

12.08.19

אינפלציה 12 חודשים

הבאים

0.9%

מדד יולי

0.0%

מדד אוגוסט

0.2%

מדד ספטמבר

-0.2%

ריבית בנק ישראל צפויה

בעוד 12 חודשים

0.25%

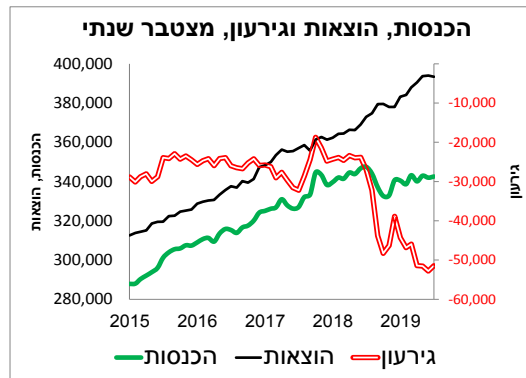
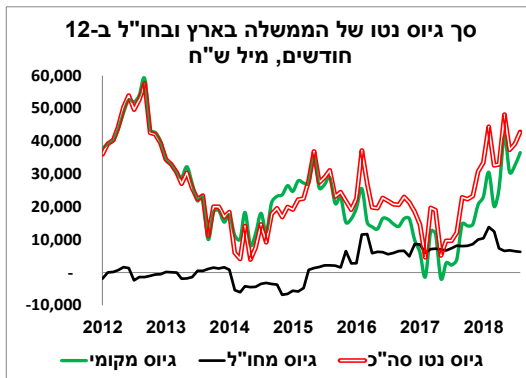
עיקרי הדברים

- הגירעון התקציבי של הממשלה יציב. אין ממש שיפור בגביית המיסים. הוזלת עלויות המימון מתחילת השנה צפויה לייצר חיסכון של כ-0.6 מיליארד ₪ בשנה לממשלה.
- נמשכת ההאטה בקצב הגידול במשרות השכיר ובשכר הממוצע במשק, מה שצפוי למתן קצב הצמיחה של הצריכה הפרטית.
- מהסקרים של בנק ישראל והלמ"ס עולה שהתעשיינים צופים ירידה בהזמנות ליצוא.
- נמשכת התכווצות במגזר התעשייתי בעולם. במקביל ניכרת ירידה במדדי המחירים ליצרן.
- בכלכלה האמריקאית מופיעה האטה לא רק במגזר התעשייה, אלא גם בענף השירותים. גם ענף הבנייה למגורים מתכווץ. גבר סיכון להאטה משמעותית בצמיחת המשק.
- מספר גדול של בנקים מרכזיים שהורידו ריבית מתחילת החודש מעיד לא רק על עלייה בסיכונים הכלכליים, אלא גם על מלחמת המטבעות המחריפה.
- השקל המשיך להתחזק, מה שצפוי לגרום לתגובה נוספת של בנק ישראל ע"י התערבות בשוק המט"ח או אף הורדת ריבית.

## מאקרו ישראל.

- הגירעון יציב. אין שיפור בגביית המיסים. הוזלת עלויות מימון תייצר חיסכון משמעותי לממשלה
- הגירעון התקציבי השנתי של הממשלה ירד בחודש יולי ל-3.8% תמ"ג, לעומת 3.9% בחודש הקודם. קצב הגידול בהוצאות צפוי להתמתן במחצית השנייה של השנה ולהוביל לצמצום הגירעון, במידע וההכנסות לא ירדו.
- בינתיים, ההכנסות בחודש יולי צמחו בכ-5% ריאלית לעומת יולי אשתקד. מהדיווח של רשות המיסים ניתן ללמוד שלא מדובר בשיפור בגבייה.
- החדשה הטובה היא שעלות הגיוס של הממשלה ירדה משמעותית. חישוב בהתאם לגודל הגיוס באג"ח הסחיר והטווח הממוצע לפדיון של ההנפקות מוביל למסקנה שהגיוסים של השנה אמורים לחסוך לממשלה כ-600 מיליון ₪ הוצאות ריבית מדי שנה לעומת המצב בו התשואות בשוק האג"ח היו נשארות ברמה של תחילת השנה.

