

28.07.19

אינפלציה 12 חודשים

הבאים  
1.0%

מדד יולי  
0.1%

מדד אוגוסט  
0.2%

מדד אוגוסט  
-0.2%

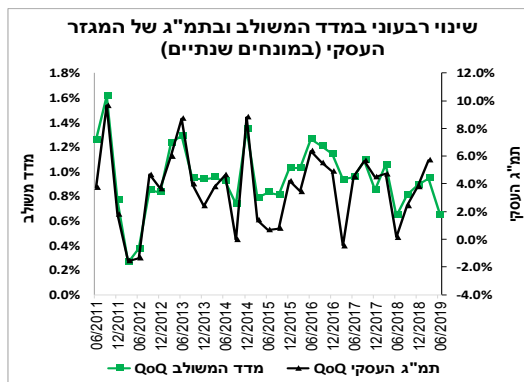
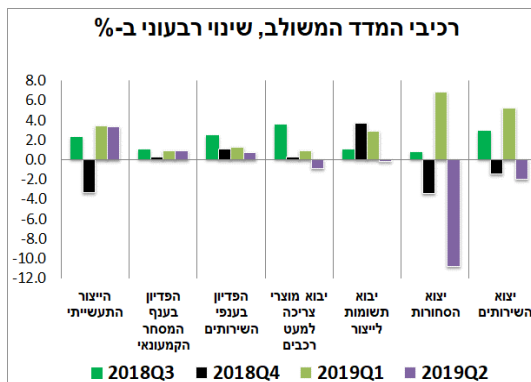
ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים  
0.25%

עיקרי הדברים

- בהתאם לנתוני המדד המשולב, הצמיחה ברבעון השני במשק הישראלי צפויה לרדת לרמה של כ-2% ולא רק בגלל הירידה ביבוא הרכבים. אנו מעריכים שגם בהמשך השנה הצמיחה תישאר מתונה.
- לאור הנסיבות בישראל ובעולם, בפרט המשך התחזקות השקל שהיה המטבע החזק ביותר בעולם בחודש ובשנה האחרונה, בנק ישראל עשוי לשנות את מדיניותו ולהעביר מסר לפיו הריבית לא צפויה לעלות ו/או להתערב בשוק המט"ח.
- שינוי צפוי במדיניות של בנק ישראל עשוי לדחוף את התשואות בישראל לרמות עוד יותר נמוכות, קרוב לאלו הנהוגות במדינות בעלות ריבית דומה.
- הצמיחה הרבעונית הגבוהה בצריכה הפרטית לא צפויה למנוע מה-FED להוריד ריבית השבוע. ההשקעות והיצוא נחלשו משמעותית ברבעונים האחרונים. במבט על השינוי השנתי, גם קצב הצמיחה בצריכה הפרטית ירד לעומת השנה שעברה.
- הנתונים באירופה ובפרט בגרמניה ממשיכים להיחלש במהירות.
- ה-ECB צפוי להוריד ריבית ולחזור לרכישות בחודש ספטמבר. זה לא צפוי לעזור לכלכלה הריאלית ללא צעדים פיסקאליים. תגובת השווקים להודעת הבנק מעידה שהציפיות שלהם עשויים להיות גבוהות ביחס למה שהבנק יכול לתת, מה שמגדיל את הסיכון לשווקים.
- סיכונים - סיכון השבתת הממשל האמריקאי וסיכון הפתעה שלילית בעונת הדו"חות של החברות קטנו או נמנעו. לעומת זאת, סיכון מלחמת הסחר וסיכון ה-Brexit עלו.

## מאקרו ישראל.

הצמיחה ברבעון השני בישראל צפויה להיות נמוכה גם אחרי נטרול השפעת יבוא הרכבים נתוני המדד המשולב של בנק ישראל מראים שקצב הצמיחה במשק צפוי להיות נמוך ברבעון השני. הקשר בין השינוי הרבעוני בתמ"ג העסקי לבין השינוי במדד המשולב מצביע שהתמ"ג העסקי צפוי לצמוח בכ-2% ואף פחות מזה. צריכים לזכור שתוצאות הרבעון יושפעו מיבוא מוגבר של רכבים ברבעון הראשון, אך לא רק ירידה ביבוא רכבים צפויה להוביל לירידה בצמיחה ברבעון השני. כפי שניתן לראות בתרשים 2, שמציג את השינויים הממוצעים הרבעוניים של רכיבי המדד המשולב, פדיון בענפי השירותים, יבוא מוצרי צריכה ללא רכבים, יבוא התשומות לייצור, יצוא הסחורות ויצוא השירותים נחלשו משמעותית ברבעון השני (בחלק מהרכיבים הנתונים לרבעון השני חלקיים).



