

10.03.2019

אינפלציה 12 חודשים

הבאים  
1.3%

מדד פברואר  
-0.1%  
מדד מרץ  
0.4%  
מדד אפריל  
0.5%

ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים  
0.25%

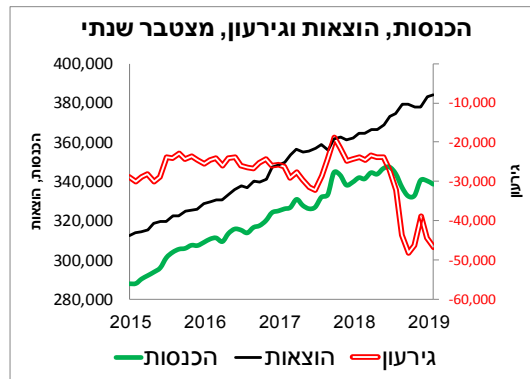
עיקרי הדברים

- להערכתנו, ללא צעדים מרסנים, הגירעון התקציבי בישראל צפוי להגיע השנה לכ-4% דרך התנהלות של משרד האוצר ביחס לגירעון פוגעת באמינותו ומעלה סיכון לשוק האג"ח.
- השכר הממוצע במשק ממשיך לעלות בקצב יחסית גבוה. לאחרונה חזר לגדול מספר משרות השכיר שכמעט קפא במחצית הראשונה של 2018.
- הורדת תחזיות הצמיחה בעולם משקפות מבט "במראה האחורית". להערכתנו, הרעה בנתונים הכלכליים עוברת "תחתית".
- צעדי ה-ECB לא צפויים להשפיע כמעט על המצב הכלכלי באירופה. ארגז הכלים של הבנק המרכזי כמעט ריק.
- הירידה החדה במשרות בארה"ב בחודש פברואר מזכירה את הדפוס מהשבתת הממשל בשנת 2013 ומהווה להערכתנו יותר סטייה סטטיסטית מאשר שינוי המגמה. יותר חשובה בחינת ההאצה בעליית השכר.
- להערכתנו, הסיכונים הפנימיים והחיצוניים, לאפיק הממשלתי לא תואמים את רמת התשואות.
- משקי הבית האמריקאים הפסידו ברבעון הרביעי את הסכום הגבוה ביותר בהיסטוריה. מרבית סוגי המשקיעים מכרו מניות בתקופה זו. בצד הקונים היו בעיקר גופים לא מוגדרים בדיווח הרבעוני של ה-FED.

## מאקרו ישראל.

### הגירעון עולה. אמינות האוצר נשקת

הגירעון הממשלתי עלה בחודש פברואר ל-3.5% תוצר לעומת 3.3% בחודש הקודם. העלייה בגירעון נובעת משילוב בין עלייה בהוצאות לירידה בהכנסות.



מקור: משרד האוצר, מיטב דש ברוקראז'

- התנהלות משרד האוצר בקשר לגירעון עלולה לפגוע באמינותו.
- בנתונים מתחילת השנה בולט גידול של 33% בהוצאות המשרדים הכלכליים ושל 15% בהוצאות של המשרדים החברתיים לעומת התקופה המקבילה אשתקד. גידול חד בהוצאות המשרדים בתקופה לפני הבחירות מעורר חשד שלשרים החדשים מחכה קופה ריקה ויכולת מוגבלת לממש סדר העדיפויות שלהם.
- לפי דיווח האוצר, הירידה בהכנסות נובעת מגידול חד בהחזרי המסים כתוצאה מגביית יתר בתקופה של הורדת מס החברות בשנים 2016-2018. ההחזרים הגבוהים צפויים גם בשנים 2019-20, לפי הודעת האוצר, מה שאומר שהמחסור במסים ימשך. גם הירידה במכירות הרכבים גרמה לירידה בגביית המסים.
- האוצר לא מדווח עד כמה ירידה בגביית המסים שהחלה עוד בתחילת 2018 משקפת האטה במשק, אך להערכתנו גם לה הייתה השפעה לקיטון בהכנסות.
- תחילת הקדנציה של הממשלה החדשה בד"כ מהווה עיתוי נוח לטיפול בגירעון. אולם, למיטב ידיעתנו, נושא הגירעון נעדר ממצע המפלגות ואינו נוכח בוויכוח הפוליטי, דבר שמעלה חשש שהממשלה החדשה עשויה להימנע מנקיטת צעדים לא פופולריים לרסנו.
- בפעם הקודמת כשהגירעון עלה בשנת 2013 היה זה בנק ישראל בהנהגתו של סטנלי פישר שכפה הורדת הגירעון על שר האוצר. היום ספק שבנק ישראל יכול להפעיל לחץ על משרד האוצר בנושא זה.