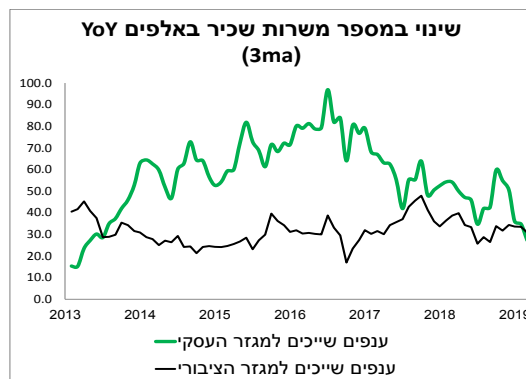
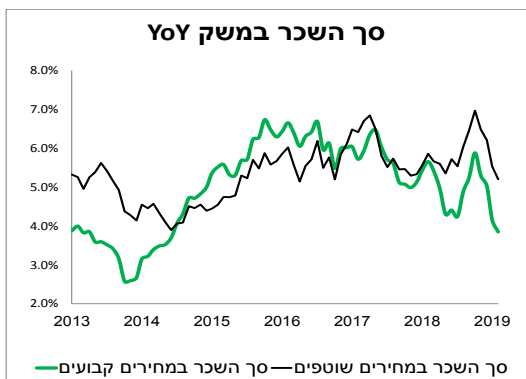
**שורה תחתונה: בעיית הגירעון מחכה לממשלה החדשה. טוב שאין התדרדרות נוספת בגביית המיסים, כך שסיכון הגירעון בינתיים נותר מוגבל.**



מקור: משרד האוצר, מיטב דש ברוקראז'

### המשך התמתנות בקצב הגידול במשרות החדשות ובשכר הממוצע

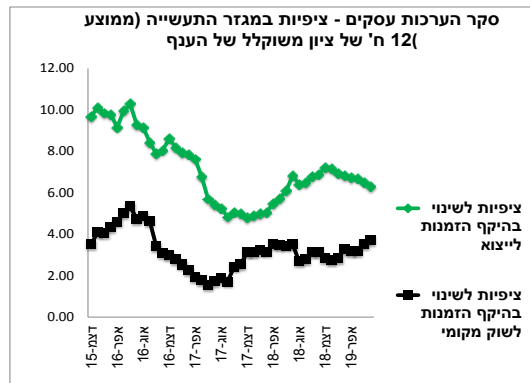
נמשכת האטה בקצב הגידול של המשרות במגזר העסקי. לעומת זאת, הגידול במגזר הציבורי נותר די יציב. קצב הגידול בשכר הממוצע מתמתן. כתוצאה מתהליכים אלו, קצב הגידול בסך השכר במשק ירד, במיוחד במונחים ריאליים ותומך פחות בצריכה הפרטית.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

**בתעשייה צופים ירידה בהזמנות ליצוא**

בשבוע שעבר פורסמו סקרי המגזר העסקי ע"י בנק ישראל (סקר החברות) וע"י הלמ"ס (סקר הערכות עסקים). לפי שני הסקרים, המגזר העסקי ממשיך לצמוח בקצב מתון ללא שינוי משמעותי לעומת החודשים הקודמים. לאור מלחמת הסחר בדקנו ציפיות העסקים ליצוא. לפי הסקרים ניכרת ירידה בציפיות התעשייה להזמנות ליצוא

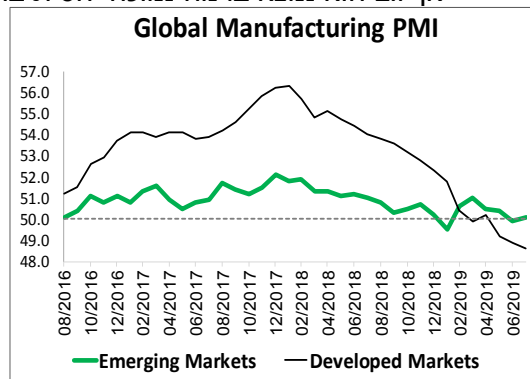
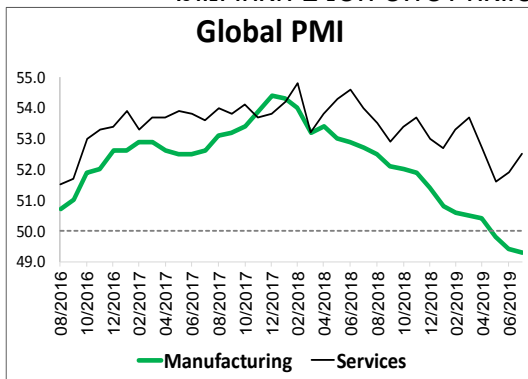