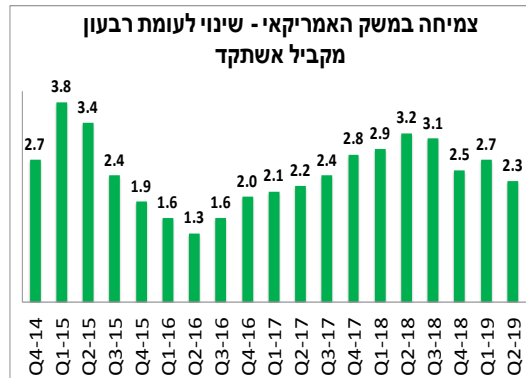
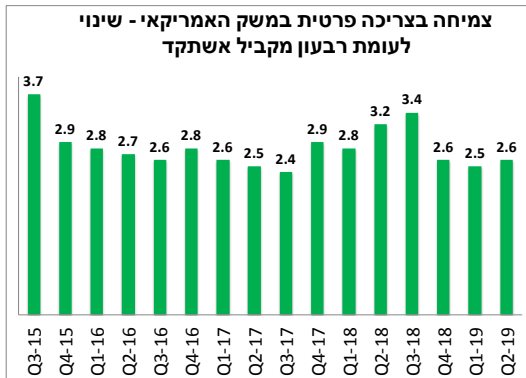
מקור: בנק ישראל, מיטב דש ברוקראז'

**שורה תחתונה: אנו צופים שהמשק יצמח ברבעון השני בקצב של כ-2%. ללא שינוי במצב הכלכלה העולמית, קצב הצמיחה צפוי להיות מתון גם ברבעונים הבאים.**

## מאקרו עולם.

### קצב הצמיחה במשק האמריקאי ירד במרבית רכיבי התמ"ג

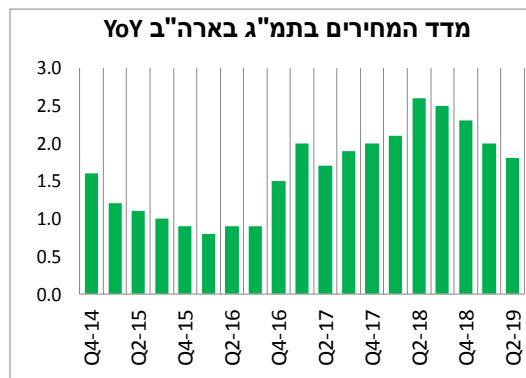
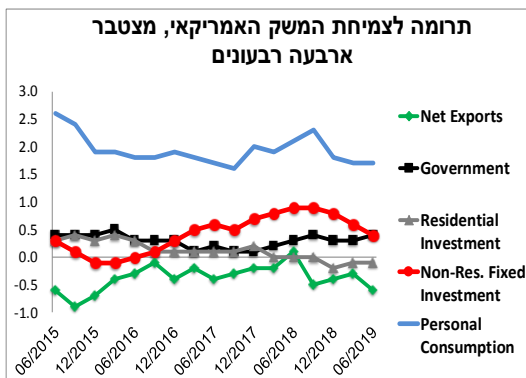
נתוני הצמיחה לרבעון השני בארה"ב היו גבוהים מהתחזית, 2.1% לעומת 1.8%, בזכות הצמיחה החזקה בצריכה הפרטית בשיעור של 4.3%. גם הצריכה הציבורית צמחה בשיעור הגבוה ביותר מאז הרבעון השני של 2009 של 5%. מנגד, ההשקעות, במיוחד ההשקעות בנכסים קבועים, והיצוא רשמו ירידה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- במבט על קצב הצמיחה לעומת הרבעון המקביל אשתקד, ממנו, להבדיל מהשינויים הרבעוניים, ניתן ללמוד לאן הדברים הולכים, רואים שקצב הצמיחה במשק האמריקאי ירד מדי רבעון בשנה האחרונה והגיע ל-2.3% לעומת 3.2% לפני שנה.
- רק המגזר הממשלתי הגביר את תרומתו לקצב הצמיחה השנתי, כאשר תרומת ההשקעות והיצוא ירדה.
- במבט על שינוי קצב הצמיחה לעומת הרבעון המקביל לפני שנה, החל מסוף 2018 גם קצב הצמיחה בצריכה הפרטית ירד.
- קצב השינוי השנתי של מדד המחירים בנתוני התמ"ג ירד בעקביות ברבעונים האחרונים והגיע ל-1.8%.

