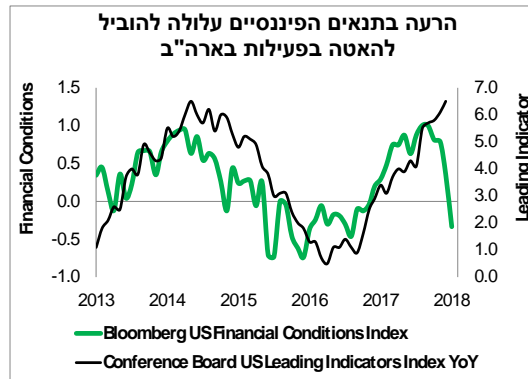


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### הרעה בתנאים הפיננסיים בארה"ב עשויה להוביל להאטה בפעילות

הרעה בתנאים הפיננסיים בשווקים שהחלה בחודש וחצי האחרונים עלולה להקרין על הפעילות בכלכלה האמריקאית. מדד התנאים הפיננסיים ירד בחדות בהשפעת התנדדות בשוק המניות, עלייה במרווחי האג"ח הקונצרניות, עלייה ב-TED Spread ובריבית ה-Libor שנמשכו במלוא כוחם גם בשבוע האחרון. השינויים במדד התנאים הפיננסיים בארה"ב היה בחמש השנים האחרונות אינדיקטור מוביל לשינויים במדדי אינדיקטורים מובילים שמשקף רמת הפעילות בכלכלה.

**שורה תחתונה: הירידה האחרונה במדד התנאים הפיננסיים עלולה להיות סימן מקדים להאטה בפעילות בכלכלה האמריקאית בחודשים הקרובים.**



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## שווקים.

### למלחמת הסחר יש סיכוי לא מבוטל להסתיים בהסכם שלום שמספק את כל הצדדים

להבדיל ממלחמה אמיתית, במלחמות הסחר אין קרבות ואבידות יום-יומיים. זה דומה יותר לברקזיט. אחרי הזעזוע בשווקים בעקבות ההצבעה, הצדדים נכנסו לתהליך ארוך של בירורים והשווקים די חזרו לשגרה.

✓ המסלול ליישום ההחלטה האמריקאית לא מתחיל מחר. בעוד 15 ימים צפויה להתפרסם רשימת המוצרים עליהם יוטלו המכסים. לאחר מכן, יינתנו 30 יום לקבלת הערות מהציבור. בתקופה זו הלוביסטים ילחצו חזק על הפוליטיקאים.

✓ הצעדים שצריך לגבש משרד האוצר האמריקאי ביחס להגבלת ההשקעות של החברות הסיניות בחברות האמריקאיות בעלות טכנולוגיה ייחודית אמורים להתפרסם רק עוד חודשיים.

✓ הצעדים עליהם הודיעו הצדדים עדיין יחסית מינוריים. מהצד האמריקאי זה רחוק ממכס של 45% על כל היבוא מסין שהבטיח טראמפ בבחירות. המכסים אמורים לייקר כ-10% מסך היבוא מסין לארה"ב. פעולת התגמול הסינית הייתה בינתיים ממש מינורית. הטלת המכסים על היבוא מארה"ב בסך 3 מיליארד דולר נוגע ל-2% מכלל היבוא מארה"ב. התחומים הגדולים והחשובים של היבוא מארה"ב כגון פולי סויה, מכוניות וחלקים, מטוסים ורכיבים אלקטרוניים נותרו בינתיים מחוץ לתגובה הסינית.

✓ למרות גירעון הסחר העצום, האמריקאים אינם נמצאים בעמדת כוח ביחס לסין בקרב זה. הסינים מספקים לצרכנים האמריקאים מוצרי צריכה רבים וזולים. האמריקאים כנראה לא ירצו שהצרכן יספוג עליית מחירים. כמו כן, הסינים גם המלווים הגדולים לממשל האמריקאי. מרחב האיומים ההדדיים צפוי להוביל לפשרות.

✓ עושה רושם ששני הצדדים בתגובות הראשוניות מאוד נזהרים שלא לעבור את הקווים האדומים ולאפשר גישור. לכן, מציאת פתרון מוסכם לשביעות רצונם של שני הצדדים אחרי תקופה של אי וודאות זאת האפשרות שסיכוייה להתממש לא מבוטלים.

✓ נראה שהשוק חושש יותר מאי הוודאות וטעויות בתגובות הצדדים מאשר מהשלכות הישירות של הצעדים. אחרת קשה להסביר מדוע ציפיות האינפלציה בארה"ב לא עלו כלל על האירוע בשבוע האחרון.

