

03.11.19

אינפלציה 12 חודשים

הבאים  
1.0%

מדד אוקטובר  
0.5%

מדד נובמבר  
-0.2%

מדד דצמבר  
0.1%

ריבית בנק ישראל צפויה

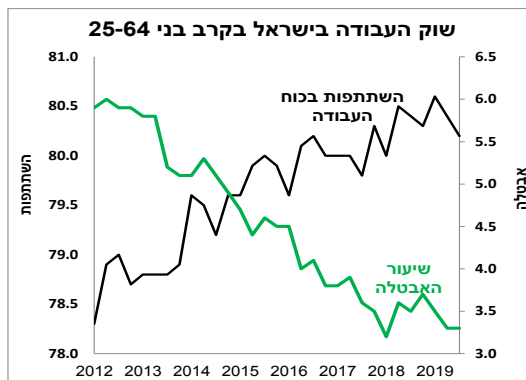
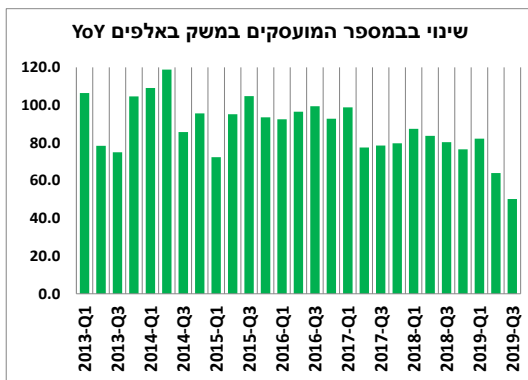
בעוד 12 חודשים  
0.1%

עיקרי הדברים

- למרות ששיעור האבטלה בישראל נותר נמוך, סימנים שונים מעלים חשש להתקררות בשוק העבודה.
- נתוני סחר החוץ בישראל מצביעים על האטה ביצוא וביבוא. בפרט ניכרת האטה ביבוא מוצרי הצריכה.
- הצריכה הפרטית במשק ממשיכה לצמוח בקצב מעט איטי יותר. אחת הסיבות לכך כי האשראי הצרכני ממשיך להיות קפוא.
- על פי הנתונים החודשיים השוטפים, הצמיחה במשק מתמתנת, מה שצפוי לתמוך בהורדת ריבית ע"י בנק ישראל.
- העלנו את תחזית האינפלציה לחודש אוקטובר ל-0.5%. התחזית ל-12 החודשים עומדת על 1%.
- קצב הצמיחה במשק האמריקאי ממשיך להתמתן בהשפעת חולשה בסחר החוץ ובמיוחד בהשקעות.
- נתוני שוק העבודה בארה"ב הכו את התחזיות, אך בסה"כ ניכרת התמתנות בתוספת המשרות ובשכר הממוצע, מה שצפוי להשפיע על הצרכן.
- ה-FED מתכוון להותיר ריבית ללא שינוי בפגישתו הקרובה. להערכתנו, הורדות ריבית יתחדשו ב-2020.
- הצמיחה באירופה נמוכה, אך יציבה.

