

27.10.19

אינפלציה 12 חודשים

הבאים  
0.9%

מדד ספטמבר  
0.4%

מדד אוקטובר  
-0.2%

מדד נובמבר  
0.1%

ריבית בנק ישראל צפויה  
בעוד 12 חודשים  
0.1%

עיקרי הדברים

- אנו מעריכים שהריבית בישראל תרד בחודשים הקרובים ל-0.1%, אך לא מעבר לכך. בנק ישראל יעדיף להערכתנו להתערב בשווקים, ולא להגיע לריבית שלילית אם יזדקק לכך.
- חילוקי דעות עמוקים פומביים בוועדה המוניתארית של בנק ישראל עלולים לפגוע בביטחון השווקים.
- למרות שבנק ישראל טוען שהשקל החזק הוא התורם העיקרי לירידה בסביבת האינפלציה, התרומה בפועל של סעיפי היבוא לאינפלציה לא תומכת בטענה זו.
- האינפלציה העתידית שמגולמת בשוק האג"ח המקומי נותרה ללא שינוי בחודשים האחרונים, למרות הירידה החדה באינפלציה בפועל בתקופה זו.
- מרבית הנתונים הכלכליים והסקרים השונים בארה"ב משקפים המשך הרעה ואף מואצת בפעילות המשק.
- גם בעולם הנתונים הכלכליים ממשיכים בעיקר להצביע על המשך האטה בפעילות.
- חתימה על ההסכם הסחר בין ארה"ב לסין בצורתו המסתמנת תתקשה להגדיל השקעות החברות ולהחזיר לפסי צמיחה סקטורים שנפגעו מההאטה.
- השווקים הפיננסיים נהנים מעלייה מהירה בנזילות שמספקים לאחרונה הבנקים המרכזיים שעוד צפויה לגבור בהמשך.
- ה-FED צפוי להערכתנו להוריד ריבית פעמיים עד סוף השנה.
- עונת הדו"חות בארה"ב נראית מוצלחת בעיקר בגלל שהחברות והאנליסטים הנמיכו תחזיות. בפועל, היא משקפת נאמנה הרעה בפעילות הכלכלית.

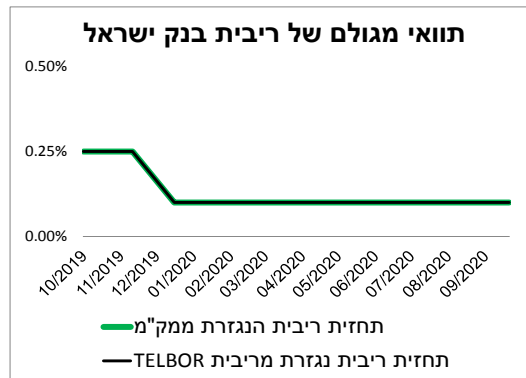
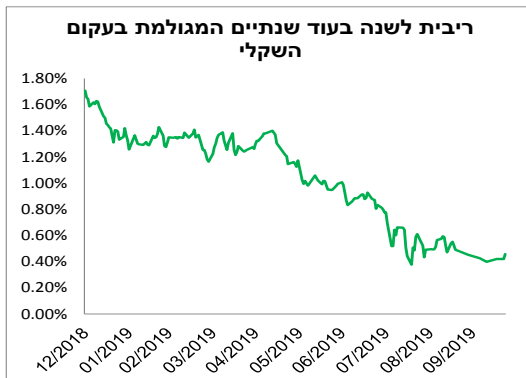
## מאקרו ישראל.

חילוקי דעות בהחלטת הריבית אינם סימן חיובי. הריבית צפויה לרדת ל-0.1% בחודשים הקרובים

פרוטוקול ישיבת הריבית האחרונה של בנק ישראל הציג חילוקי דעות בקרב חברי הוועדה המוניתארית. חילוקי דעות פומביים בוועדה המוניתארית זה לא דבר חיובי במיוחד. כדאי לוועדה שיהיה רוב מכריע בעד ההחלטה. זה משדר בטחון של חברי הוועדה במדיניות הננקטת ושליטה של העומד בראשה, מה שעוזר לשווקים לראות בבנק מרכזי עוגן יציב, במיוחד בעת צרה. נזכיר שבשנה האחרונה הבנק גם לא פעם שינה כיוון במסרים, לעיתים באיחור רב, אחרי שהשווקים כבר הפנימו את השינוי.