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

**מאקרו עולם.**

פעילות התעשייה בעולם המשיכה להתכווץ גם בחודש יולי תוך ירידה במדד המחירים ליצרן

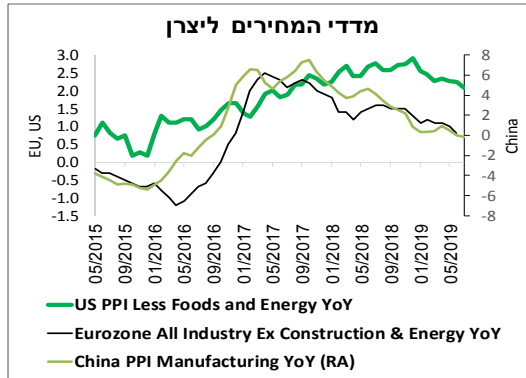
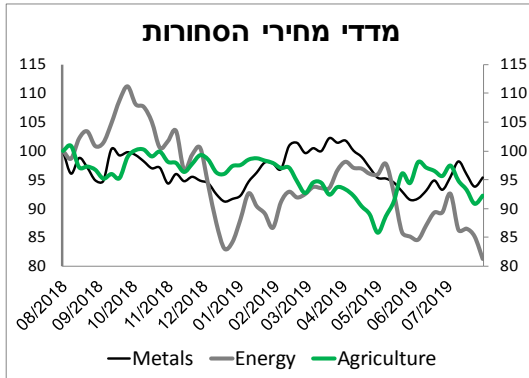
- מדד מנהלי הרכש הגלובלי במגזר התעשייה המשיך לרדת בחודש יולי. הירידה נרשמה בעיקר במדינות המפותחות. לעומת התעשייה, המדד במגזר השירותים עלה לעומת יוני, אך גם הוא נמצא ברמה נמוכה יחסית בהשוואה לשלוש השנים האחרונות.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

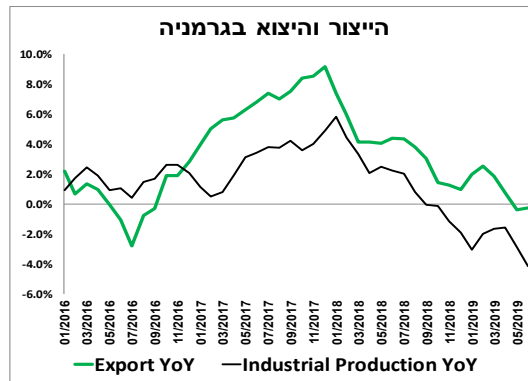
- תופעה נוספת שמצביעה על ירידה בפעילות של החברות היצרניות מתבטאת בירידה במדדי המחירים ליצרן. מדדי המחירים ליצרן האחרונים בסין, בארה"ב (ללא מזון ואנרגיה)

ובאירופה היו נמוכים מהתחזיות והצביעו על ירידה בקצב האינפלציה, כאשר בסין מדובר בירידת מחירים לעומת אשתקד. דפלציה של המחירים במגזר היצרני קשורה לירידה במחירי הסחורות, אך גם לירידה בביקוש.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**התדרדרות בתעשיית גרמניה לא נעצרת.** גבר סיכוי להרחבה פסקאלית הנתונים הקשורים לייצור והיצוא בגרמניה לא מפסיקים להפתיע לרעה. הקצב השנתי של הזמנות בתעשייה ומדד הייצור התעשייתי ממשיכים לרדת יחד עם היצוא התעשייתי. נציין שגם בצרפת מדד הייצור התעשייתי ירד בחודש יוני מתחת לציפיות.