## מאקרו ישראל.

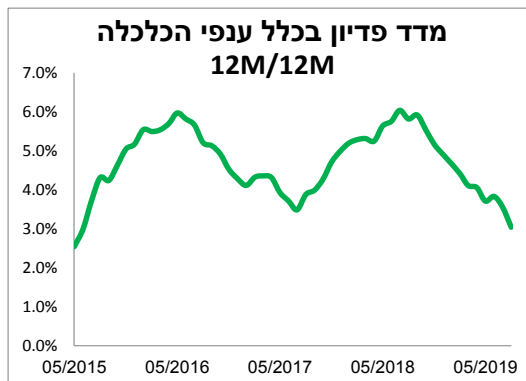
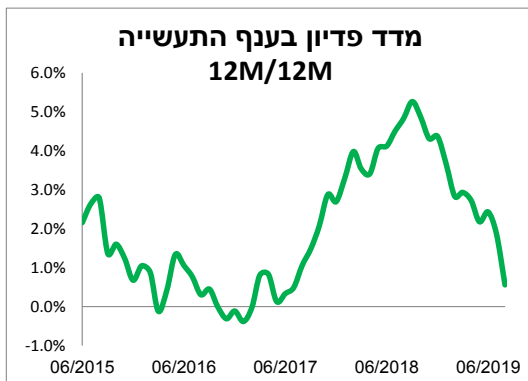
**שוק העבודה מגייס פחות עובדים, אך שיעור האבטלה ממשיך להיות נמוך**  
 מצד אחד, שיעור האבטלה במשק בקרב בני 25-64 נותר יציב ברבעון השלישי ברמה של 3.3%, תוך ירידה קטנה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה. אולם, המשק הוסיף בשנה האחרונה כ-50 אלף מועסקים בלבד, הכמות הנמוכה ביותר מאז 2013. בשני הרבעונים האחרונים תוספת המועסקים במשק עמדה על כחמשת אלפים בלבד. ממצאים דומים מתקבלים מנתוני משרות השכיר של ביטוח לאומי.  
 בנוסף, כמות המשרות הפנויות במשק ממשיכה להתכווץ וירדה בשנה האחרונה בכ-4%.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

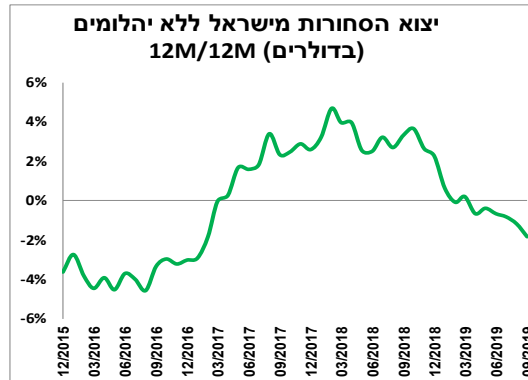
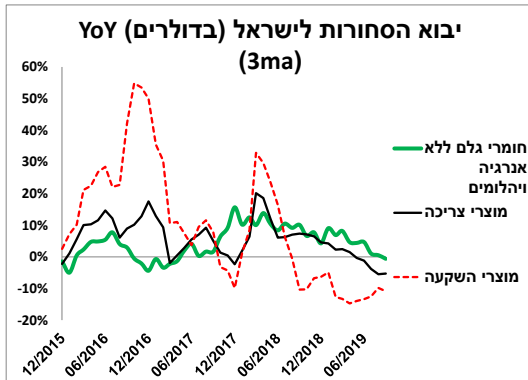
## התעשייה מרגישה את מלחמת הסחר

לפי מדד פדיון בכלל ענפי הכלכלה בישראל, קצב הצמיחה במשק ממשיך לרדת בהדרגה. במיוחד ניכרת האטה בענף התעשייה, כפי שבא לידי ביטוי במדד הפדיון ובמדדי הייצור התעשייתי.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

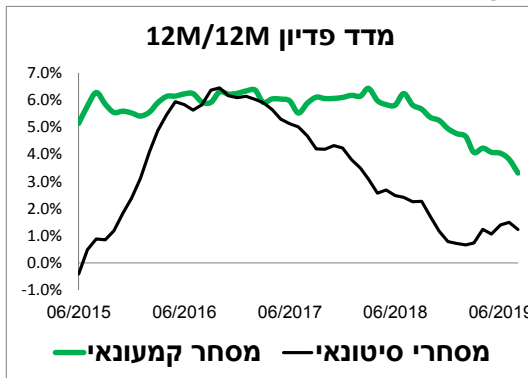
כנראה שזאת התוצאה של הקיפאון בסחר החוץ בעולם, כפי שבא לידי ביטוי בנתוני יצוא הסחורות בחודשים האחרונים. ניכרת ירידה בקצב הגידול של היצוא (12M/12M). גם היבוא נחלש בכל מרכיביו – חומרי הגלם, מוצרי השקעה ומוצרי הצריכה.  
**שורה תחתונה: נתוני סחר החוץ במשק נחלשו. חלקית מדובר כנראה בפגיעה של מלחמת הסחר. יתכן, שהירידה ביבוא מעידה על היחלשות הביקושים הפנימיים.**