בכל מקרה, גם אם הייתה מתקבלת ההחלטה להוריד את הריבית, היא לא הייתה משנה הרבה מבחינת השווקים. השוק כבר מגלם למעשה הורדת ריבית ל-0.1% וגם תואי ריבית הרבה יותר נמוך בהמשך לעומת המצב במחצית הראשונה של השנה.

**שורה תחתונה: מהפרוטוקול עולה שהתנאים הנוכחיים לא מספיקים לוועדה המוניתארית כדי להוריד את הריבית. אנו מעריכים שבסיכוי די גבוה בחודשים הקרובים תהיה היחלשות בנתונים הכלכליים ו/או ירידה נוספת באינפלציה שיאפשרו לוועדה המוניתארית להוריד את הריבית ל-0.1%. אנחנו מעריכים שהסיכוי להורדת ריבית מעבר לכך נמוך והבנק יעדיף רכישות אג"ח על פני ריבית שלילית.**



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

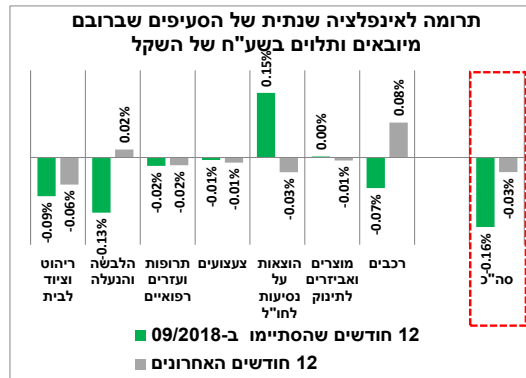
### התמקדות בנק ישראל בשקל בהקשר לירידה באינפלציה לא מדויקת

שערו של השקל תפס מקום מרכזי בדיוני הוועדה כ"אשם" באינפלציה הנמוכה. גם הנימוק העיקרי של התומכים בהורדת הריבית היה קשור להתחזקות השקל.

מכיוון שלפי חברי הוועדה השקל הוא הבעיה, הדיון התמקד במיוחד בסיבות לחוזקו של השקל. אולם, בדיקת התרומה לאינפלציה השנתית של סעיפי היבוא, דרכם אמורה בעיקר לעבור השפעת התחזקות השקל על האינפלציה מציגה תמונה שונה (תרשים מטה).

סך התרומה לאינפלציה ב-12 החודשים האחרונים של הסעיפים "המיובאים" הסתכמה במינוס 0.03%, לעומת תרומה של מינוס 0.16% של אותם הסעיפים ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר 2018. כלומר, התרומה השלילית של סעיפי היבוא לאינפלציה ב-12 החודשים האחרונים הייתה קטנה יותר מאשר ב-12 החודשים הקודמים.

ברור שאלמלא ייסוף השקל בשנה האחרונה תרומה שלילית של סעיפים אלו הייתה גבוהה יותר, אך הירידה האחרונה באינפלציה עמוק מתחת ליעד שמדאיגה את בנק ישראל לא קרתה בגלל השקל.