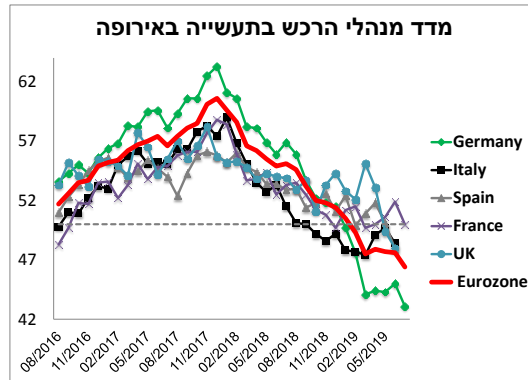
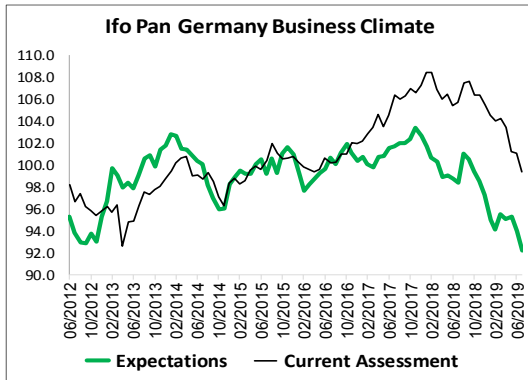
**שורה תחתונה:** הצמיחה הרבעונית הגבוהה בצריכה הפרטית לא צפויה למנוע מה-FED להוריד ריבית השבוע. ההשקעות והיצוא נחלשים. גם קצב הצמיחה בצריכה הפרטית ירד לעומת השנה שעברה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**הנתונים בגרמניה ממשיכים להתדרדר**

הנתונים הכלכליים באירופה, במיוחד בגרמניה, היו מאוד חלשים לקראת פגישת ה-ECB בשבוע שעבר. מדד מנהלי הרכש בתעשייה המשיך לרדת עמוק מתחת לרמה של 50. נמוך במיוחד ממשיך להיות המדד בגרמניה שירד לרמה שלא ראינו אפילו בתקופת המשבר באירופה. כמו כן, סקר מכון ה-IFO לסנטימנט העסקי ממשיך לרדת בעקביות ובחדות, כולל רכיב הציפיות לעתיד.



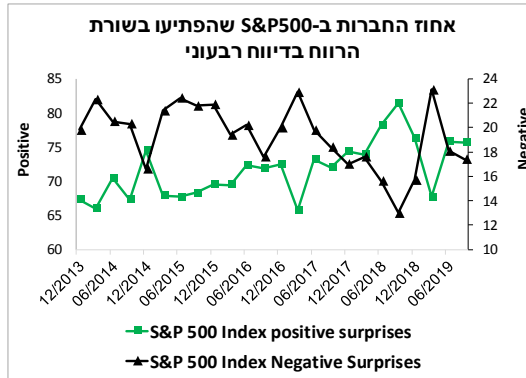
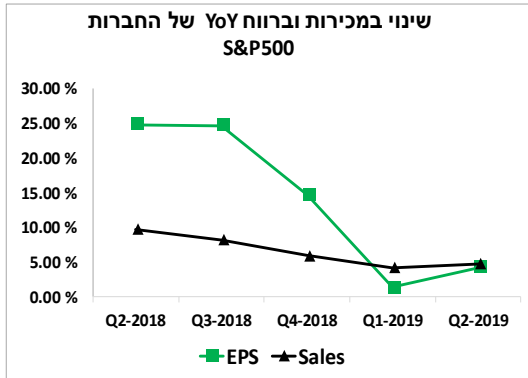
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**שווקים.**