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

הצריכה הפרטית ממשיכה לצמוח, אך בקצב איטי יותר, בפרט כי האשראי הצרכני קפוא קצב הגידול של המכירות בכרטיסי אשראי ופדיון ברשתות השיווק לעומת התקופה המקבילה אשתקד עלה בחודשים האחרונים. אולם, נתוני הפדיון בענף המסחר הקמעונאי במבט על השינוי ב- 12 החודשים האחרונים, מצביעים על המשך האטה.

## תרשים 2

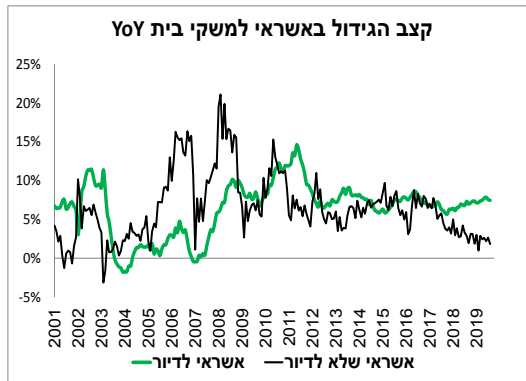
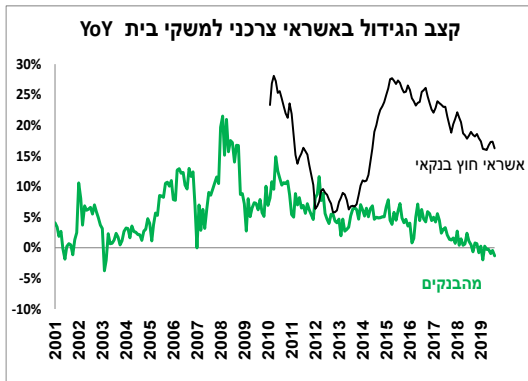


## תרשים 1



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

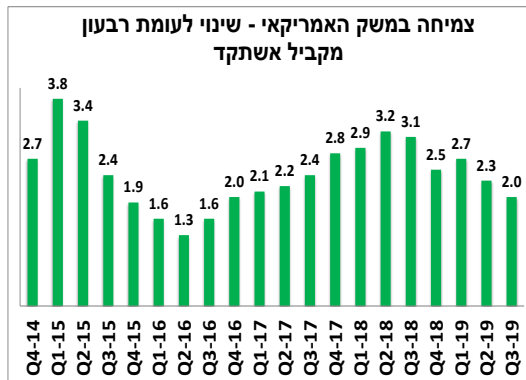
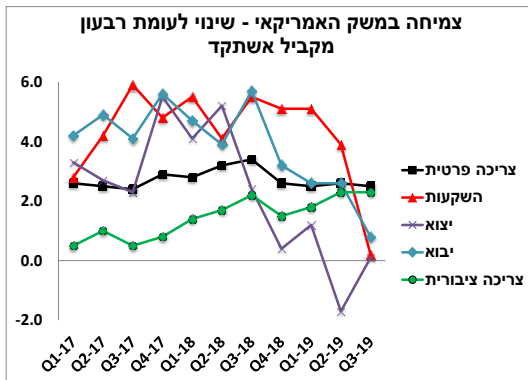
ההאטה בקצב הגידול של הצריכה הפרטית מושפעת מהירידה בגיוסי עובדים והאטה בקצב הגידול של השכר הממוצע במשק. סיבה נוספת להאטה בצריכה קשורה לקיפאון באשראי הצרכני במשק, כפי שפרסם בנק ישראל. קצב הגידול באשראי הצרכני לאחרונה היה אחד הנמוכים מאז תחילת שנות האלפיים. **שורה תחתונה: האינדיקטורים השוטפים במשק מעוררים חשש שקצב הצמיחה במשק מתמתן ותומכים בהורדת הריבית ע"י בנק ישראל.**



מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראד

## מאקרו עולם.

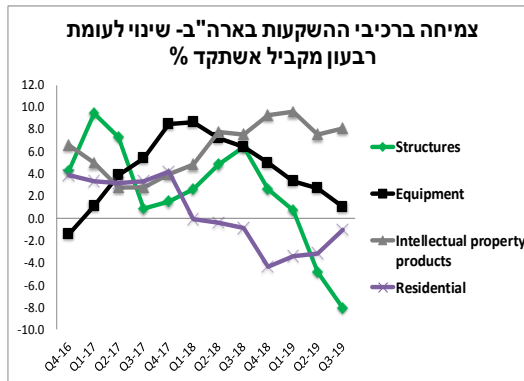
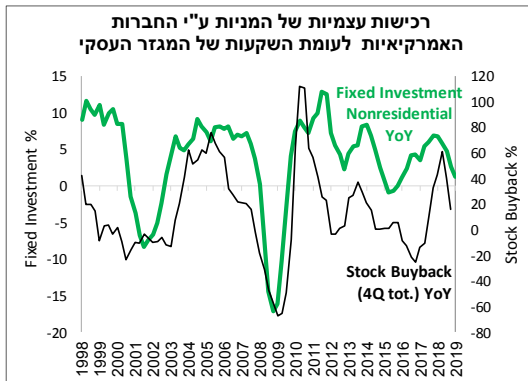
**קצב הצמיחה במשק האמריקאי מתמתן בהשפעת סחר החוץ וההשקעות**  
בהמשך למגמה ברבעונים הקודמים, קצב הצמיחה במשק האמריקאי לעומת הרבעון המקביל אשתקד ירד ל-2.0%, הנמוך ביותר מאז הרבעון הרביעי של 2016.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראד

ההאטה בסחר החוץ ובמיוחד בהשקעות, שלא צמחו כלל בשנה האחרונה, הובילו האטה בצמיחה. בעיקר ירדו ההשקעות של המגזר העסקי במבנים ובציוד. הירידה בהשקעות מבטא כישלון של הרפורמה במס שנועדה לעודד השקעות, מה שלא קרה בגלל אי הוודאות הקשורה במלחמת הסחר.

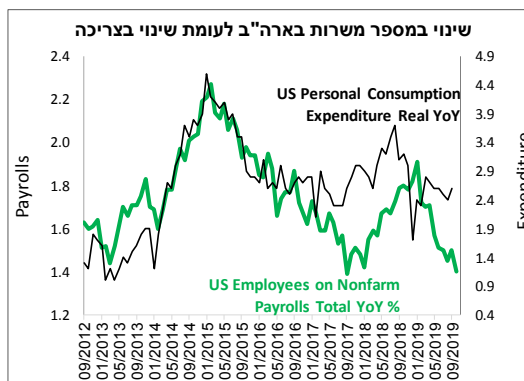
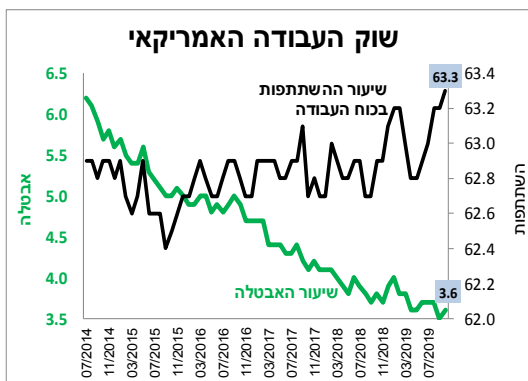
סיבה נוספת לירידה בהשקעות עשויה להיות קשורה למצב הפיננסי של חברות רבות שסובלות מהאטה ברווחיות מחד ועלייה בחובות מנגד. החברות מעדיפות לשמור על המזומנים כדי להבטיח יכולת שירות החוב. לראיה, במקביל להאטה בהשקעות, החברות גם מקטינות את הרכישות העצמיות של המניות. שימו לב, שהירידה ב-Buyback מקדימה בדרך כלל את הירידה בהשקעות.