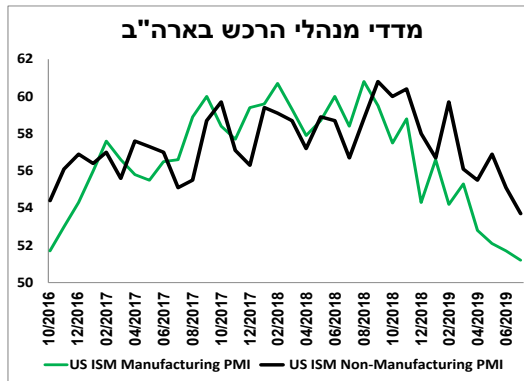
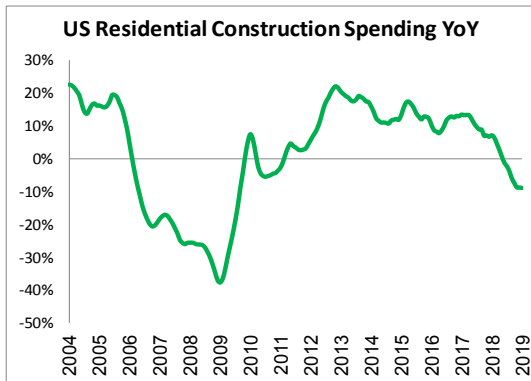


מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

**סימני האטה במגזר השירותים בארה"ב מצטרפים למגמה שלילית בתעשייה ובבנייה למגורים** הנתונים ממשיכים להעיד שהצמיחה בכלכלה האמריקאית מתמתנת ומתחילה להופיע לא רק בתעשייה, אלא גם בענף השירותים. שני מדדי מנהלי הרכש, בתעשייה ובשירותים, חזרו לרמות שהיו בהן ערב הבחירה בטרמפ לנשיא. נציין שהירידה במדדים התרחשה בחודש יולי עוד לפני ההחרפה האחרונה בעימות בין ארה"ב לסין. הירידה במדד התעשייה מתחת ל-50, המסמנת התכווצות בפעילות, מתרחשת לעיתים קרובות הרבה יותר מאשר במגזר השירותים ולא בהכרח מובילה למיתון. לעומת זאת, ירידה של המדד במגזר השירותים מתחת ל-50 (כעת הוא עומד על 53.7) לא הייתה בעבר "אזעקת שווא". בשני המיתונים האחרונים מדד מנהלי הרכש במגזר השירותים בארה"ב ירד מתחת לרמה זו רק לקראת המיתון.

מגזר נוסף וחשוב בכלכלה האמריקאית בו ניכרת האטה בפעילות זה תחום הבנייה למגורים. ההוצאות לבנייה למגורים ירדו בשלושת החודשים האחרונים בכ-9% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, הירידה החדה ביותר מאז המשבר בשנת 2008.

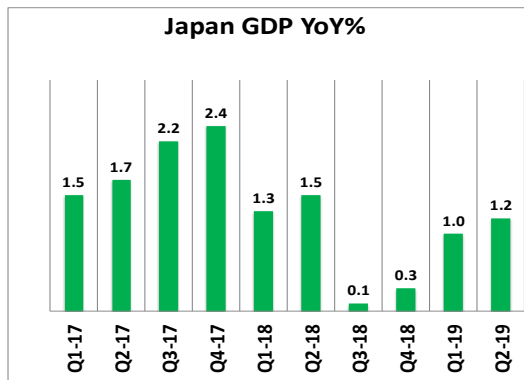
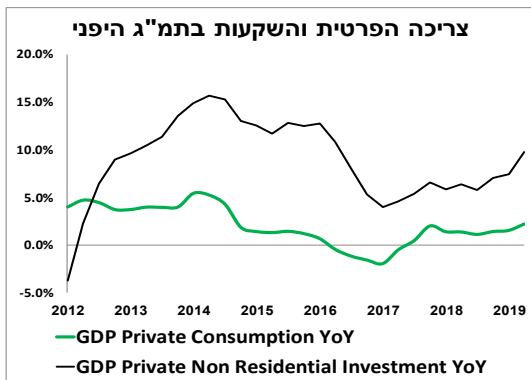
**שורה תחתונה: כשהפעילות בשני המגזרים החשובים, בנייה למגורים ותעשייה, מתמתנת במהירות ומופיעים סימני חולשה במגזר השירותים, הסיכון למיתון בארה"ב עולה.**