**שורה תחתונה: להערכתנו, ללא צעדים מרסנים הגירעון צפוי לטפס השנה לכ-4% בהתחשב בהאטה בצמיחה.**

### האם לגירעון תהיה השפעה על שוק אגרות החוב?

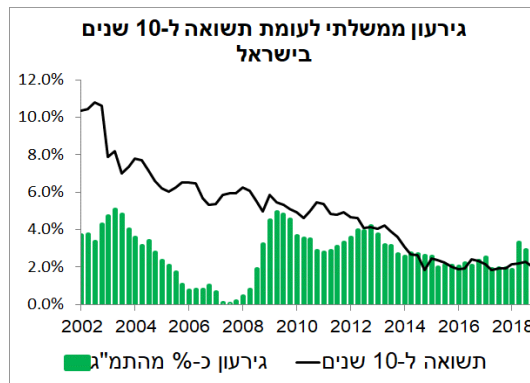
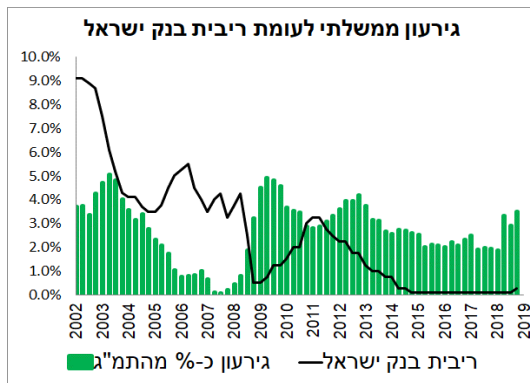
מאז תחילת שנות האלפיים היו שלושה מקרים של עלייה משמעותית בגירעון הממשלתי בישראל. בשנת 2002 העלייה בגירעון התרחשה על רקע המשבר הקשה במשק ועלייה בריבית, מה שהוביל לעלייה חדה בתשואות האג"ח.

עליית הגירעון בשנת 2009 ובשנים 2012-2013 לא הובילה לעליית תשואות האג"ח, אך צריכים לקחת בחשבון שהריבית במשק ירדה בתקופות אלה וב-2009 בנק ישראל אף רכש אג"ח בהתמודדות עם השלכות המשבר.

כעת אנו נתקלים במצב חדש שבו הסיכון עשוי לעלות:

- הגירעון עולה, אך הריבית לא צפויה לרדת וגם אין לה לאן. בסיכוי מסוים היא אף עשויה לעלות.
- בסופו של דבר, השפעת הגירעון על תשואות האג"ח זה יותר עניין של אמינות במדיניות הממשלה מאשר שאלה כמותית. יש בידי המשקיעים מספיק כספים כדי לספוג הגדלת הנפקות האוצר במידה והמשקיעים מאמינים שהממשלה בשליטה על הגירעון. מבחינה זו, הצעדים האחרונים של משרד האוצר שפגעו באמינותו מעלים סיכון לשוק האג"ח.
- הסיכונים הנשקפים לצמיחה העולמית מעלים סיכון הגירעון. להבדיל מהמשבר בשנת 2008, אליו נכנסה ישראל עם גירעון תקציבי אפסי, כעת התקציב מתנהל עם גירעון מבני גבוה. יחד עם זאת, אנו מעריכים שהסיכון לירידה חדה בצמיחה יחסית נמוך.

**שורה תחתונה: עלייה בגירעון מהווה בשלב זה סיכון מוגבל לשוק האג"ח. מיגור הסיכון תלוי בעיקר בהתנהלות אחראית של הממשלה החדשה והמשך הצמיחה במשק.**



מקור: משרד האוצר, מיטב דש ברוקראז'

## מאקרו עולם.

בשבוע שעבר המשקיעים "גילו" שהעולם נמצא בהאטה לאחר הורדת תחזית הצמיחה בסין ל-6.0%-6.5%, ה-OECD הוריד את התחזית לצמיחה בעולם מ-3.5% ל-3.3% ובמיוחד לאחר הורדת התחזית בגוש האירו ע"י ה-ECB מ-1.7% ל-1.1% (כל התחזיות מתייחסות לשנת 2019). האמת שבעדכונים אלה אין הרבה חדש. הם כמעט תמיד משקפים מבט למראה האחרית. על רקע הנתונים הכלכליים היה די צפוי שהתחזיות ירדו.