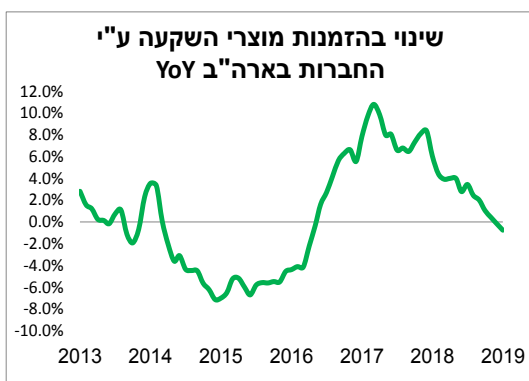


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראד

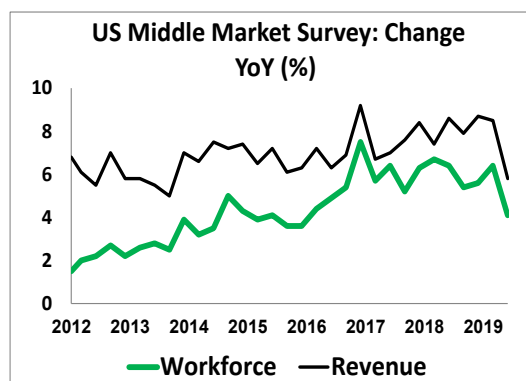
## מאקרו עולם.

### ההאטה בכלכלה האמריקאית מתרחבת

- הנתונים הכלכליים המתפרסמים בארה"ב מצביעים על הרעה בפעילות:
  - הסקר הרבעוני של חברות ה-Middle Market בארה"ב הצביע על האטה בפעילות ברבעון השלישי תוך ירידה בכל האינדיקטורים. פריסה גיאוגרפית וענפית רחבה של החברות המשתתפות בסקר, שרובן לא קשורות בסחר החוץ, משקפת הרעה בפעילות במשק האמריקאי ברבעון השלישי.
  - רכישות מוצרי השקעה ע"י החברות האמריקאיות שמשקפות פעילות ההשקעות עברו למגמת ירידה בקצב השנתי שלהן.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראד

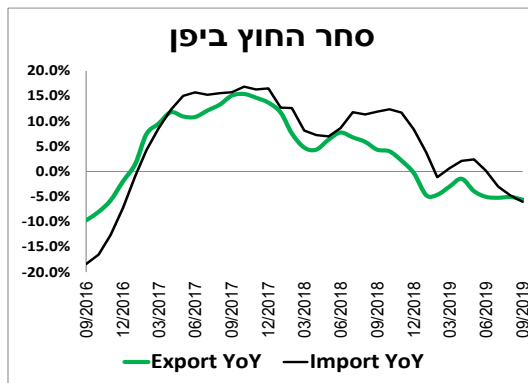
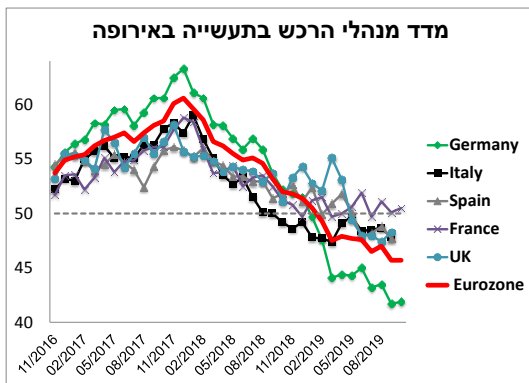


מקור: National Center for The Middle Market

- סקר ה-CEO של המנכ"לים האמריקאים שמתבצע בארה"ב ע"י The Conference Board ירד ברבעון השלישי לרמה הפסימית ביותר מאז הרבעון הראשון 2009.