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### הצמיחה ביפן השתפרה. עליית המע"מ מסכנת את המומנטום

נתוני הצמיחה ביפן ברבעון השני הפתיעו לטובה. קצב הצמיחה YoY של התמ"ג עלה ברבעונים האחרונים והגיע ל-1.2%. ניכר שיפור בהשקעות של המגזר העסקי. גם הצריכה הפרטית השתפרה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

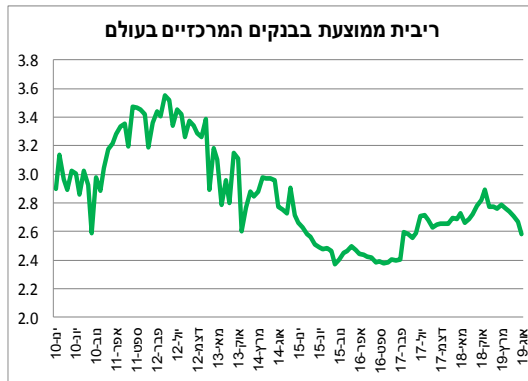
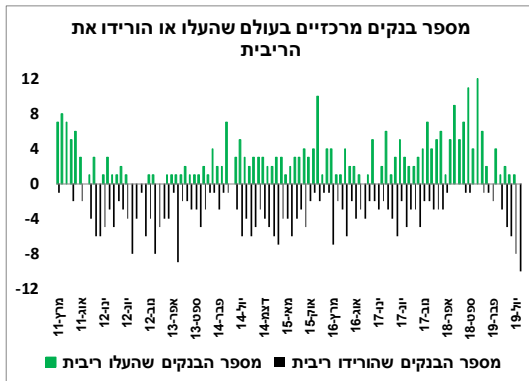
## שווקים

### התפתחות מלחמת המטבעות מוסיפה סיכונים לכלכלה העולמית ולשווקים

בשבוע שעבר מלחמת הסחר הפכה גם למלחמת מטבעות לאחר שסין החלישה את המטבע שלה ושבעה בנקים מרכזיים הורידו ריבית, כאשר הבולטים מביניהם היו ניו זילנד, הודו, תאילנד ופיליפינים. בסה"כ, מתחילת החודש הספיקו כבר 11 בנקים מרכזיים בעולם לבצע הורדת ריבית. זה המספר הגבוה מאז תקופת המשבר באירופה ועוד לא הגענו לסוף החודש.

נציין שברוב המדינות שהורידו את הריבית החודש היא כבר נמצאת ברמה נמוכה (פחות מ-3%). כמו כן, ללא קשר להורדת הריבית ע"י הבנקים המרכזיים, הריביות בשווקים הפיננסיים ירדו לאחרונה בחדות לרמות נמוכות היסטוריות. כל זה מעיד שתכליתן העיקרית של הורדות הריבית האחרונות - לגרום להיחלשות המטבע. ההשלכות של המהלכים האחרונים של הבנקים המרכזיים:

- מנהיגי המדינות יצאו בעשור האחרון בהצהרות משותפות הקוראות למנוע מלחמת מטבעות. המצב כעת שונה. המהלכים האחרונים מהווים המשך של מלחמות הסחר ומשקפים התפוררות של שיתוף הפעולה הבינלאומי.
- הורדות ריבית עלולות להעיד על עוצמת ההאטה בכלכלה, כפי שרואים אותה הבנקים המרכזיים.
- כניסת מלחמת המטבעות להילוך גבוה ובמהירות עלולה להגביר את אי הוודאות ותנודתיות בשווקים מבלי להביא תועלת כלכלית למשק העולמי כולו.
- מלחמת המטבעות מרוקנת "מחסנית הכלים" של הבנקים המרכזיים. הריבית הממוצעת של הבנקים המרכזיים העיקריים בעולם נמוכה היום משמעותית לעומת השנים 2011-2012 ומתקרבת לרמות הנמוכות ביותר שהיו בשנים 2015-16.



