

23.2.20

עיקרי הדברים

אינפלציה 12 חודשים
הבאים
0.7%

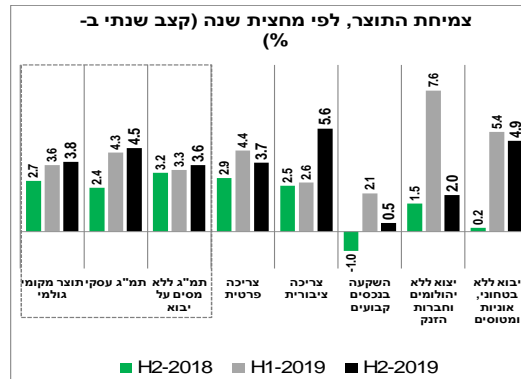
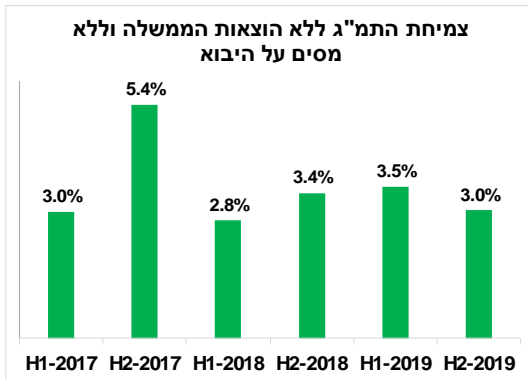
מדד פברואר
-0.1%
מדד מרץ
0.3%
מדד אפריל
0.3%

ריבית בנק ישראל צפויה
בעוד 12 חודשים
0.25%

- בנטרול השפעת הזינוק בהוצאות הממשלה ועלייה חדה ביבוא הרכבים, הצמיחה במשק הישראלי ירדה במחצית השנייה של 2019 לעומת המחצית הראשונה.
- בנק ישראל צפוי להשאיר את הריבית ללא שינוי השבוע.
- השקל תפס את מקומו של מטבע "מקלט". יש לכך משמעות רבות לשווקים בישראל ולכלכלה המקומית.
- לעומת השקל, נראה שהיין היפני איבד את מעמדו כחוף מבטחים, זאת על רקע הרעה בכלכלה היפנית והסיכון של התפשטות המגפה.
- יציאת היין היפני מרשימת הנכסים הבטוחים, מגבירה את הלחצים על הנכסים המעטים שנותרו ברשימה זו הכוללים את האג"ח הממשלתיות בארה"ב, הזהב והדולר.
- תשואות אג"ח החברות בארה"ב ירדו לרמות נמוכות היסטוריות, כולל באג"ח מתחת לדירוג השקעה. בניכוי שיעור חדלות הפירעון ההיסטורי הממוצע, התשואה למשקיעים באג"ח ה-HY לא תהיה אטרקטיבית במיוחד.
- לפי הפרסום של בנק ישראל, המשקיעים הזרים לא הגדילו חשיפתם לשוק האג"ח הממשלתי בישראל גם בחודש דצמבר.

מאקרו ישראל.

אלמלא הוצאות הממשלה ויבוא המכוניות, קצב הצמיחה במשק היה נמוך משמעותית התמ"ג בישראל צמח במחצית השנייה של השנה בקצב של 3.8%, שיפור לעומת 3.6% במחצית הראשונה. חל גידול גם בקצב הצמיחה של התמ"ג העסקי וגם בתמ"ג ללא מסים על היבוא שמנטרל את השפעת יבוא המכוניות.

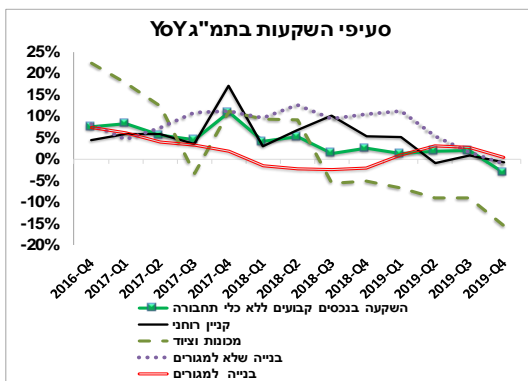


מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

השיפור בצמיחה במחצית השנייה של 2019 הושג בזכות שני גורמים:

1. גידול מהיר בצריכה הציבורית בקצב של 5.6%. כנראה שמשרדי הממשלה עשו מאמץ להוציא כמה שיותר כספים לפני החלת הכללים המגבילים את ההוצאה בשנת 2020.
2. קפיצה חדה ביבוא המכוניות בגלל הטלת המסים על המכוניות ההיברידיות.