מקור: *FED, Bloomberg*, מיטב דש ברוקראז'

## שוק העבודה מכה תחזיות, אך קצב הגידול במשרות ממשיך לרדת

שוק העבודה האמריקאי ממשיך להפגין עוצמה. תוספת המשרות החודשית הכתה את התחזית בחודש אוקטובר והנתונים לחודשים הקודמים עודכנו כלפי מעלה. המספר היה יכול להיות אף יותר גבוה אלמלא השביתה בג'נרל מוטורס. שיעור האבטלה נותר נמוך ברמה של 3.6%, זאת תוך עלייה בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה לרמה הגבוהה ביותר מאז המשבר. למרות המספרים החזקים בחודש אוקטובר, אנחנו מדברים על האטה בגידול המשרות. ההאטה בתוספת המשרות יחד עם ההאטה בגידול בשכר הממוצע גורמים להאטה בגידול ההכנסה הצרכנית ולהתמתנות הצריכה הפרטית.



מקור: *Bloomberg*, מיטב דש ברוקראז'

## האם יכול להיות מיתון עם שוק העבודה חזק וצרכן שממשיך לבזבז?

ההערכות לגבי הסיכויים למיתון בארה"ב נתקלות בטענה שהמיתון לא יכול לקרות כאשר הצריכה הפרטית ממשיכה לצמוח ושיעור האבטלה נמצא בתחתית. זה לא מדויק. המיתון ב-2001 התחיל רשמית בחודש מרץ 2001 כאשר עד סוף שנת 2000 כמעט לא היה ניתן לראות סימנים כלשהם של היחלשות בצריכה הפרטית. שיעור האבטלה התחיל לעלות בכלל רק עם תחילת המיתון. לעומת זאת, ההתמתנות בגידול במשרות התחילה להיות ניכרת, כבר באמצע שנת 2000, כ-9 חודשים לפני תחילת המיתון.

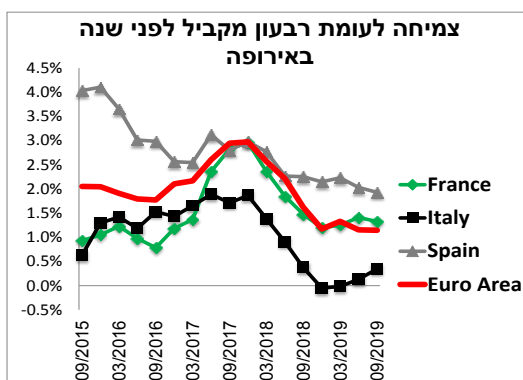
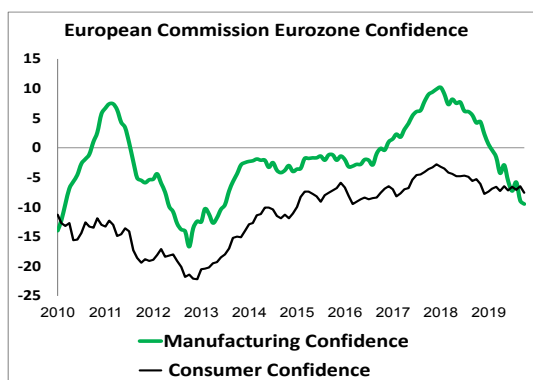
מבחינה כלכלית, מיתון שמתרחש בגלל ירידה בפעילות של המגזר העסקי (השקעות, סחר חוץ) ולא בגלל בעיות הצרכנים, כמו בשנת 2008, הוא בדרך מתון יותר וקצר יותר. במיתון מסוג זה גם שוק המניות יורד בדרך כלל בשיעור קטן יותר, אך לא תמיד. ב-2001 מדד S&P 500 ירד מהשיא כמעט ב-50%.