### ECB - אין כלום, כי לא היה כלום

לדעתנו, לצעדי ה-ECB שכללו מתן הלוואות חדשות לבנקים ודחיית המועד הצפוי של עליית הריבית תהיה השפעה מינורית, אם בכלל. תגובת השוק שכללה היחלשות האירו, ירידת התשואות אבל גם ירידה במניות מראה שהמשקיעים לא רואים בצעד ה-ECB כלי שישיע על הכלכלה, אלא יותר עדות לחולשתה.

לא רק שהכלים שהפעיל ה-ECB לא כל כך יעיל, אלא שאין לו באמת כלים. לכן, הצעד שנקט לא יכול לסמן שינוי במדיניות כי אין לו מרחב פעולה להפעלת המדיניות המרחיבה. המשקיעים צריכים לחשוב, מה יקרה אם המצב הכלכלי ימשיך להתדרדר, אך להבדיל מהשנים הקודמות, ה-ECB לא יוכל באמת לעזור.

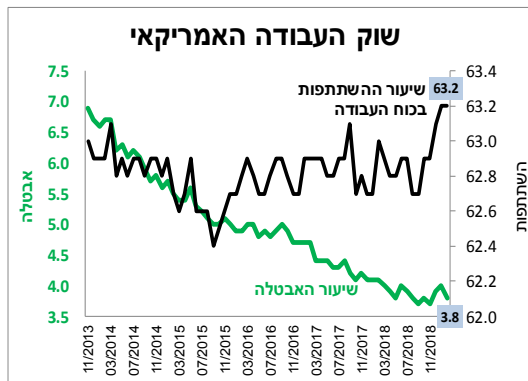
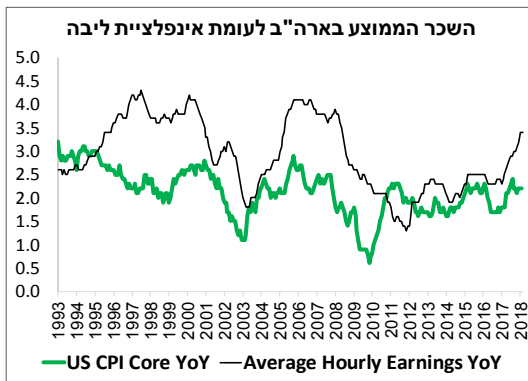
אולם, התרחיש המרכזי שלנו מניח שהכלכלה האירופאית תתאושש בהשפעת השיפור בכלכלה העולמית, הפסקת השפעה שלילית של הגורמים החד-פעמיים ובזכות התמיכה של הביקושים הצרכניים.

**שורה תחתונה: ה-ECB לא שינה כמעט כלום ולכן לא צפויה השפעה על הכלכלה או על השווקים.**

**ירידה בתוספת המשרות בארה"ב פברואר נראית יותר כתנודה סטטיסטית מאשר שינוי מגמה** צריכים להתייחס בזהירות לנתוני שוק העבודה האמריקאי האחרונים. גם אחרי השבתת הממשל בשנת 2013 הייתה תופעה דומה של תוספת משרות מאוד גבוהה בזמן ההשבתה וירידה חדה חודשיים אחריה.

לפי ספר הבז' של ה-FED שהתפרסם בשבוע שעבר, המגזר העסקי ממשיך לגייס עובדים והמחסור בעובדים בענפים שונים אף מגביל גידול בתעסוקה.

התופעה שאינה זמנית כנראה זאת העלייה הניכרת בשיעור ההשתתפות בכוח העבודה ובשיעור התעסוקה שמעידים על ביקוש לעובדים. גם העלייה בשכר הממוצע שהגיעה לקצב של 3.4%, הגבוה ביותר מאז המשבר, עקבית ותופסת תאוצה.