**מספר שינויים חשובים במפת הסיכונים בעולם בשבוע שעבר**

- המשלחות הסיניות והאמריקאיות צפויות סוף-סוף להיפגש השבוע. נמסר גם שהסינים מקדמים רכישות מוצרים חקלאים מארה"ב. הסיכון לטווח הקצר ירד.
- יחד עם זאת, הנשיא האמריקאי אמר שיתכן והסינים לא יחתמו על ההסכם לפני הבחירות בארה"ב. לדעתנו, ההערכה שלו מאוד סבירה. נשאלת השאלה, האם האמריקאים יחריפו סנקציות נגד סין במידה ויגיעו למסקנה זו? מצד אחד, החרפת הסנקציות תפגע עוד יותר בכלכלה האמריקאית שכבר נחלשת. מנגד, אי נקיטת צעדים במצב זה תחשב כחולשה של הנשיא. להערכתנו, התפתחות זו מעלה סיכון.
- נמנעה השבתת הממשל בארה"ב בחודש ספטמבר לאחר הגעה לסיכום בין המפלגות בקונגרס להגדלת תקרת ההוצאות (והגירעון, אבל מי סופר...). הסכם זה מוריד אחד הסיכונים המשמעותיים לשווקים.
- ראש ממשלת בריטניה החדש משדר שלא יהסס לצאת מהאיחוד האירופאי גם בלי הסכם. אם לא מדובר בטקטיקת מו"מ "קשוח" שאחריו תבוא פשרה, הסיכון לכלכלה ולשווקים עלה.
- למרות החששות המוקדמים, בינתיים, לאחר דיווח של קצת פחות ממחצית החברות S&P500, עונת הדו"חות הנוכחית מתבררת כחיובית. אחוז החברות שהכזיבו את התחזיות בשורת הרווח היה דומה לרבעון הקודם ובסה"כ יחסית גבוה. עד עכשיו לא נרשמה הרעה בצמיחת הרווח והמכירות לעומת הרבעון הקודם.

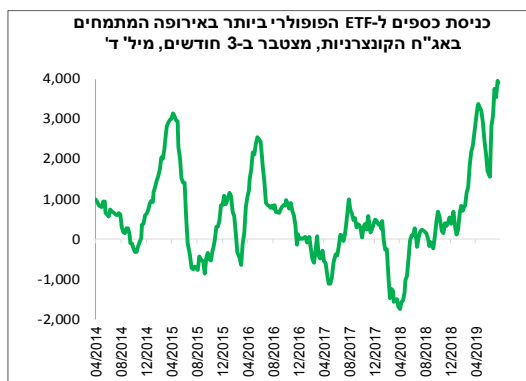
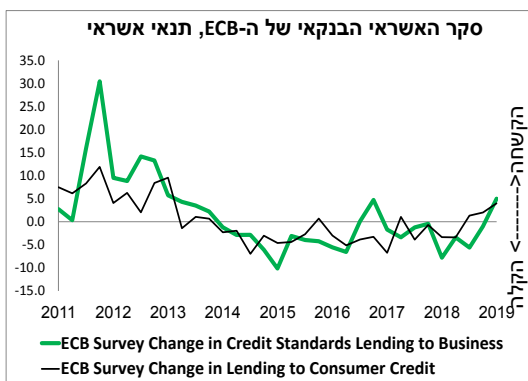
## שורה תחתונה: הסיכון בחזית מלחמת הסחר וה-Brexit עלה. הסיכון של השבתת הממשל והפתעות לרעה בדוחות החברות בארה"ב ירד.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### התנהגות השווקים סביב הודעת ה-ECB מעידה על התלות המסוכנת

נגיד הבנק המרכזי האירופאי גרם למהפך אצל המשקיעים בזמן הודעת הריבית, למרות שהיה די ברור בדבריו. רצון השווקים ליותר תמריצים וכמה שיותר מהר לעומת היכולת המתדלדלת של הבנקים המרכזיים, במיוחד של ה-ECB, לספק אותם, תוביל באופן בלתי נמנע לאכזבות קשות של השווקים במוקדם או מאוחר. זה הסיכון שטמון במצב הקיים.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

לעומת השווקים, המערכת הריאלית מבינה שספק אם הבנק המרכזי יוכל להשפיע על המצב בכלכלה. בסקר הרבעוני האחרון של האשראי הבנקאי שערך ה-ECB, הבנקים המסחריים דיווחו על הקשחת תנאי אשראי ללווים, במיוחד לעסקים, למרות ההלוואות בריבית מאוד נמוכה (LTRO) ששב להעניק להם הבנק המרכזי.

בסה"כ, ניתן להבין מדברי נגיד ה-ECB, שהריבית כנראה תרד ותופעל תוכנית רכישות חדשה בחודש ספטמבר, לאחר שהבנק יבחן את התחזית הכלכלית המעודכנת המתפרסמת מדי שלושה חודשים.