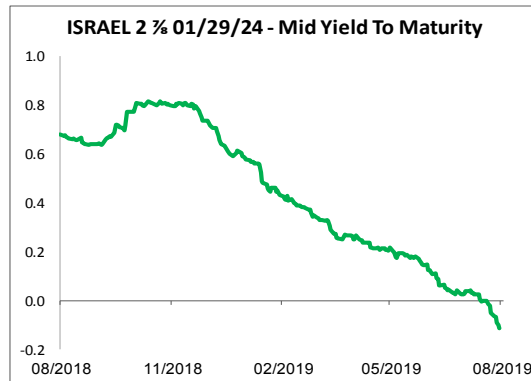
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

### בנק ישראל צפוי להתערב בשוק המט"ח ו/או להוריד ריבית

בינתיים, השקל שבר עוד שיא מול סל המטבעות לאחר שהתחזק בעוד כ-0.8% מתחילת החודש. להערכתנו, אם המצב לא ישתנה (השקל צפוי להיחלש אם המגמה השלילית בשווקים הפיננסיים תעמיק) לבנק ישראל לא תהיה ברירה אלא להתערב במסחר במט"ח ו/או להוריד ריבית בחזרה לרמה של 0.1%.

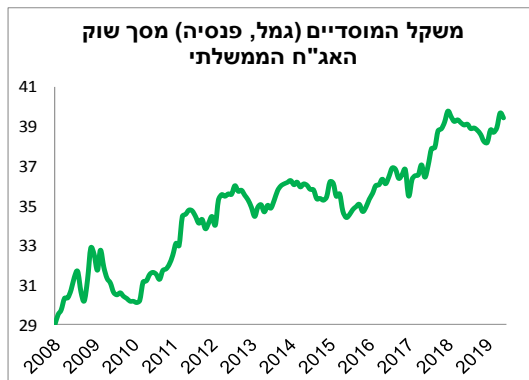
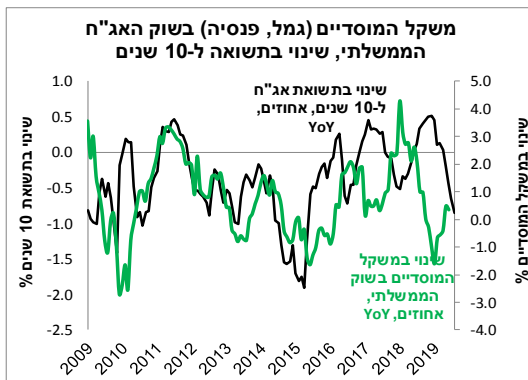
**ירידת התשואות בישראל בהובלת "הידיים החזקות"**

בשבוע האחרון נמשכה ירידת התשואות באג"ח הממשלתיות בעולם ובישראל. שווי האג"ח בעולם שנסחר בתשואה שלילית עלה לרמה של מעל 15 טריליון דולר. גם האג"ח הישראלי באירו לכ-4.5 שנים הצטרפה למגמה ונסחרת בתשואה של מינוס 0.15%. בדנמרק הבנקים התחילו לתת משכנתאות לעשרים שנה בריבית נומינלית אפס.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

מלבד האינפלציה והציפיות לריבית שממשיכות למשוך את התשואות למטה, יש גורם נוסף שיקשה על תפנית בכיוון התשואות. הכסף שהוביל את התשואות לרמות נמוכות כל כך הוא בעיקר "הידיים החזקות" של קרנות הפנסיה וקופות הגמל הישראליות. שווי ההחזקה שלהם מסך שוק האג"ח הממשלתיות עלה כמעט ל-40%, אחת הרמות הגבוהות היסטורית. מעניין לציין שעד לשנת 2015 הגופים המוסדיים היו בדרך כלל מגדילים את המשקל שלהם באג"ח הממשלתיות תוך עליית התשואות ומורידים תוך כדי ירידת התשואות. מאז 2015 המוסדיים הפכו ל"טרנדיים" ופועלים הפוך.



מקור: בנק ישראל, 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 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

12/8/2019

תאריך פרסום האנליזה