✓ אלמלא ההקצנה הברורה של הממשל האמריקאי אחרי המינויים האחרונים לתפקידים בכירים ע"י הנשיא, היינו אומרים שמציאת הפתרון המוסכם בין סין לארה"ב זאת האופציה בעלת הסבירות הגבוהה ביותר. אולם, הסיכון האמיתי בסיפור זה הוא האופי ושיקול דעת של הנשיא עצמו וסביבתו.

## ל-FED החדש צפויה להיות נטייה "יונית"

הודעת ריבית ה-FED שידרה מסר מתון ושיקפה שה-FED בהנהגת פאוול לא מתכוון להאיץ קצב העלאות הריבית, אלא אם הנסיבות יכריחו אותו. בהתייחס למדיניות ה-FED צריכים לקחת בחשבון את הגורמים הבאים:

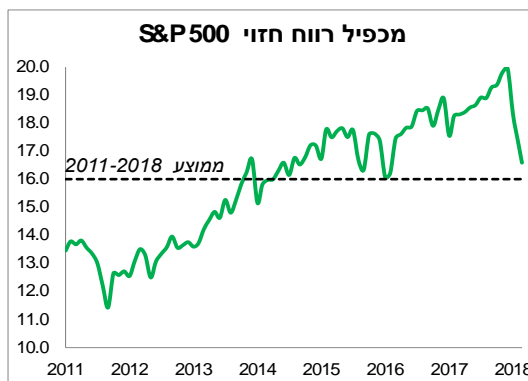
- ✓ תיאור של עוצמת הפעילות הכלכלית בהודעת הריבית התמתן.
- ✓ לא היה שום שינוי בתיאור ההתפתחויות בתחום האינפלציה, למרות עליית תחזית הצמיחה והורדת התחזית לאבטלה.
- ✓ הנגיד החדש נתן להבין שהוא מייחס פחות משקל לתחזיות, במיוחד לטווח הארוך. עושה רושם שהנגיד החדש יהיה קשוב יותר לנתוני האינפלציה בפועל, מאשר לאינדיקטורים המקדימים כגון שיעור האבטלה, כמות המשרות החדשות, עליית השכר או גידול בצריכה.
- ✓ ההרעה בתנאים הפיננסיים בארה"ב, כפי שהצגנו לעיל, עלולה להשפיע לרעה על הפעילות הכלכלית.
- ✓ העלייה החדה בריבית הליבור ובתשואות האג"ח הקונצרניות בארה"ב כבר מייצרת הידוק מוניטארי מעבר להשפעת עליית הריבית.
- ✓ אי הוודאות בתחום סחר החוץ עלולה לעכב השקעות ופרויקטים מתוכננים של החברות מה שיפיע על הצמיחה.

**שורה תחתונה: להערכתנו, הסיכוי ליותר משלוש העלאות הריבית בשנת 2018 פחת.**

## חלק מהסיכונים לשוק המניות פחתו, אך צצו אחרים

מצד אחד, חלק מהסיכונים לשוק המניות ירדו:

- ✓ הסיכון ל-FED "נצי" יותר, אחד הסיכונים שהבהילו את השווקים לאחרונה, להערכתנו פחת.
- ✓ פוטנציאל הנזק מהחרפת מלחמת הסחר גבוה, אך הסיכון להתממשות להערכתנו מתון יחסית, כפי שהצגנו קודם. הפתרון בדרכי "שלום" עשוי להחזיר את השווקים למסלול הירוק.
- ✓ מבחינת הערכות שווי, המכפיל החזוי של שוק המניות האמריקאי (S&P 500) חזר שנתיים אחרה ומתקרב לממוצע של השנים אחרי המשבר.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- ✓ יחד עם זאת, כל עוד אי הוודאות תמשך וכללי המשחק בסחר החוץ לא הוסדרו, כולל בין ארה"ב לאירופה ובעלות הברית האחרות, המגזר העסקי ימנע לקבל החלטות עסקיות משמעותיות, מה שעשוי להאט את הצמיחה.
- ✓ חילופי הבכירים בממשל האמריקאי והקצנה ברורה בעמדות של בעלי התפקידים החדשים מעלה סיכון להפתעות פוליטיות לשווקים.
- ✓ במיוחד גובר האיום על רקע סימני חולשה שהופיעו בכלכלה העולמית והאפשרות שהרעה בתנאים הפיננסיים וההידוק המוניטארי יפגעו גם בכלכלה האמריקאית בחודשים הקרובים.

# חג שמחה!



## 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

25-03-2018

תאריך פרסום האנליזה