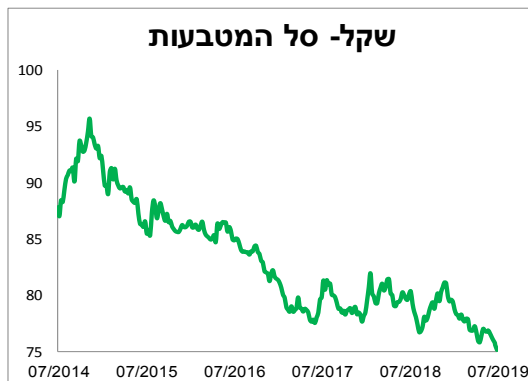
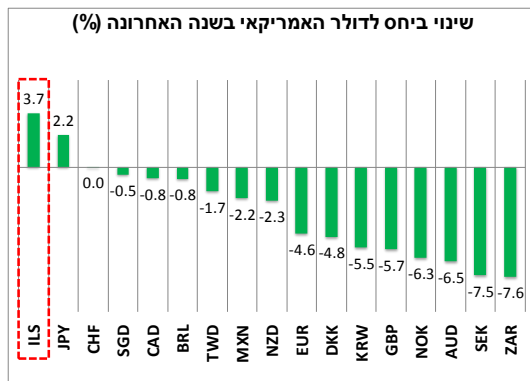
במקביל, הנגיד האירופאי היה מאוד ברור כשאמר שהמדיניות המוניטארית לא תוכל להמשיך ולתמוך לבד בכלכלה. הרעה נוספת בפעילות תחייב צעדי המדיניות הפיסקאלית.

שורה תחתונה: ה-ECB צפוי להוריד ריבית בחודש ספטמבר ולחזור לרכישות. אולם, תגובת השווקים להודעת הבנק מעידה שהציפיות שלהם עשויים להיות גבוהות ביחס למה שהבנק יכול לתת, מה שמגדיל את הסיכון לשווקים. לא רק ה-ECB נמצא בסכנה זו, אלא הבנקים המרכזיים באפן כללי. להרחבה נוספת של ה-ECB לא צפויה השפעה מהותית על הפעילות הכלכלית.

### בנק ישראל עשוי לשנות את הכיוון

בנק ישראל לא רק עדיין נמצא בתוואי ריבית עולה, לפחות לפי ישיבת הריבית האחרונה, אלא גם לא מתערב בשוק המט"ח, למרות שהשקל תפס מקום ראשון כמטבע החזק בעולם בחודש ובשנה האחרונה. הוא גם כבש שיא חדש מול סל המטבעות. אי התערבות בשוק המט"ח ע"י בנק ישראל על רקע חולשה ניכרת בסחר החוץ בעולם, מעלה סיכון ליצוא הישראלי. להערכתנו, בנק ישראל לא יוכל להמשיך עוד הרבה זמן בקו המדיניות הנוכחי.

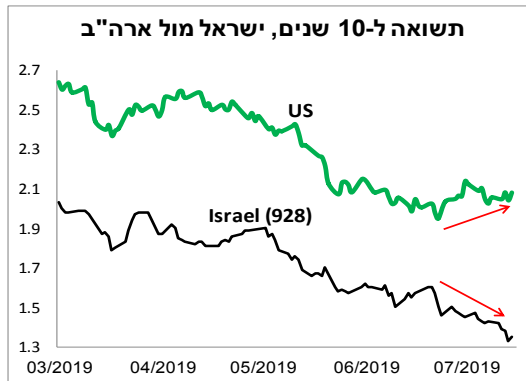
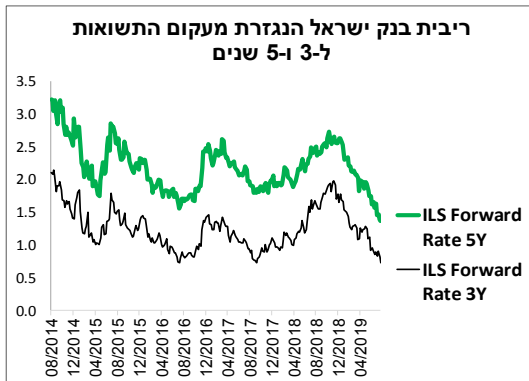
שורה תחתונה: עולה הסיכוי לשינוי בכיוון המדיניות של בנק ישראל שעשוי לכלול התערבות בשוק המט"ח ו/או שינוי תחזית לריבית, יתכן שהבנק המרכזי יעביר רמזים עוד לפני החלטת הריבית בחודש אוגוסט.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

למרות שתשואת האג"ח הארוכות בישראל ירדו בחדות, הן עדיין גבוהות בהשוואה לעולם השקל מתחזק במהירות, למרות שלפי כל הסימנים השווקים לא ממש מעריכים שהריבית בישראל הולכת לעלות. תשואות האג"ח הארוכות בישראל ירדו בחודש האחרון למרות עליית התשואות בארה"ב.