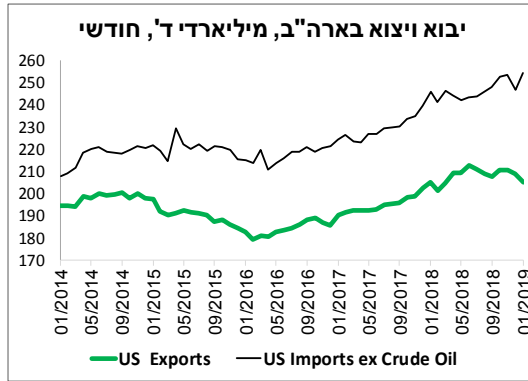


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**נתוני הייצור וסחר החוץ בעולם ממשיכים להתדרדר**

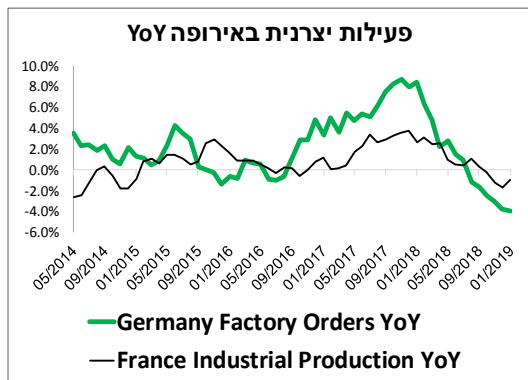
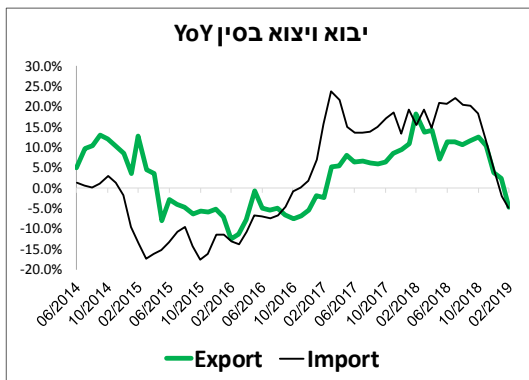
הנתונים אודות לפעילות המגזר היצרני ונתוני סחר החוץ בעולם ממשיכים להיחלש:

- השיא של הגירעון המסחרי בארה"ב לא הושג רק בזכות העלייה ביבוא, אלא גם בגלל חולשה ניכרת ביצוא.



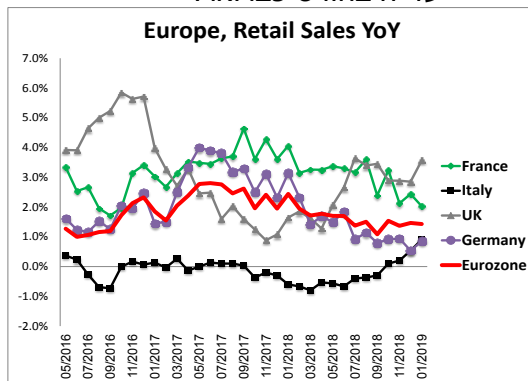
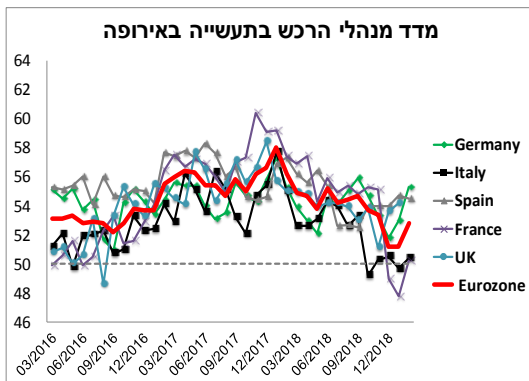
- קצב השינוי השנתי של הזמנות בתעשייה בגרמניה ובצרפת ממשיכים לרדת.

- הנתון שפתח מהדורות חדשות ביום שישי ונתן דחיפה לשווקים למטה הייתה הירידה החדה בנתוני סחר החוץ בסין בחודש פברואר.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- לעומת זאת, בזמן שה-ECB מוריד תחזיות הצמיחה באירופה, הנתונים שקשורים לצרכן שם היו בסה"כ "סבירים פלוס". קצב הצמיחה במכירות הקמעונאיות התייצב, כאשר דווקא איטליה הצטיינה לטובה. במקביל, מדד מנהלי הרכש במגזר השירותים באירופה רשם עלייה בחודש פברואר.