אלמלא הוצאות הממשלה ומסי היבוא הצמיחה במחצית השנייה של 2019 הייתה כ-3%, נמוכה יותר מהמחצית הראשונה של 2019 והמחצית השנייה של 2018.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

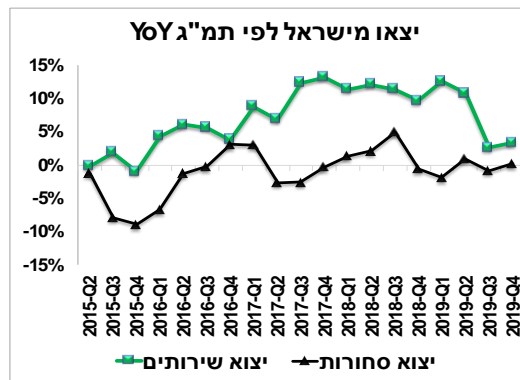
- הצריכה הפרטית ללא מוצרי בני קיימא (בעיקר המכוניות) המשיכה לצמוח במחצית השנייה של 2019 בקצב יציב, בדומה לשנתיים האחרונות.
- קצב הגידול השנתי בהשקעות בנכסים קבועים ממשיך לרדת, במיוחד אם מנטרלים את רכישות המכוניות להשקעה שהן למעשה בחלקן הגדול נועדו למגזר הפרטי ע"י חברות

הליסינג. במיוחד ירדה השקעה במכונות וציוד. כמו כן, ניכרת ירידה בקצב הצמיחה של הבנייה שלא למגורים שמשקפת פעילות של ענף הנדל"ן המניב.

- נתוני היצוא מצביעים על צמיחה אפסית של יצוא הסחורות וירידה בקצב הצמיחה השנתי של יצוא השירותים מכ-10% בשנים 2017-2018 לכ-3% במחצית השנייה של 2019.

שורה תחתונה: הגורמים שהביאו לעלייה בצמיחה במחצית השנייה של 2019 צפויים לפעול להורדת קצב הצמיחה ברבעון הראשון של 2020. ריסון הוצאות הממשלה, ירידה ביבוא המכונות ופגיעה ביצוא בעקבות הירידה בסחר החוץ בעולם צפויים לגרום לקצב צמיחה נמוך ברבעון הראשון.

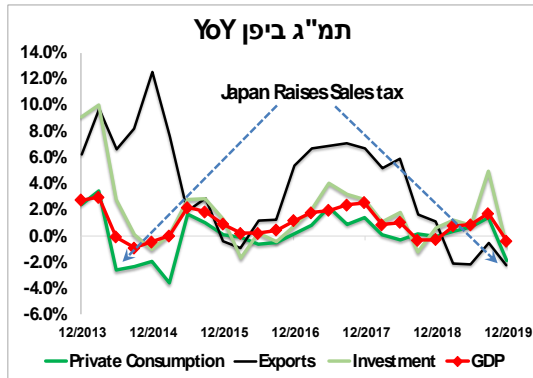
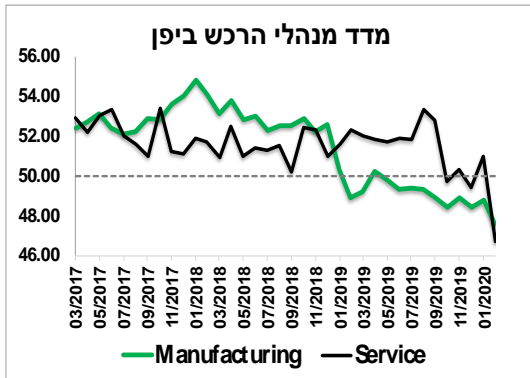
בנק ישראל צפוי להשאיר את הריבית ללא שינוי בהחלטתו השבוע, למרות האינפלציה הנמוכה, התחזקות השקל ועלייה בסיכון בעולם.



מקור: הלמס, מיטב דש ברוקראז'

מאקרו עולם.