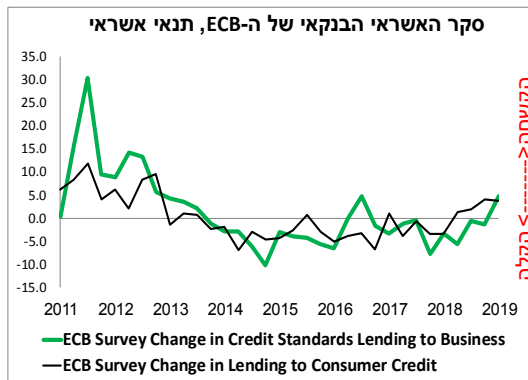
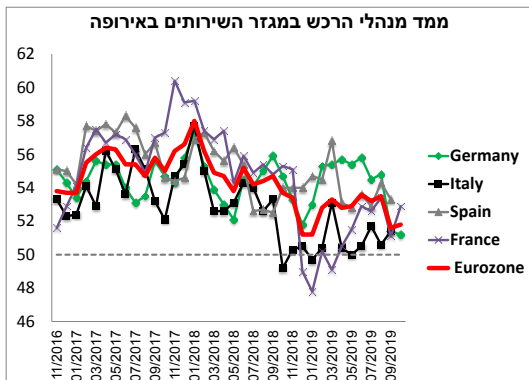
- בסקר ה-CFO שמתבצע ע"י Duke CFO Global Business Outlook אופטימיות של מנהלי הכספים האמריקאים ירדה לרמה הנמוכה מזה שלוש שנים. 67% מנשאלים מעריכים שארה"ב תיכנס למיתון עד סוף 2020.
- בצד חיובי בלט מדד מנהלי הרכש בתעשייה PMI שרשם עלייה בחודשיים האחרונים מ-50.3 באוגוסט ל-51.5 באוקטובר.

מרבית האינדיקטורים בעולם מצביעים שהפעילות ממשיכה להתמתן  
 • נתוני סחר החוץ ביפן ממשכימים להצביע על ירידה בקצב השינוי השנתי.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

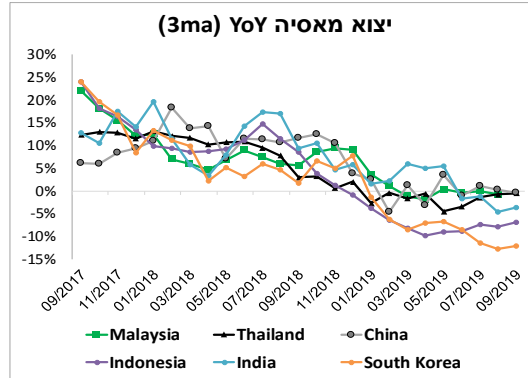
- מדד מנהלי הרכש בתעשייה האירופאית נותר ללא שינוי בחודש אוקטובר, אך ברמה מאוד נמוכה של 45.7, שמשקפת התכווצות משמעותית בפעילות.
- במגזר השירותים האירופאי מדד מנהלי הרכש נמצא באזור המצביע על התרחבות בפעילות, אך ברמה יחסית נמוכה לעומת השנים האחרונות. גם בסקר זה גרמניה בולטת לרעה.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

- לפי סקר האשראי הרבעוני של ה-ECB, הצעדים המרחיבים של הבנק המרכזי לא הביאו לשיפור בתנאי האשראי הבנקאי באירופה. הבנקים המשיכו להקשיח תנאי אשראי לעסקים.

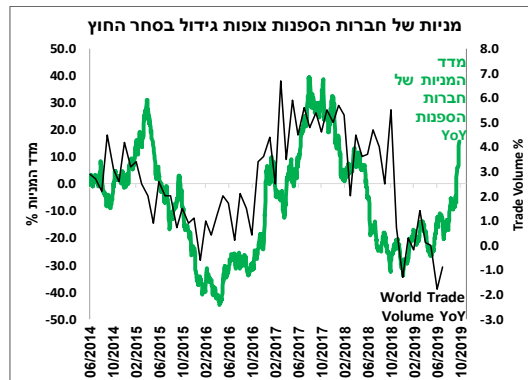
- בשבוע שעבר מספר מדינות באסיה פרסמו נתוני סחר החוץ בהם ניתן לראות סימני התייצבות של המגמה השלילית ביצוא שהייתה בשנה האחרונה, אך עדיין תוך המשך ירידה שנתית ביצוא.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## שווקים.