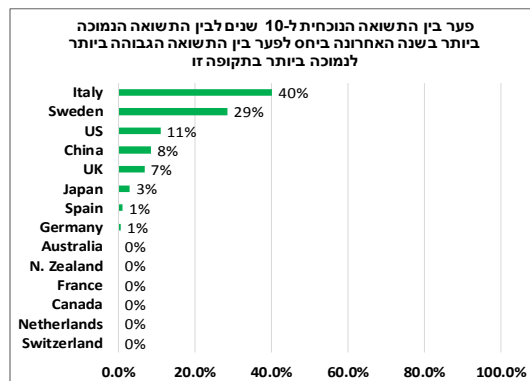
## שווקים

### הסיכונים לשוק האג"ח עלו

כפי שכתבנו בסקירה הקודמת, אנו מעריכים שהנתונים הכלכליים בעולם עוברים תחתית וצפויים להשתפר בחודשים הקרובים בזכות הגורמים הבאים:

- הפחתת אי הוודאות הכלכלית והפוליטית (חתימה על הסכם הסחר בין ארה"ב לסין, הסכם או דחיית ה-Brexit).
- שחרור צוואר בקבוק בשרשרת ההספקה הגלובלית שנוצר בגלל עיכוב בהמתנה לחתימת הסכם הסחר בין סין לארה"ב צפוי להביא לשיפור בנתוני הייצור והסחר.
- התמריצים הכלכליים של השלטונות בסין צפויים לייצב את הכלכלה שלה.
- עלייה בהשקעות החברות בארה"ב בעקבות שוק העבודה הדוק ולאחר הפחתת אי הוודאות שנוצרה עם התפתחות מלחמת הסחר.

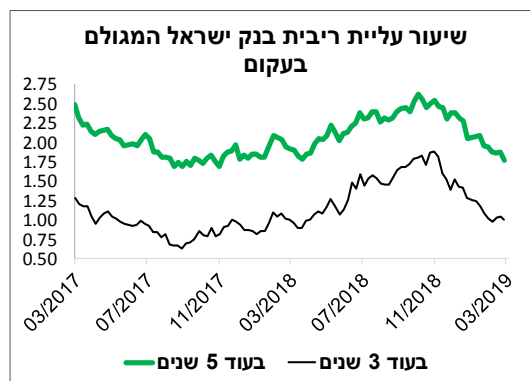
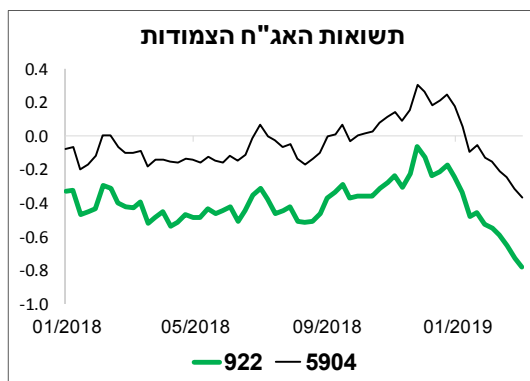
שיפור בנתונים הכלכליים צפוי לתמוך בשוק המניות, אך להחזיר ציפיות לצמצום מוניטארי במדינות שונות ובפרט בארה"ב שלאחרונה כמעט נמחק. אנו אומנם לא צופים מהלך משמעותי של צמצום מוניטארי, אך להערכתנו, ברמת התשואות הנוכחיות שוקי אג"ח לא מתמחרים מספיק את הסיכונים. לראיה, התשואות הנוכחיות ל-10 שנים קרובות מאוד לרמה הנמוכה ביותר בשנה האחרונה.



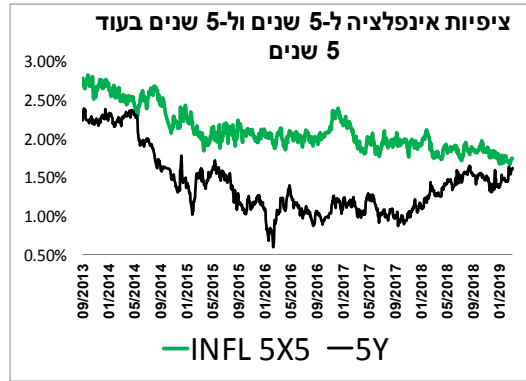
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

גם שוק האג"ח המקומי מתמחר להערכתנו בחסר את הסיכונים המקומיים:

- הציפיות לעליית ריבית בישראל חזרו כמעט לרמות שהיו לפני שנה, במיוחד באמצע העקום. עוד יותר בולטת ירידה בתשואות הריאליות עקב העלייה בציפיות האינפלציה.