עליית שיעור המס, פגיעת "הקורונה" והחולשה בסחר החוץ בעולם מעלים סיכון לכלכלת יפן גידול במקרי הדבקות מהווירוס ביפן מתרחש על רקע נתונים כלכליים חלשים במיוחד. הצמיחה ברבעון הרביעי הייתה מינוס 1.6%. הצמיחה הושפעה לרעה מעליית שיעור מס הקנייה. הצריכה הפרטית ירדה כמעט ב-3% ברבעון הרביעי, לעומת כ-5% ברבעון השני של 2014 אחרי עליית המס הקודמת. אולם, הירידה בהשקעות הפעם הייתה חדה הרבה יותר, כמעט 4% לעומת 2%. כמו כן, ב-2014 היצוא המשיך לצמוח לעומת הירידה ביצוא כעת. נתונים אלה מעלים חשש שהצמיחה הנמוכה היא לא רק תוצאה של עליית המס. ירידה חדה במדד מנהלי הרכש בתעשייה בחודש פברואר, במקביל לירידה במדד במגזר השירותים תומכת בטענה זו. **שורה תחתונה: נראה שהשפעת "הקורונה" תפסה את הכלכלה היפנית במסלול האטה, מה שעלול להחריף את הפגיעה.**



מקור, Bloomberg: מיטב דש ברוקראז

שווקים.

היין היפני הפסיק להיות מטבע "מקלט". האם זה טוב או רע לכלכלת יפן? היחלשות בכלכלה היפנית על רקע גידול במספר הנדבקים מהווירוס גרם לשינוי חד בהתנהגות רבת שנים של המטבע היפני. מתחילת השנה היין היפני נחלש מול הדולר האמריקאי בכ-2.7% למרות עליית מפלס החששות בשווקים. למען הדיקו, צריך לציין שהיין היפני התחזק ביום שישי על רקע הנפילה בשוקי המניות. אולם, עד לפני כמה חודשים המשקיעים היו בורחים ליין כמו אל זהב או האג"ח הממשלתיות בארה"ב בעת עליית הסיכון בשווקים הפיננסיים, מה שלא קרה הפעם. אגב, גם הפרנק השוויצרי, עוד מטבע "מקלט", אבד מעט מתפיסת הנכס הבטוח.

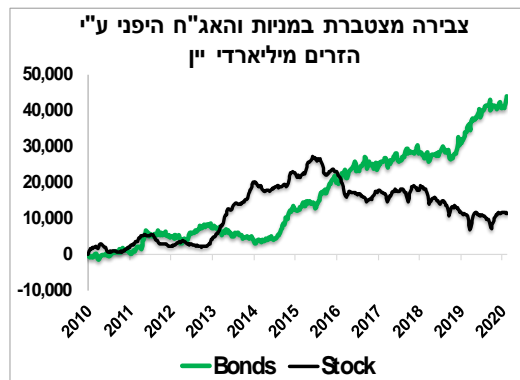


מקור, Bloomberg: מיטב דש ברוקראז

להפסקת תפיסת היין היפני כמטבע "מקלט" יש משמעויות רבות לכלכלת יפן ולשווקים הפיננסיים. הבנק המרכזי היפני שנים רבות נלחם נגד התחזקות היין, במיוחד בתקופת המשברים. בין המשבר

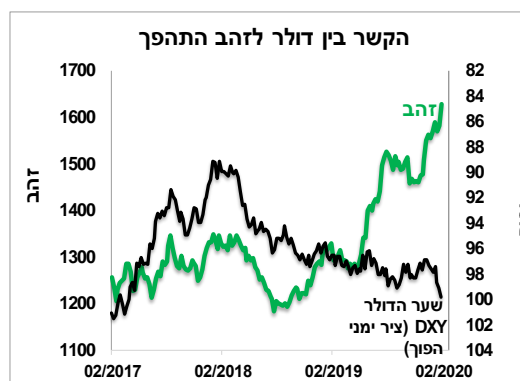
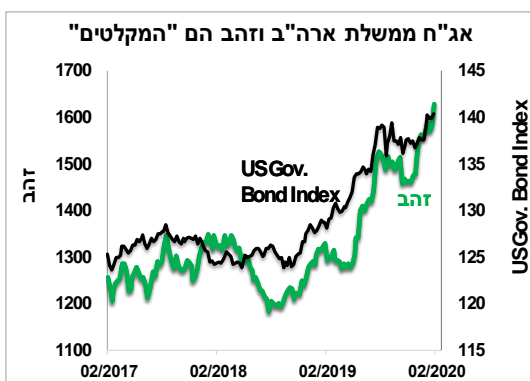
בשנת 2008 למשבר באירופה בשנת 2011 היין התחזק בכ-40% ובמשבר בסין בשנים 2015-16 בכ-20%. התחזקות היין פגעה בהתאוששות הכלכלה היפנית והפכה את המלחמה נגד הדפלציה ביפן לקשה במיוחד.