האם ההסכם עם סין יספיק כדי לשנות המגמה השלילית בכלכלה ולתמוך בשווקים? בשנת 2016 הפעילות הכלכלית בעולם חזרה לצמוח אחרי התדרדרות משמעותית בזכות הפעלת תמריצים מאסיביים בסין, דחיית העלאת ריבית בארה"ב והתייצבות במחירי הנפט. האם התאוששות דומה יכולה להתרחש גם הפעם? השווקים נותנים סיכוי די גבוה לכך. לפחות על פי עלייה די חדה במניות חברות הספנות שעשויה להעיד על ההתאוששות הצפויה בסחר העולמי.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

בכדי שההסכם המסתמן בין ארה"ב לסין יוביל לשינוי לא רק באווירה בשווקים, אלא גם בפעילות הכלכלית צריכים להתקיים התנאים הבאים:

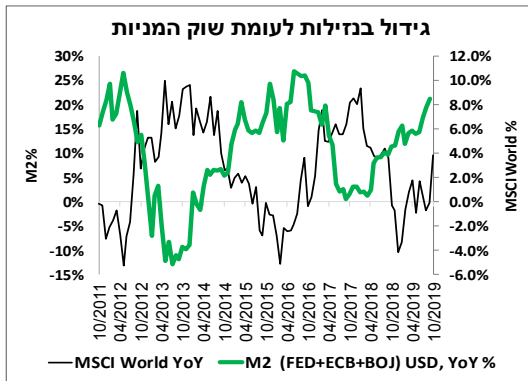
- ההסכם צריך להיות סופי כדי להסיר את אי הוודאות הפוגעת בהשקעות.
  - ארה"ב וסין צריכות להסיר לפחות חלק מהמכסים שכבר הוטלו וכמובן למנוע הטלת מכסים חדשים.
  - ארה"ב צריכה להימנע מלפתוח חזיתות חדשות במלחמת הסחר, לדוגמה מול אירופה.
- ההסכם חשוב לשני הצדדים, במיוחד האמריקאי. מדיניות המכסים של הנשיא מיצתה את עצמה. הכלכלה האמריקאית נפגעה ממנה והתרחבותה הנוספת תפגע בסיכוי להיבחר שנית. אנו רואים שלוש בעיות עיקריות שחתימה על ההסכם לא בהכרח יכולה לפתור:
1. כעת מדובר בהסכם חלקי שלפי הידוע עד כה אינו עונה על הדרישות המקוריות האמריקאיות, לפחות אלה שהוצגו בהתחלה כעקרונות (שינוי מדיניות הסובסידיות הממשלתיות לחברות הסיניות, סוגיות חברות הטכנולוגיה הסיניות וכו'). לא בטוח שההסכם המסתמן, יספק למגזר העסקי את הוודאות הנדרשת כדי לחדש את ההשקעות, במיוחד נוכח הבחירות המתקרבות בארה"ב.
  2. הנזק שכבר נגרם לכלכלה עלול להיות גדול מדי בכדי שתוצאות ההסכם המסתמן יוכלו לשקמו. אילו ההסכם היה נחתם לפני חצי שנה, לפני הפיצוץ במו"מ, חזרה לפסי הצמיחה הייתה קלה יותר. בחצי השנה האחרונה הפגיעה בפעילות הכלכלית בעולם ובארה"ב העמיקה והתרחבה למגזרים נוספים שלא קשורים לסחר החוץ.
  3. העימות בין ארה"ב לסין היה מצד אחד גורם סיכון לשווקים, אך מנגד הסיכון לפתרון נתן תקווה לשיפור המצב בכלכלה ותמך בשווקים אחרי כל "ציוץ נשיאותי". אם אחרי חתימת ההסכם לא יחול שינוי במגמה השלילית בנתונים הכלכליים, לא יהיה למשקיעים יותר תירוץ להיאחז כדי להצדיק המשך עליות בשוק המניות במצב של האטה כלכלית.

שורה תחתונה: הסיכוי לעצירת המגמה השלילית בכלכלה העולמית והאמריקאית בפרט תלוי בכך שהסכם הסחר יוכל להחזיר הוודאות ואיתה השקעות החברות. גם אם ההסכם יעמוד בתנאי זה, יתכן שהרעה בכלכלה עברה נקודת "האל חזור" במחזור העסקים הנוכחי שאפילו הפסקת מלחמת הסחר לא תצליח להחזיר אותה לפסי הצמיחה.