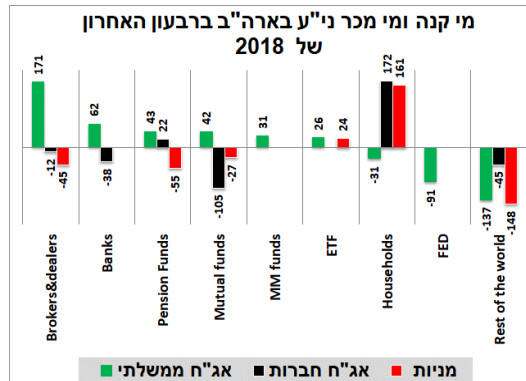
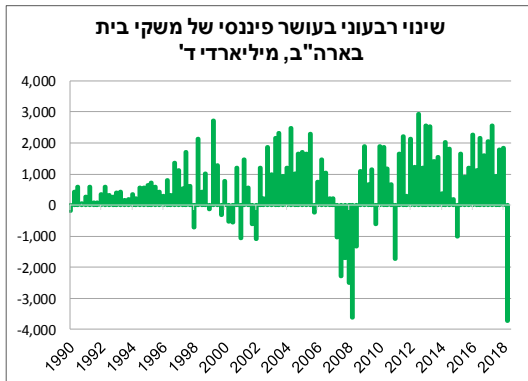
- אנו מעריכים שסביבת האינפלציה תישאר מתונה. יחד עם זאת, תמחור הפרמיה האינפלציונית ירד מאוד. ציפיות אינפלציה לחמש בעוד חמש שנים כמעט זהות לציפיות לחמש שנים, מצב שלא נראה לפחות בחמש השנים האחרונות.
- כפי שכתבנו בפרק המאקרו של הסקירה, סיכון הגירעון התקציבי עלה לאחרונה.



מקור: מיטב דש ברוקראז'

### מי קנה ומי מכר ני"ע בארה"ב בנפילות שהיו ברבעון הרביעי 2018

בשבוע שעבר התפרסם המאזן הפיננסי הרבעוני האמריקאי ממנו היה ניתן ללמוד שמשקי הבית בארה"ב איבדו ברבעון הרביעי 3729 מיליארד דולר עקב הירידות בשווקים. זה ההפסד הגדול ביותר בהיסטוריה, גבוה אפילו מההפסדים שהיו ברבעון הרביעי של 2008. כמובן שכשיעור מסך הנכסים ההפסד ב-2018 היה נמוך משמעותית מאשר ב-2008.



מקור: FED, מיטב דש ברוקראז'

שאלה מעניינת יותר, איך התנהגו משקיעים שונים בתקופת ירידות חדות במחירי המניות ואג"ח החברות לעומת עליות חדות באג"ח הממשלתיות. כפי שניתן לראות בתרשים מעלה:

- המשקיעים הזרים מכרו ני"ע אמריקאים מכל הסוגים.
- לעומת זאת, משקי הבית מכרו אג"ח ממשלתיות והיו הקונים העיקריים של המניות ואג"ח החברות. אולם, ספק שלמשקי הבית האמריקאים, להבדיל מהישראלים, יש "ידיים חזקות" לקנות בירידות חדות. הגדרת משקי הבית בארה"ב כוללת גם קרנות גידור מקומיות, מנהלי תיקי השקעות ומשקיעים אחרים שלא נכנסים תחת הגדרות אחרות (יתכן חשבונות נוסטרו למיניהם או מכונות מסחר).

- פעילות משקי הבית כנראה מאופיינת יותר ע"י קרנות הנאמנות שקנו אג"ח הממשלתיות ומכרו מניות ואג"ח חברות.
  - קרנות הפנסיה מכרו נטו מניות וקנו אג"ח חברות וממשלתיות.
  - הקונים הגדולים ביותר של האג"ח הממשלתיות היו המשקיעים המוגדרים Brokers and Dealers.
- לסיכום, הידיים החזקות בשוק היו הידיים העלומות שרק במקרה נכללו בקטגוריה של משקי הבית.



## 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 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 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 בקבוצת מיטב דש השקעות בע"מ 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 ניהלו 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 דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

זבז'ינסקי אלכס

10/3/2019

תאריך פרסום האנליזה