**שורה תחתונה: קצב הצמיחה במשק האמריקאי צפוי להמשיך ולהתמתן בגלל האטה בפעילות המגזר העסקי. אם המגמה לא תשתנה, בשלב מאוחר יותר גם הצרכנים יושפעו.**

### קצב הצמיחה באירופה נמוך, אך יציב

למרות הנתונים השוטפים החלשים והסנטימנט היורד, קצב הצמיחה באירופה נותר יציב ברמה של כ-1% (YoY).

מדדי הסנטימנט ממשיכים להצביע על המשך האטה במגזר התעשייה. לעומת זאת, הסנטימנט הצרכני באירופה נותר יציב.



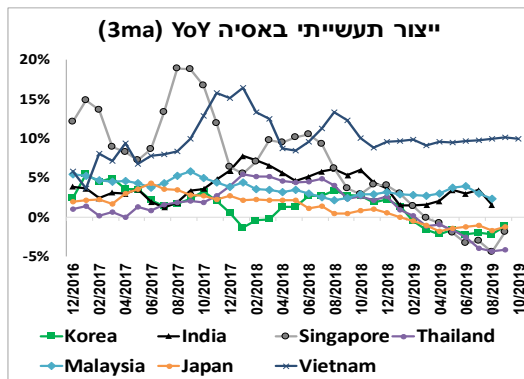
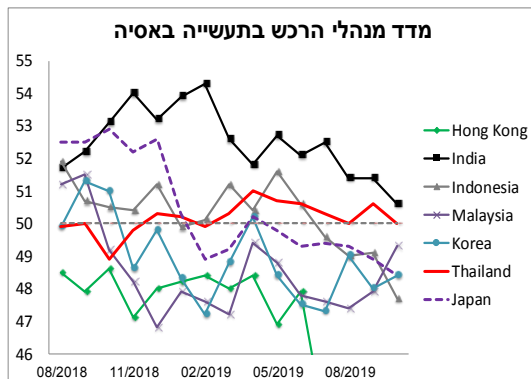
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### באסיה נמשכה היחלשות בפעילות התעשייה גם בחודש אוקטובר

הנתונים בסין לא היו חד משמעיים, אך לפי מרבית האינדיקטורים ההאטה במשק הסיני נמשכת.

מדדי מנהלי הרכש בתעשייה במדינות אסיה ירדו וברובן נמצאים באזור שמצביע על התכווצות בפעילות. גם קצב השינוי במדדי הייצור התעשייתי, למעט ווייטנאם, שנהנתה מהסתת הייצור מסין, מצביעים על התכווצות ברוב המדינות.

**שורה תחתונה: למרות התקדמות שיחות הסחר בין ארה"ב, הנתונים לחודש אוקטובר מצביעים שהפעילות הכלכלית ברוב המדינות המשיכה להיחלש.**



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## שווקים.

### מהו המקור לאופטימיות השווקים?

ככל שהנתונים המעידים על האטה בתעשייה האמריקאית ימשיכו להיחלש (ISM), התכווצות המשרות בתעשייה והאטה בקצב הגידול של השכר בתעשייה) הנכונות של ארה"ב להגיע להסכם עם סין תגדל מכיוון שהאטה זו פוגעת בבוחרים הפוטנציאליים של הנשיא טראמפ. אולם, הנציגים הסינים בשבוע שעבר העריכו שלא ניתן להגיע להסכם סופי עם הנשיא הנוכחי, מה שאומר שאי הוודאות שמעיבה על המגזר העסקי צפויה להימשך. גם הבחירות עצמן בארה"ב, עם מצבי רוח מתחלפים במהירות של הנשיא המכהן מחד ותוכניות כלכליות מעוררות שאלות של חלק ממתנגדיו מאידך, צפויות להגביר אי הוודאות. לכן, אנו מעריכים, שהסיכויים למפנה חיובי בכיוון הצמיחה, בפרט בתעשייה, רחוקים מלהיות בטוחים, גם אם יחתם הסכם הביניים בין הסינים לאמריקאים.