אנו מעריכים שהסיכויים למימוש התסריט האופטימי לא גבוהים במיוחד, אך גם לא זניחים.

**השווקים הפיננסיים נתמכים בהזרמת נזילות משמעותית ע"י הבנקים המרכזיים**

לא רק הסיכוי להפסקת מלחמת הסחר דוחף את שוקי המניות. השווקים נהנים גם מהקלה במדיניות המוניטארית של הבנקים המרכזיים הגדולים ובמיוחד מעלייה בנזילות בשווקים. כתוצאה מהתערבויות בשוק הריפו ומהפסקת פדיונות האג"ח, מאזן ה-FED גדל בחודשיים האחרונים ביותר מ-200 מיליארד דולר, בדומה לקצב במהלך QEים בעשור האחרון.



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

נציגי ה-FED טוענים שהתערבויות בשוק הריפו והרכישות החודשיות, שצפויות להתחיל בקרוב, של האג"ח הממשלתיות הקצרות בהיקף של 60 מיליארד דולר בסה"כ נדרשות לצורך הספקת נזילות לפעילות התקינה של שוק האשראי הבין בנקאי.

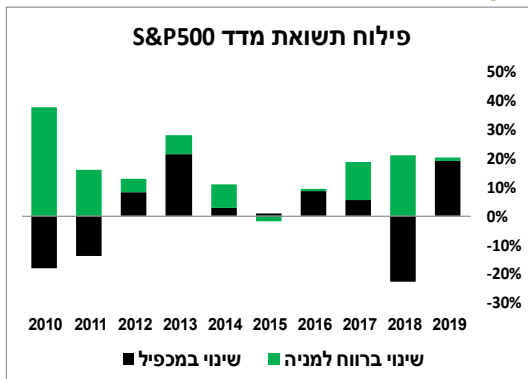
גם אם זאת המטרה היחידה של ה-FED, תהיה לרכישות כנראה השפעה על מבנה עקום התשואות דרך הקטנת היצע זמינה של האג"ח הקצרות ואולי אף שינוי הרכב ההנפקות של האוצר האמריקאי שעשוי להעדיף להגדיל הנפקות של האג"ח הקצרות. בסופו של דבר, חלק מהכסף שמזרים ה-FED מגיע גם לנכסים הפיננסיים האחרים ובכך השפעות הצעדים של ה-FED דומות לאלו של ה-QE.

**שורה תחתונה: הגדלת נזילות ע"י הבנקים המרכזיים וה-FED בפרט מייצרת תמיכה בשווקים הפיננסיים.**

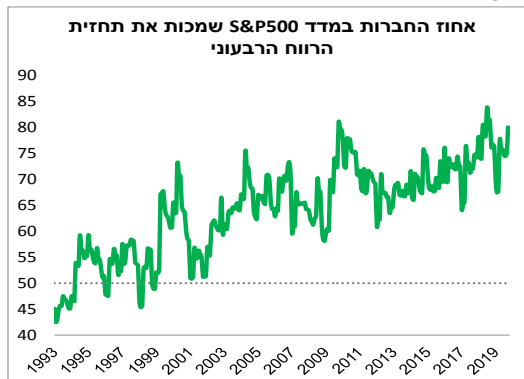
### עונת הדוחות טובה? לא ממש

גורם נוסף שמזכר בהקשר לאווירה חיובית שהייתה לאחרונה בשווקים הפיננסיים היא עונת הדו"חות הכספיים הטובה בארה"ב. אכן, אחוז החברות שהכז את התחזיות בשורת הרווח עומד ברמה יחסית גבוהה היסטורית.