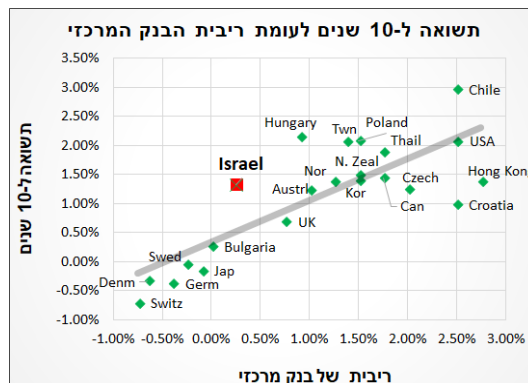
אם בנק ישראל, כפי שהערכנו קודם, ישנה את המדיניות הנוכחית שלו, התשואות הארוכות עשויות לקבל דחיפה נוספת כלפי מטה, כאשר באופק יש גם כניסת ישראל למדד האג"ח הבינלאומי.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

רמת התשואות הארוכות בישראל כבר נמוכה מאוד במונחים היסטוריים. אולם, יחסית לעולם, התשואה ל-10 שנים בישראל אפילו גבוהה. ישראל נמצאת גבוה מעל קו המגמה בגרף שמחבר בין ריביות הבנקים המרכזיים לתשואות ל-10 שנים במדינות שונות. לפי קו המגמה, בהתחשב ברמת הריבית בישראל התשואה יכולה תיאורטית להמשיך ולרדת באופן משמעותי.

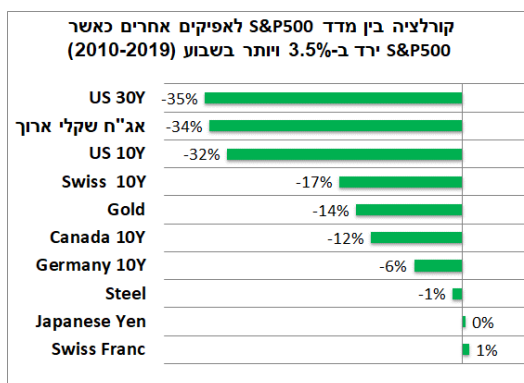
**שורה תחתונה: שינוי צפוי במדיניות של בנק ישראל עשוי לדחוף את התשואות בישראל קרוב לרמות נמוכות יותר הנהוגות בעולם.**



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

השקעה באג"ח הארוכות, כולל הישראליות, נותנת הגנה טובה נגד ירידות חדות במניות בתקופות כמו שאנו עוברים היום בשווקים, כאשר נכסי הסיכון ממשיכים לעלות למרות הרעה בנתונים הכלכליים, מתגבר הסיכון לשינוי מגמה חד בשווקים. נשאלת השאלה, איזה אפיקים כדאי להחזיק בתיק כדי למתן השפעת הירידות החדות?

כדי לענות על השאלה בדקנו לאיזה אפיקים הייתה קורלציה שלילית עם מדד המניות S&P500 במהלך העשור האחרון כאשר המדד ירד ביותר מ-3.5% בשבוע.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- הקורלציה השלילית הגבוהה ביותר נרשמה באג"ח הממשלתיות הארוכות בארה"ב.
- גם מדד האג"ח השקליות הארוכות (5 פלוס שנים) הציג קורלציה שלילית דומה לאג"ח האמריקאיות.
- גם האג"ח השוויצרי, הקנדי והגרמני הציגו קורלציה הפוכה לשוק המניות.
- לא מפתיע שגם הזהב היה נכס שנתן הגנה מסוימת.
- בשוק מניות דובי מאוד היין היפני והפרנק השוויצרי עזרו פחות לקזז את הירידות.
- החולשה האופיינית של השקל בזמן הירידות החדות בשווקים בעצמה ממתנת ירידות שערים בחו"ל בתרגום לשקלים.



## 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 אפיקס 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 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 דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות ערך אלה.

זבז'ינסקי אלכס

28/7/2019

תאריך פרסום האנליזה