### לתשואות האג"ח הארוכות אין הרבה סיבות לעלות

למרות הנתונים הכלכליים הטובים ולקייחת פסק הזמן ע"י ה-FED מהורדות הריבית, תשואות האג"ח הארוכות בארה"ב דווקא ירדו בשבוע שעבר. למעשה, שוק האג"ח האמריקאי כבר מגלם את רוב החדשות "הרעות" מבחינתו. הגורמים הבאים צפויים לתמוך שרמת התשואות תישאר בסביבה הנוכחית או נמוכה ממנה:

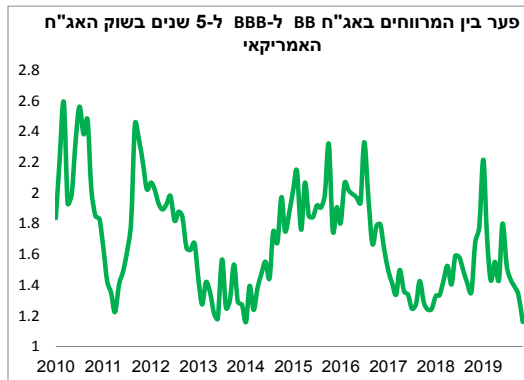
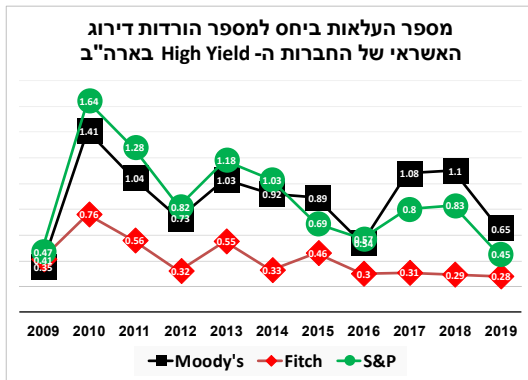
- הערכנו שבדצמבר ה-FED עשוי להוריד ריבית שוב, אך אחרי נתוני הצמיחה ושוק העבודה, ופסק הזמן של הבנק המרכזי הסיכויים לכך נראים כעת יחסית נמוכים. אף על פי כן, אנו בהחלט חושבים שהורדת הריבית בשבוע שעבר לא הייתה האחרונה בסבב הנוכחי ומעריכים שהמשך היחלשות בכלכלה האמריקאית תוביל בסופו של דבר לבצע הורדות ריבית נוספות ב-2020.
- מדד מחירי הליבה PCE בחודש אוקטובר ירד מ-1.8% ל-1.7%. מלבד השפעת התעריפים, האינפלציה בארה"ב צפויה להתמתן.
- רכישות ה-FED בסך של 60 מיליארד בחודש של האג"ח הקצרות אמורות לסייע גם לתשואות הארוכות להישאר ברמה נמוכה.

- הסיכונים לשוק המניות ימשיכו לגרום לביקושים לאג"ח כמכשיר המספק הגנה מפני הירידות במניות.

**המרווחים של אג"ח ה-HY יורדים יחד עם דירוגי אשראי**

לא רק שוקי המניות מפגינים אופטימיות, אלא גם אג"ח החברות בארה"ב. המרווחים יורדים, במיוחד באג"ח מתחת לדירוג השקעה. הפער בין המרווח הממוצע באג"ח בדירוגי BB לבין BBB ירד לרמה הנמוכה מאז המשבר.

כל זה קורה כאשר חברות דירוג האשראי דווקא מורידות דירוגי אשראי לחברות ה-HY. היחס בין מספר העלאות למספר הורדות דירוג האשראי לחברות אלה ירד השנה לרמה הנמוכה ביותר מאז 2009.



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 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 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 רכושה 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**

**3/11/2019**

תאריך פרסום האנליזה