### תרשים 2



### תרשים 1



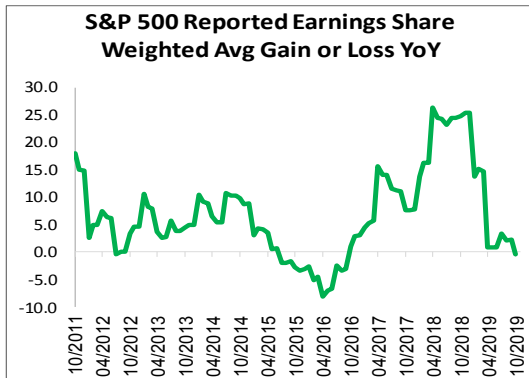
מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

אולם, זאת בעיקר תוצאה של מתן תחזיות שמרניות ע"י החברות שהמטרה העיקרית שלהן להפתיע עם פרסום תוצאות אמת. לכן, קצב הגידול השנתי בתחזית הרווח למניה לשנה הבאה במדד S&P500 ירד קרוב לאפס, אחד הנמוכים בשנים האחרונות, כאשר הרווח בפועל התכווץ.

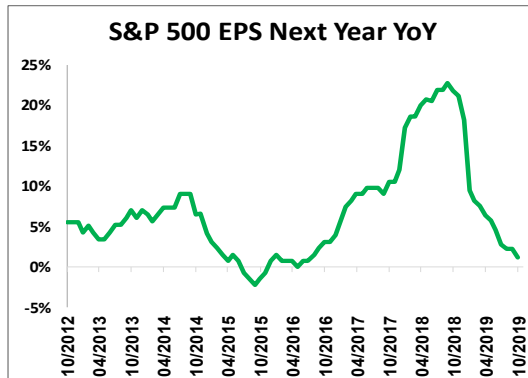
לכן, כמעט כל עלייה בשוק המניות האמריקאי מתחילת השנה נובעת מעלייה במכפיל הרווח ולא ברווח למניה. מצב קיצוני כל כך לא היה מאז המשבר. רק בשנת 2016 נרשמה תופעה דומה, אך בסדר גודל קטן בהרבה.

המצב הכלכלי בארה"ב ובעולם לא טוב ודו"חות החברות לא יכולות להתנתק ממנו. אם המצב הכלכלי לא ישתפר, יהיה קשה להמשיך ולהוריד תחזיות עוד יותר במטרה להכות אותן ולהכריז שדו"חות טובים מצדיקים המשך עלייה בשוק המניות לשיאים חדשים.

תרשים 4



תרשים 3



מקור: Bloomberg, מיטב דש ברוקראז'

## הורדת ריבית ה-FED השבוע לא צפויה להיות האחרונה עד סוף השנה

האיום של עליית תשואות משמעותית בשוק האג"ח האמריקאי יחסית נמוך:

- השבוע צפוי הבנק המרכזי האמריקאי להוריד ריבית לרמה של 1.50%-1.75%. כעת הסיכוי להורדת ריבית נוספת מוערך בחוזים בפחות מ-50%. להערכתנו, הסיכוי לכך יותר גבוה לאור היחלשות, אפילו מהירה, בכלכלה האמריקאית. בריבית של 1.50%-1.25% וללא ציפיות לעליית ריבית, רמת התשואות הארוכות הנוכחית נראית אטרקטיבית.
- החתימה על הסכם סחר לא צפויה לגרום לעלייה באינפלציה ולא לאושש הפעילות הכלכלית במידה כזאת שה-FED יחזור לתוואי עליית ריבית.
- האג"ח האמריקאיות מספקות הגנה יעילה מפני ירידות בשוק המניות ולכן צפויות ליהנות מביקושים חזקים.
- מלבד ה-FED, גם הבנקים המרכזיים האחרים בעולם ממשיכים להוריד ריבית. בשבוע שעבר זה קרה ברוסיה, טורקיה, צ'ילה ואינדונזיה כאשר מתחילת החודש הריבית ירדה גם בקוריאה, אוסטרליה והודו.



## 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 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

27/10/2019

תאריך פרסום האנליזה