כמובן, שההשפעה החיובית של השינוי בהתנהגות המטבע היפני על כלכלת יפן מותנית בכך שחולשתו לא תהפוך למוגזמת על רקע חולשה בכלכלה ופגיעת הווירוס. הסטטוס של "מטבע מקלט" הכניס לאורך שנים ליפן כסף זר רב. בעשור האחרון השקיעו הזרים באג"ח היפני כ-400 מיליארד דולר וכ-100 מיליארד דולר במניות. לפחות חלק מהכסף, בעיקר באג"ח, נמצא ביפן בגלל דפנסיביות של היין ועלול לברוח עם השינוי האחרון בהתנהגות המטבע היפני.



מקור, Bloomberg: מיטב דש ברוקראז'

מבחר מצטמצם של נכסי "מקלט" מייצר לחצים על המעטים שנותרו ברשימה זו
אובדן מעמדו של היין היפני והפרנק השוויצרי כמטבע "מקלט" מגביר לחצים על הנכסים הנותרים שמשמשים לצרכים אלו. ברשימה המצומצמת נותרים הזהב, אג"ח ממשלת ארה"ב והדולר האמריקאי בפרט. עובדה זו יכולה להסביר את העליות החדות במיוחד באג"ח האמריקאיות ובזהב. לאחרונה נותק הקשר השלילי הרגיל בין מחיר הזהב לדולר האמריקאי, כאשר גם מחיר הזהב עלה וגם שערו של הדולר עלו. עובדה זו הופכת את הזהב לאטרקטיבי בעיני המשקיעים מחוץ לארה"ב.



מקור, Bloomberg: מיטב דש ברוקראז'

האג"ח של ממשלת ארה"ב ל-30 שנה ירד לתשואה הנמוכה אי פעם של 1.91% כאשר האג"ח ל-10 שנים "שבר" את הרצפה של 1.5%. היחס סיכוי/סיכון באג"ח האמריקאיות אטרקטיביות במיוחד למשקיעים:

- האג"ח האמריקאיות בין הנכסים המועטים שמשמשים מקלט בעת ירידות בשוקי המניות והאג"ח הקונצרניות "המחוממים".
- בשנה האחרונה באותם שבועות בהם נרשמו ירידות של יותר מ-1% במדד S&P 500, על כל ירידה של 1% במניות, עלה מדד האג"ח הממשלתיות האמריקאיות לתקופה של 10 שנים ומעלה ב-1.2% במוצע, יותר מהמוצע של העשור האחרון. בשבועות העליות החדות במניות, על כל עלייה של 1% במניות ירד מדד הממשלתי בכ-0.05%, פחות מהמוצע בעשור האחרון (ראו טבלה מטה).
- בעבר הייתה קורלציה חיובית גבוהה בין תשואות האג"ח האמריקאית לשער של הדולר. אולם, בשנה האחרונה הקורלציה החיובית הפכה לאפסית. מתחילת השנה הקשר היה אף הפוך כאשר התשואות ירדו בחדות והדולר התחזק. מצב זה מגביר אטרקטיביות של האג"ח האמריקאיות בעיני המשקיעים הזרים על פני האג"ח המקומיות.
- במקרה שהתסריט השלילי יתפתח והכלכלה האמריקאית תאט משמעותית בעקבות החולשה בכלכלה עולמית, התשואות עשויות לרדת במהירות גבוהה. לאג"ח ממשלת גרמניה ל-10 שנים לקח שנה לרדת מתשואה של 1.5% ל-0% בשנת 2014. במקרה של התפתחות התסריט השלילי בארה"ב זה יקרה הרבה יותר מהר. מנגד, הסיכון לעליית התשואות באג"ח די מוגבל בצמיחה כלכלית איטית ו-FED "יוני".

טבלה: תגובת האג"ח הארוכות בארה"ב לשינוי חדים בשוק המניות

שינוי שבועי ב- S&P 500		בשנה האחרונה	שינוי במדד האג"ח האמריקאי ל-10 שנים ויותר
ירידה של יותר מ-1%	עלייה של יותר מ-1%		
2.1%	-0.05%		
1.2%	-0.2%		



מקור, Bloomberg: מיטב דש ברוקראז'

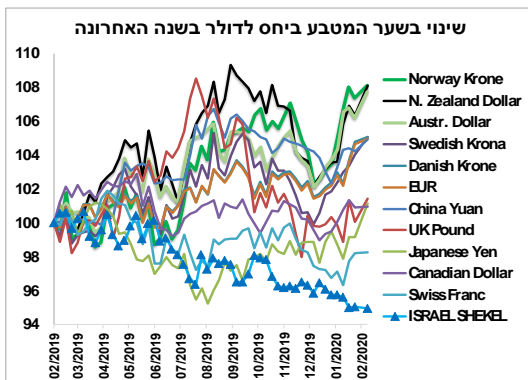
השקל תפס את מקומו של היין?

לפי ההתפתחויות האחרונות, השקל הישראלי תפס את מקומו של המטבע "Safe Haven" במקום היין היפני והפרנק השוויצרי. השקל הוא המטבע היחיד מבין המטבעות העיקריים שהתחזק מול הדולר מתחילת השנה והקורלציה בין שערו של השקל למחיר הזהב הייתה כמעט מושלמת. האמת שלשקל יש כמעט את כל התכונות שהפכו את היין היפני למטבע "מקלט" שנים רבות, למעט העובדה שהשקל אינו מטבע זרבי:

- לישראל יש עודף גבוה בחשבון השוטף.

- הישראלים, כמו היפנים, מחזיקים השקעות פיננסיות גדולות מחוץ למדינה. אחד ההסברים לעוצמתו של היין שכאשר הסיכון בעולם עולה, הכסף נוטה לחזור הביתה.
- הריבית על השקל נמוכה כמעט כמו על היין ולא צפויה לעלות. לכאורה גם השקל יכול להיות מטבע Carry Trade.

במקרה של יפן, לסיבות אלה לא בהכרח יש אחיזה במציאות. המחקרים מראים שהכסף היפני לא ממש חוזר "הביתה" בעת ירידות בשווקים הפיננסיים בעולם ושהיין כבר מזמן לא מטבע ה-Carry בעולם של ריביות נמוכות. אולם, ברגע שהתפיסה "מתקבעת" בשווקים היא לא בהכרח צריכה להיות מגובה בעובדות בשטח. לכן, תפיסתו של השקל כמטבע "מקלט" עשוי להזרים אליו כספים כל פעם שמתעורר חשש בשווקים הפיננסיים.



אם אכן השקל הופך למטבע "מקלט" בעיני המשקיעים בעולם, יש לכך משמעויות מרחיקות לכת לכלכלה הישראלית:

- הכלכלה המקומית קטנה בהרבה מהכלכלה היפנית. לכן, יכולת "ספיגת" זרם הכספים מהעולם קטנה יותר בישראל. כתוצאה מזה, השקל עשוי להתחזק באופן חד במקרים של risk-on, כפי שהיה לאחרונה, למרות התחזקות הדולר בעולם מול כל המטבעות.
- היצוא הישראלי ימשיך להיפגע, במיוחד ענפי יצוא הסחורות.
- הצרכן הישראלי יינה.
- האינפלציה תישאר נמוכה.
- תשואות האג"ח הארוכות בישראל ימשיכו לרדת.
- בנק ישראל ומשרד האוצר יצטרכו לנהל מדיניות מרחיבה יותר כדי לקזז השפעת התחזקות השקל על הכלכלה. יתרות המטבע של ישראל ימשיכו לגדול במהירות.
- כספי הזרים יחזקו את השקל בתקופות של risk-on בשווקים. הגידורים של המוסדיים יגדלו ויפעילו לחץ על השקל דווקא בתקופות של risk-off. בכך לא תהיה הפוגה בלחצים על השקל.
- עוצמתו של השקל ישאיר יותר כסף מוסדי בישראל, מה שיטיב עם השווקים בישראל, אך יעלה סיכון של התחממות יתר בשוק המקומי שכבר מורגשת במספר אפיקים.
- כמובן שכל זה יכול להימשך כל עוד הכלכלה המקומית במצב טוב ולא מתרחש אירוע פוליטי או בטחוני בעוצמה גדולה. במקרה של הרעה בישראל תפיסתו כלפי השקל יכולה להתהפך במהירות ובחדות. שערו של השקל עשוי להיות תנודתי יותר.

פרטי מכין האנליזה

אלכס זבז'נסקי, 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, לייעוץ/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 השקעות, לרבות החברה האם מיטב דש השקעות בע"מ, חברות אחיות וחברות 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 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'נסקי, 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'נסקי אלכס

23/2/2020

תאריך פרסום האנליזה